

УДК 332.851

### РАЗВИТИЕ ТЕКУЩЕГО КРИЗИСА НА РЫНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ В США

© 2011 г. **Е.В. Дафнер\***  
ООО "Метрополь Девелопмент", Москва

*Поддержание низких процентных ставок Федеральной резервной системы США в начале 2000-х годов привело к надуванию пузыря на финансовом рынке и рынке недвижимости. После их взрывов американская экономика погрузилась в рецессию, которая вызвала глобальные экономические последствия. Меры, принимаемые Белым домом по восстановлению рынка недвижимости, не дали существенных результатов. Текущий кризис продемонстрировал необходимость разработки мер по эффективному регулированию финансового сектора.*

**Ключевые слова:** рынок недвижимости, финансовый пузырь, ипотечное кредитование, экономический кризис, США.

#### Система ипотечного кредитования в США

Соединённые Штаты имеют исторически сложившуюся и стабильную ипотечную систему инвестирования в недвижимость. По американским законам, кредиты выдаются только лицензированными финансовыми брокерами, которые могут представлять как небольшие ипотечные агентства (*loan originators*), так и инвестиционные банки разного масштаба. Определяя риски, связанные с выдачей того или иного ипотечного продукта, финансовые брокеры прежде всего оценивают способность заёмщика производить своевременные платежи по кредиту. Окончательное решение брокер принимает после анализа кредитной истории потенциального заёмщика и присваивания ему «кредитного скоринга» (*credit score*). В США популярен FICO score, медианное значение которого для всего населения равно 723. В процессе анализа рассматривается информация о доходах, общей сумме потребительских кредитов и задолженностей по ним, недвижимости в собственности заёмщика, способная повлиять на оплату долговых обязательств в будущем. Для такой проверки используется Интернет и предварительную оценку основных условий ипотечного кредитования заёмщик может получить в течение нескольких часов после заполнения заявления непосредственно у брокера или на его веб-странице.

---

\* ДАФНЕР Евгений Викторович – кандидат географических наук, аналитик по инвестициям в недвижимость ООО «Метрополь Девелопмент», член Национальной ассоциации риэлторов (NAR) США. E-mail: Dafner\_E@MetropolDevelopment.ru

В зависимости от степени финансовой надёжности и кредитной истории заёмщики распределяются на три категории. К субстандартному сектору (*subprime*) относятся заёмщики с проблематичной и плохой кредитной историей и *FICO score* ниже 620. Эти кредиты выдаются под более высокий ссудный процент, чтобы компенсировать повышенный риск банка в случае дефолта заёмщика\*.

Альтернативные (*Alt-A*) кредиты считаются менее рискованными, чем субстандартные, но более рискованными, чем стандартные кредиты. В период раздувания пузыря на рынке недвижимости они выдавались заёмщикам с лучшей кредитной историей и более высоким *FICO score* (выше 620, но ниже 680), чем на субстандартном рынке. При оформлении этих кредитов от покупателя не требовалось подтверждения источника доходов и наличия собственности. Заёмщики этого класса состояли из частных предпринимателей, бизнесменов и других лиц, чей доход основывался на комиссионных. Ссудные проценты альтернативных кредитов были незначительно выше, чем по стандартным кредитам.

В свою очередь, для получения стандартных (*prime*) кредитов требовался кредитный скоринг выше 680. Эти кредиты выдавались заёмщикам с надёжным финансовым положением и хорошей кредитной историей. Поэтому они были самыми дешёвыми, так как не представляли повышенных рисков для банков.

## Формирование пузыря на рынке недвижимости

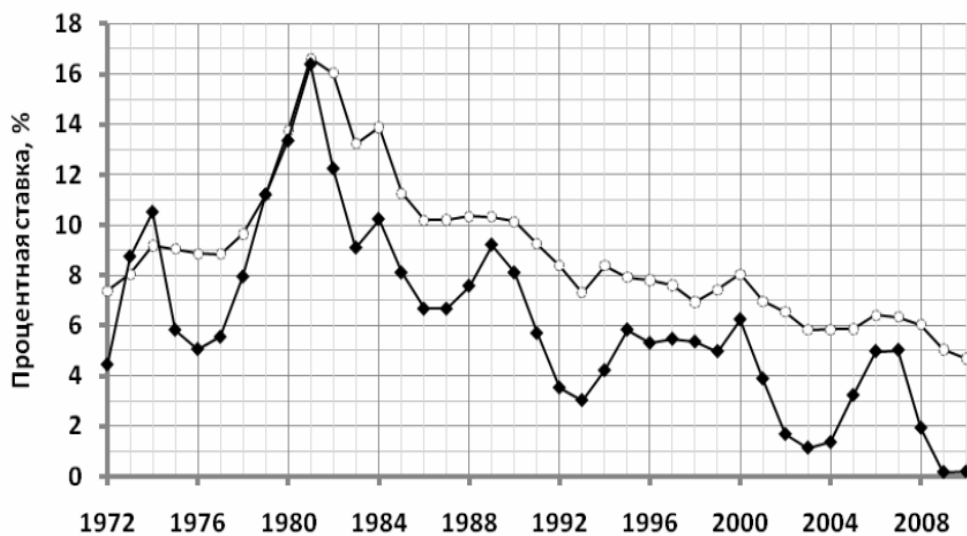
**Предпосылки.** В попытке вывести экономику США из рецессии 2001 г. и как ответ на события 9 сентября председатель ФРС Алан Гринспен инициировал серию понижений процентной ставки федерального финансирования с 6,5% в январе 2000 г. до 1% в июне 2003 г. Соответственно, и ставка ипотечного кредитования снизилась до исторически низкого уровня в 5% (рис. 1). Уже тогда стало очевидным, что, если ФРС будет поддерживать ставку финансирования на этом уровне в течение длительного времени, это приведёт к раздуванию пузыря на рынке недвижимости. В 2005 г. «Нью-Йорк таймс» предупреждала, что взрыв этого пузыря повлечёт за собой тяжёлые экономические последствия и, возможно, экономическую рецессию [6].

Темпы накачивания пузыря на рынке недвижимости значительно ускорились, когда основные игроки финансового рынка расширили ассортимент предлагаемых ипотечных продуктов и ослабили требования к заёмщикам. Большинство кредитов (по кредитным картам, ипотечные, потребительские и авто) стали доступны практически для всех, у кого было желание обзавестись «дешёвыми деньгами», дополнительно овладеть несколькими кредитными кар-

---

\* В период до 2005 г. субстандартные (*subprime*) кредиты не соответствовали стандартам компаний «Фанни Мэй» и «Фредди Мак», которые субсидируются государством (*GSE-corporation*). Первоначально они приобретали кредиты только с AAA-рейтингом, формировали из них инвестиционные портфели и продавали инвесторам, гарантируя надёжность этих бумаг. В 2005 г ситуация изменилась и в погоне за прибылью, *GSE*-корпорации распространили свой бизнес и на нетрадиционный рынок.

Рис. 1. Среднегодовые эффективная ставка ФРС и 30-летняя фиксированная процентная ставка по ипотечному кредитованию в период с 1972–2010 гг.



—○—○— ставка ФРС

—◆—◆— ставка по ипотечным кредитам

*www.freddiemac.com и <http://www.federalreserve.gov>*

тами, купить машину или инвестировать в жильё. Прежде всего, были упрощены требования к рассмотрению кредитной истории заёмщиков. Во-вторых, банки значительно повысили свои финансовые риски, снизив требования к «кредитному скорингу».

**Расширение субстандартного сектора и увеличение ассортимента программ.** Объём предлагаемых ипотечных программ увеличился в основном за счёт программ с регулируемой процентной ставкой – РПС (*Adjustable Rate Mortgages*), в которых ссудный процент и, соответственно, оплата изменялись периодически. Ссудный процент РПС программ был более низким, чем в программах с фиксированной процентной ставкой (ФПС). Эти кредиты были выгодны для покупателей, которые планировали владеть недвижимостью в течение нескольких лет, или для тех, кто в течение этого времени рассчитывал перейти с РПС на ФПС.

Ссудный процент всех ипотечных программ был привязан к различным индексам, среди которых самыми популярными были доходность государственных облигаций (*Treasury Yields*), индекс стоимости финансирования (*Cost of Funds Index – COFI*) и предлагаемый процент внутрибанковского обмена в Лондоне (*London Interbank Offered Rate – LIBOR*). Например, ссудный процент по программам РПС был привязан к доходности краткосрочных государственных облигаций, в то время как программы с ФПС были привязаны к доходности долгосрочных государственных облигаций. В 2004 г. процент доходности краткосрочных государственных облигаций был выше, чем долгосрочных и, соответственно, программы РПС были более привлекательным продуктом, особенно в период с начала до середины 2010-х годов, когда ставка ФРС

Таблица

**Сценарии оплаты различных продуктов ипотечного кредитования до и после изменения процентной ставки (*reset*) по окончании вступительного РПС-периода [4]<sup>a</sup>.**

| Тип кредита                          | Первоначальная оплата, долл. | Оплата после изменения ссудной ставки, долл. | «Шок» |     | Оплата без учёта изменения в ссудном проценте <sup>f</sup> , долл. |
|--------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------|-------|-----|--------------------------------------------------------------------|
|                                      |                              |                                              | долл. | %   |                                                                    |
| 30 лет, ФПС <sup>b</sup>             | 1 237                        | 1 237                                        | —     | —   | 1 237                                                              |
| 3/1 Prime ARM <sup>c</sup>           | 1 039                        | 1 420                                        | 380   | 37  | 1 039                                                              |
| 3/1 Prime ссудный % РПС <sup>c</sup> | 786                          | 1 462                                        | 676   | 86  | 1 093                                                              |
| 3/27 Subprime РПС <sup>d</sup>       | 790                          | 1 741                                        | 951   | 120 | 1 136                                                              |
| 3/1 Supprime Option РПС <sup>e</sup> | 643                          | 1 907                                        | 1 264 | 196 | 1 309                                                              |

<sup>a</sup> – 200 000 долл.-кредит, выдан в июне 2004 г.;

<sup>b</sup> – кредит, выданный «Фредди Мак» (*prime кредит*);

<sup>c</sup> – ссудный процент = (*LIBOR* + 2,25%), 3/1 означает, что первые три года выплачивается первоначально низкий процент, а в 4-м году – пересмотренный высокий;

<sup>d</sup> – первоначальный ссудный процент составляет 2,5%, который изменяется после окончания вступительного периода на (*LIBOR* + 4,5%), 3/27 означает, что первые три года выплачивается первоначально низкий процент, а ещё 27 лет – пересмотренный высокий;

<sup>e</sup> – минимальная оплата по кредиту составляет 1%. Отношение суммы кредита к стоимости недвижимости составляет 110%;

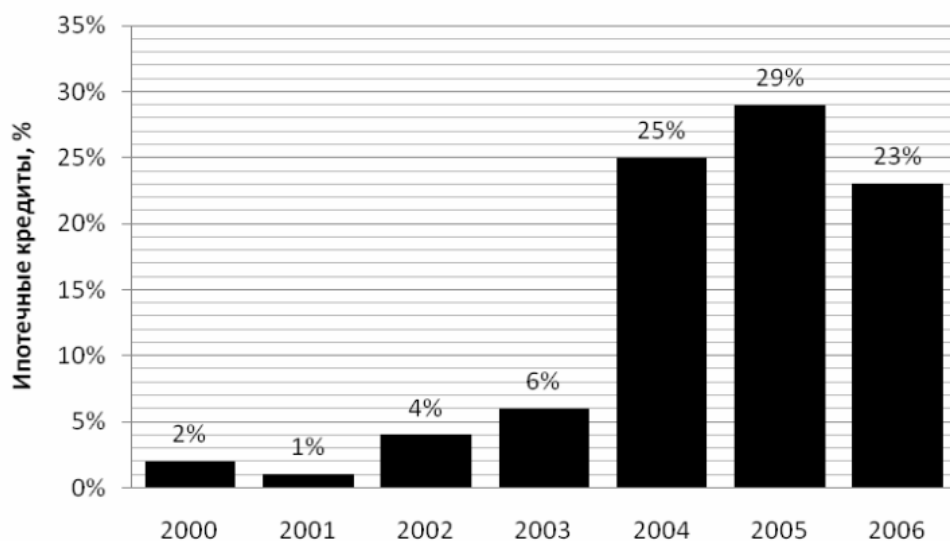
<sup>f</sup> – оценка в оплате, произведенная из расчета, что *LIBOR* остается на уровне июня 2004 г. в течение всего периода погашения кредита.

была на исторически низком уровне (рис. 1). В 2004 г. практически половина всех ипотечных кредитов были выданы под РПС; приблизительно такое же количество кредитов было выдано в 2005 и 2006 годах [4].

Но с увеличением всех упомянутых индексов, соответственно, увеличивалась и РПС. В течение вступительного периода РПС-программы предлагали относительно невысокий первоначальный ссудный процент, который прозвали «соблазнительным процентом» (*teaser rate*). Но по истечении трёх или пяти лет вступительного периода процент повышался, и оплата по кредиту увеличивалась. Как видно из табл. 1, в большинстве случаев увеличение оплаты стало шоком для домовладельцев, так как после её изменения многие из них оказались не в состоянии продолжать оплату.

В период 2004–2007 гг. приблизительно от 60 до 70% всех субстандартных кредитов были выданы по гибридным 2/28 или 3/27 опциональным РПС-программам (в 1999 г. их количество составило 31%). В течение двух или трёх лет ссудный процент этих программ оставался на низком уровне, но в оставшиеся 28 или 27 лет мог значительно изменяться. Как правило, первоначальный ссудный процент устанавливался ниже рыночного, но скачкообразно увеличивался по окончании вступительного периода: например, месячная выплата по гибриднему 3/27 опциональному РПС-кредиту со стартовым ссудным процентом 2,5 в 2004 г. скачкообразно увеличилась на 120% в 2007 году [4].

**Рис. 2. Доли ипотечных кредитов с оплатой только процента по кредиту и с отрицательной амортизацией в процентах к общему количеству кредитов, выданных в 2000–2006 гг.**



*Loan Performance, Suisse Analysis.*

В то же время получили массовую популярность программы с отрицательной амортизацией (*Negative Amortization Loans*), т.е. когда оплата по кредиту была меньше, чем оплата процента по кредиту. За счёт этой разницы тело кредита не уменьшалось, как в обычных программах, а наоборот, увеличивалось. Другая программа позволяла осуществлять оплату только процента по кредиту (*Interest Only Loans*), а тело кредита находилось на постоянном уровне. Количество этих экзотических кредитов стало увеличиваться с 2001 г. и достигло своего максимума в 2005 г. (рис. 2).

Другие ипотечные программы обязывали выплатить баланс кредита до истечения определённого срока (*Balloon Payment*). Амортизационный период этих программ составлял 20–30 лет, в то время как выплата баланса должна была произойти в течение 10–15 лет. Такая конфигурация кредита значительно уменьшала месячную оплату и соответственно, делала ипотеку более доступной.

Это только некоторые из программ, которые предлагались на рынке. Чтобы вовлечь больше покупателей в свой бизнес, финансовые институты постоянно диверсифицировали ассортимент своих продуктов. Например, за несколько лет работы на субстандартном рынке только компания «Каунтравайд» (*Countrywide*) разработало и внедрило около 180 различных ипотечных продуктов [8]. Всего же, по некоторым оценкам, в 2005 г. на ипотечном рынке предлагалось около 600 продуктов кредитования, в то время как в 1988 г. их было всего 3 [8].

**Послабления к квалификационным требованиям заёмщиков.** Наряду с увеличением ассортимента ипотечных продуктов на субстандартном рынке, были упрощены и требования к первоначальному взносу. Большинство брокер-

ров были уверены, что в будущем цены на жильё будут только увеличиваться, и поэтому сокращение первоначального взноса не увеличит их рисков. Некоторые продукты ипотечного кредитования стали предлагаться или без первоначального взноса, или на уровне нескольких процентов стоимости недвижимости. По данным Национальной ассоциации риэлторов (*National Association of Realtors*), 87% покупателей, приобретших жильё в первый раз, и 65% всех других категорий покупателей (вторая недвижимость или инвестиции) использовали ипотечные программы с первоначальным взносом меньше чем 20% [8]. До кризиса большинство программ обязывало покупателей вносить 20% в качестве первоначального взноса. Допускалось отклонение от этого общего правила по схеме 80/10/10, т.е. 80% составляло тело первого займа, 10% приходилось на второй кредит (с повышенным ссудным процентом) и 10% составлял первоначальный взнос. В случае если покупатель не обладал 20% суммой для первоначального взноса, банк обязывал покупателя оплачивать дополнительную страховку (*Prime Mortgage Insurance – PMI*). Эта страховка также была отменена.

Со временем был отменён штраф за возвращение кредита до установленного ипотечным контрактом срока (*Prepaid Penalty*), который в большинстве случаев составлял 3 года. Этот штраф сдерживал заёмщиков от «быстрых продаж» и получения «быстрой прибыли». Его отмена открыла доступ на рынок многочисленным частным инвесторам, которые покупали недвижимость, быстро добавляли к ней незначительную стоимость (например, это мог быть только косметический ремонт) и перепродавали её с прибылью\*.

Также были понижены ограничения по доле максимальной месячной оплаты долговых обязательств относительно дохода заёмщика. Если до этих событий, чтобы квалифицировать заёмщика на получение ипотечного кредита, суммарная месячная оплата его долговых обязательств не могла превышать 32–35% месячного дохода, то в последующем этот порог был увеличен до 42–45%. Эти меры существенно повысили риски банков и вероятность дефолтов при последующем увеличении оплаты кредита. Около 70% ВВП в США обеспечивается за счёт потребления (включая государственные расходы на медицинское страхование), и, как правило, каждый американец является обладателем нескольких кредитных карт. По некоторым оценкам средняя задолженность по одной кредитной карте в США составляет около 4284 долл. [2]. Поэтому увеличение порога допустимого долга открывало доступ на рынок владельцам кредитных карт, которые снимали деньги с одной карты, чтобы оплатить долги по другим, или чтобы использовать «кредитные

---

\* Как правило, быстрый оборот недвижимости свойственен перегретому рынку, если правительство не принимает соответствующих мер по его регулированию. Например, для «охлаждения» рынка недвижимости ЦБ Китая за три месяца 2011 г. два раза увеличивал ссудную ставку по депозитам. Последний раз это произошло 5 апреля, когда она была увеличена на 25 базисных пунктов. Соответственно, процент ипотечного кредитования возрос на 25 базисных пунктов – до 6,31%. В некоторых странах Европы (например, в Бельгии и во Франции) рынок недвижимости регулируется через налоговое законодательство, согласно которому налоговые выплаты существенно увеличиваются при продаже недвижимости до достижения определённого периода времени владения недвижимостью.

деньги» для оплаты по ипотечным обязательствам, а иногда и для оплаты первоначального взноса\*.

**Реализация ипотечных кредитов на Уолл-стрит\*\*.** В начале XXI столетия американские финансовые институты значительно усилили инвестиционную активность, начатую в 1980-х годах. Постепенно регулирующие институты сняли ограничения на эту деятельность, повысив тем самым риски банков при возможном падении рынка недвижимости. Традиционно банки формировали ценные бумаги из отдельных ипотечных кредитов, группировали из них инвестиционные портфели, которые в дальнейшем реализовывались на Уолл-стрит. На фондовом рынке, как правило, предлагались ценные бумаги только с высокой степенью надёжности, состоящие в основном, из ипотечных кредитов с AAA-рейтингом. Но в начале 2000-х годов в этот процесс стал широко вовлекаться субстандартный сектор, что повысило риски инвесторов, так как банки начали включать в ценные бумаги заведомо проблемные кредиты, которые были таковыми, поскольку владельцы ипотечных кредитов имели высокий шанс дефолта при изменении условий финансирования или при обвале рынка недвижимости. Однако по договоренности между банками и рейтинговыми агентствами субстандартным кредитам присваивался тройной А-рейтинг, что придавало уверенности инвесторам в их надёжности. Такая соглашательская политика сыграла отрицательную роль в будущем и стала одним из механизмов накачивания и пузыря на рынке недвижимости, и финансового пузыря, и их последующих взрывов.

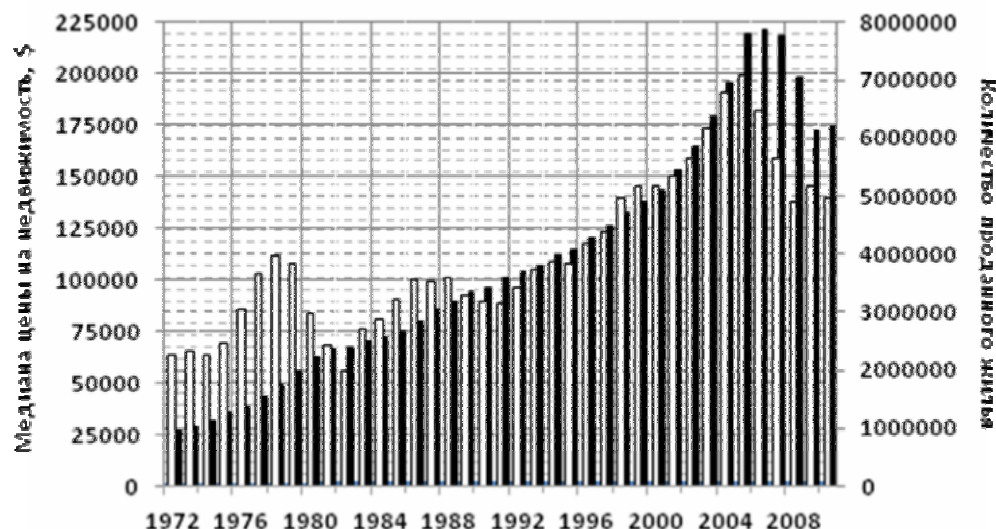
В качестве покупателей предлагаемых активов выступали местные и иностранные инвесторы в основном, из развивающихся стран Азии и нефтедобывающих стран Ближнего Востока. В результате продаж и перепродаж этих ценных бумаг прибыль направлялась на годовые премиальные и бонусы банковским менеджерам. Инвесторы очень охотно скупали ценные бумаги, сформированные с участием РПС-кредитов (ведь официально у них был высокий рейтинг). Поэтому некоторые крупные игроки субстандартного рынка «Америквест» «Нью сенчюри», «Вашингтон мьючиал» (*Ameriquest, New Century, Washington Mutual*), начали очень активно формировать из них инвестиционные портфели. Это был очень прибыльный бизнес. Например, «Вашингтон Мьютьюел» мог заработать в 5 раз больше, чем от реализации надёжных инвестиционных портфелей, сформированных из ценных бумаг стандартного ФПС-сектора [7]. Правительство закрывало глаза на осуществление подобных торговых операций, так как не существовало законов, регулирующих деятельность фондового рынка в отношении операций с ипотечными кредитами. В случае же, если какая-то финансовая корпорация была близка к наруше-

---

\* При хорошей кредитной истории, высоком кредитном скоринге и в зависимости от банка предел кредита, который мог быть обеспечен одной кредитной банковской картой, мог достигать до 100 000 долларов.

\*\* В этом разделе приводится только основная информация о влиянии Уолл-стрит на формирование пузыря на рынке недвижимости.

Рис. 3. Среднегодовые медианы цен на жильё (белые столбики), и количество проданного жилья за период 1972–2010 гг. (чёрные столбики).



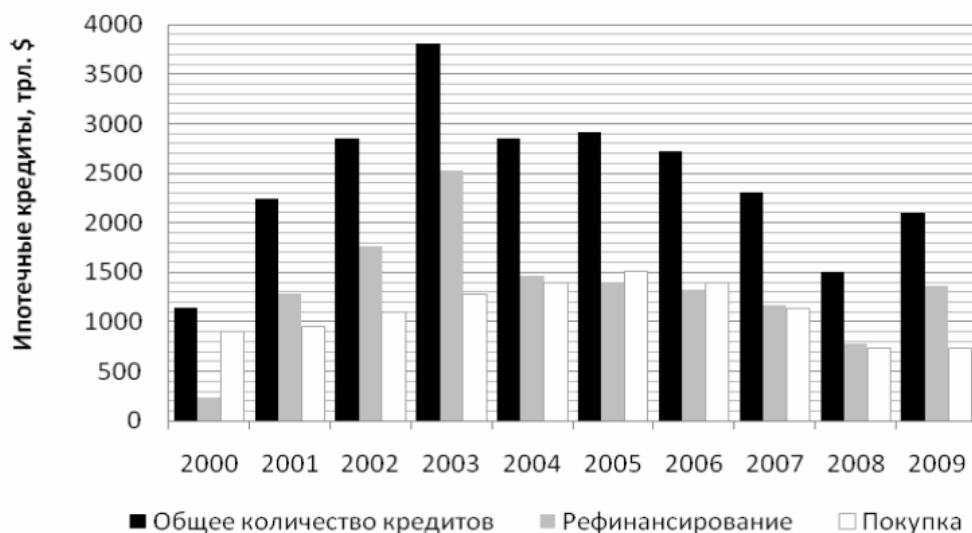
*Census Bureau, Department of Commerce, Office of Policy Development and Research, HUD ([www.census.gov/const/quarterly\\_sales.pdf](http://www.census.gov/const/quarterly_sales.pdf)); Federal Housing Financial Agency ([www.fhfa.gov](http://www.fhfa.gov)); NAR: [www.realtor.org](http://www.realtor.org)).*

нию регулирующего закона, этот закон лоббировался в Конгрессе, который изменял его в соответствии с пожеланиями этой корпорации\*.

**Ситуация на рынке недвижимости.** Увеличение доступности финансирования привело к тому, что за период между 2000 и 2004 гг. количество домовладений увеличилось с 67,4% до 69%, т.е. до максимального уровня, которое когда-либо отмечалось в истории США. После поддержания ставки ФРС на низком уровне в течение года, в июне 2006 г. она была увеличена до 5,25% (рис. 1). Ссудный процент по ипотечному кредитованию всё ещё оставался на исторически низком уровне, продолжая накачивать пузырь на рынке недвижимости, который достиг своего максимального развития в 2005–2006 гг. (рис. 3). Дешёвые ипотечные кредиты использовались не только для приобретения недвижимости для проживания, но и для инвестиций. В 2004 и 2005 гг. около 35% ипотечных кредитов было использовано для покупки недвижимости не как основного места проживания, а как второго дома или инвестиции [7].

\* В соседней Канаде отмечается медленный, но стабильный рост на рынке недвижимости и, в отличие от США, рынок не проявляет значительных признаков перегрева. Это объясняется абсолютно другой системой финансирования, которая основывается на более консервативном регулировании выдачи ипотечных кредитов, жёстких квалификационных стандартах для заёмщика, уплате 20% первоначального взноса или заранее и в полном объёме выплаченной PMI, невозможности удержания оплаты процента по кредиту из налоговых отчислений, отсутствии вторичного ипотечного рынка и, соответственно, отсутствии возможности перепродавать кредиты. Как результат, количество дефолтов в Канаде составляют менее 1% числа ипотечных кредитов.

**Рис. 4. Общее количество выданных ипотечных кредитов и их распределение между рефинансированием и покупкой недвижимости**



*United States Census Bureau*  
 ([www.census.gov/compendia/statab/2011/tables/11s1193.xls](http://www.census.gov/compendia/statab/2011/tables/11s1193.xls)).

Скачкообразное повышение цен, значительные финансовые вливания в новые девелоперские проекты и увеличение количества возводимого жилья привели к перегреву рынка недвижимости. На некоторых региональных рынках практически любая выставленная на продажу недвижимость продавалась в течение нескольких дней, так как спрос значительно превышал предложение. Практически на каждую новую единицу недвижимости, только что выставленную на продажу, продавец получал несколько предложений о её покупке. В соответствии с законами свободного рынка, конкуренция способствовала дальнейшему увеличению цен, и недвижимость продавалась за сумму, превышавшую её первоначальную цену.

После того как в 1986 г. налоговая система США была реформирована, удержание оплаты процентов по потребительским кредитам из налоговых отчислений было запрещено, аккумулирование собственного капитала стало осуществляться через механизм рефинансирования. Как видно из рис. 3, в 2006 г. приблизительно 46% всех выданных кредитов было направлено на рефинансирование, что так же приводило к уменьшению оплаты по долговым обязательствам. Увеличение цен на недвижимость и наличие дешёвых кредитов на рефинансирование позволяли брать под залог недвижимости больше денег и использовать их не только для инвестиций в жильё, но и на приобретение предметов первой необходимости, а иногда и роскоши.

Инвесторы в недвижимость были одержимы возможностью приобретения дешёвых ипотечных кредитов. Определённую роль сыграли СМИ, освещавшие эти инвестиции как исторически безопасное вложение денег. Во многих случаях во время подписания контракта представители банков и финансовые брокеры не объясняли условия контракта, а сами заёмщики не обращались за

разъяснениями в юридические инстанции, как это настоятельно рекомендуется делать в США, где приняты строгие законы, обязывающие банки предоставлять правдивую и полную информацию об условиях ипотечного договора и оплате за финансовые услуги. Например, один из этих законов – о защите недвижимости (*RESPA – Regulation, Real Estate Settlement and Procedures Act*) обязывает агентов по продаже недвижимости, служащих финансовых и страховых компаний, оценщиков жилья, титульные и эскроу-компании предоставлять полную и правдивую информацию обо всех условиях контракта и оплаты за услуги.

Многочисленные нарушения этих законов, повлёкшие серьёзные экономические и моральные последствия, были обнаружены только позже. Для многих РПС-заёмщиков изменения условий по оплате, которые были включены в контракты, но не были доведены до их сознания, стали неожиданностью. Главная цель банков заключалась в продаже как можно большего количества кредитов и, соответственно, получения как можно большей прибыли. На первый взгляд казалось, что все эти программы предоставляли вполне доступную низкую месячную оплату, а цены на жильё будут закономерно увеличиваться и что со временем можно будет избавиться от токсичных кредитов через их рефинансирование. Но как оказалось во второй половине 2006 г., надувание пузыря достигло своего максимума, рынок взорвался, недвижимость начала дешеветь, затем произошёл взрыв финансового пузыря и возможность рефинансирования исчезла. Начался массовый дефолт.

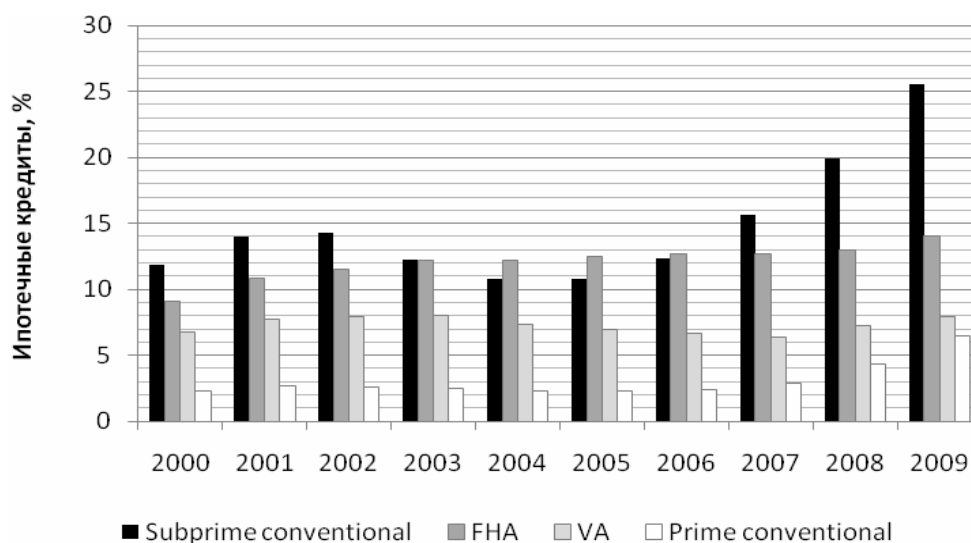
## **Последствия взрыва пузыря на рынке недвижимости**

**Начало массовых дефолтов и отчуждения жилья.** Отчуждение жилья наблюдалось ещё на начальных стадиях накачивания пузыря на рынке недвижимости (рис. 5). В первой половине 2010-х годов это были, в основном, ранние отчуждения, происходящие в течение нескольких месяцев после подписания ипотечных контрактов и связанные с выдачей заёмщикам кредитов, заведомо обречённых на дефолты. Природа дефолтов изменилась в середине 2010-х годов, когда изменение процентной ставки по РПС-кредитам привело к массовому увеличению количества просрочек, дефолтов и последующему отчуждению жилья (рис. 5).

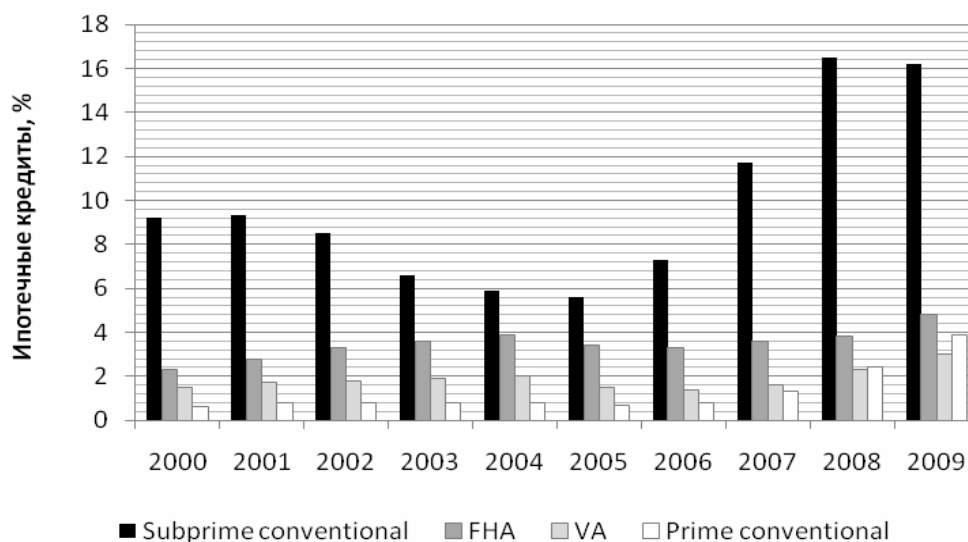
Процесс отчуждения жилья в США происходит по следующему сценарию. На первом этапе, когда домовладелец пропускает запланированную оплату, банк предполагает, что эта отсрочка временная, и что оплата в скором времени возобновится. Когда заёмщик просрочит несколько выплат (обычно три), банк считает, что заёмщик находится в состоянии дефолта и не планирует оплату своих долговых обязательств. На окончательном этапе банк может принять решение об отчуждении жилья и его продаже. Как правило, при данном сценарии банк возвращает только часть своих средств, так как в момент продажи рыночная стоимость недвижимости находится ниже её балансовой стоимости.

Рис. 5. Среднегодовые доли различных видов ипотечных кредитов

**А) на стадии отсрочки по оплате (не включая кредитов, находящихся в процессе отчуждения недвижимости)**



**Б) на стадии отчуждения недвижимости от общего количества выданных кредитов в период с 2000 по 2009 гг. (на окончание каждого года).**



Обозначения на графиках:

- обычные субстандартные кредиты
- кредиты федеральные
- кредиты администрации по делам ветеранов
- обычные стандартные кредиты

Данные основаны на национальном исследовании причин отсрочек платежей, охвативших 45 млн. ипотечных кредитов.

United States Census Bureau  
([www.census.gov/compendia/statab/2011/tables/11s1193.xls](http://www.census.gov/compendia/statab/2011/tables/11s1193.xls)).

Как видно из рис. 5, количество отсрочек по оплате кредитов увеличилось с 30,1% общего количества выданных ипотечных кредитов в 2000 г., до 53,9% в 2009 г. За этот же период количество отчуждённого жилья увеличилось с 13,6% до 27,9%. Подобное быстрое увеличение дефолтов и отчуждений происходит очень редко. Обычно в США массовые дефолты наблюдаются при плохой экономической ситуации, когда страна находится в состоянии рецессии, которое приводит к росту безработицы, сокращению заработной платы, увеличению выплат по другим долговым обязательствам, уменьшению способности оплаты по ипотеке и падению цен на недвижимость. Увеличение количества дефолтов и отчуждения жилья, начавшееся в 2006 г., скорее всего, было необычным событием для экономики США, так как в большинстве штатов экономика была на достаточно высоком уровне, заработная плата продолжала увеличиваться и уровень безработицы находился на исторически среднем уровне. Как отмечают К. Эдмисон и Р. Зальнерайтис [4], у текущего скачка дефолтов было три причины:

1. В период 2004–2006 гг. значительно увеличилось кредитование с участием субстандартного сектора. Так как кредиты, выданные на этом рынке, сопровождались максимальным количеством дефолтов, это увеличение неизбежно должно было сопровождаться увеличением дефолтов;

2. Большое количество ипотечных кредитов было выдано по нетрадиционным РПС-программам, и в течение нескольких лет после их выдачи произошёл рост процентной ставки, который и привёл к увеличению выплат по кредитам;

3. Домовладельцев, которые не могли производить оплату по ипотеке, падение рынка недвижимости поставило в положение, когда они не могли продать жильё или рефинансировать его.

Поскольку через процесс увеличения процентной ставки прошёл только незначительный процент РПС-кредитов, то основной поток дефолтов происходит в настоящее время или предвидится в ближайшие несколько лет. Соответственно, это приведёт к ещё большему ухудшению ситуации на рынке недвижимости, так как банки выставят на продажу больше единиц недвижимости, что будет сопровождаться дальнейшим падением цен и ещё большим количеством дефолтов.

**Как Белый дом стабилизировал рынок недвижимости.** Выход из экономического кризиса неразрывно связан с решением вопроса о стабилизации рынка недвижимости. За последние несколько лет администрация Белого дома привела серию экстренных мер по его поддержанию. В августе 2007 г. президент Джордж Буш-мл. начал предпринимать первые шаги по стабилизации рынка и на помощь проблематичным заёмщикам была направлена президентская программа «Надейся сейчас» (*Hope Now*). В январе 2009 г. администрация Барака Обамы запустила программу налогового кредита для тех покупателей, кто приобретал жилую недвижимость в первый раз. В июне 2009 г. программа была модифицирована, а срок её действия продлён до конца сентября 2010 г. Это была наиболее успешная программа администрации по стабилизации

рынка недвижимости. По некоторым оценкам, чтобы достичь подобного экономического эффекта, аналогичная программа должна иметь налоговый кредит в 25000 долл., но не 6500–8000 долл., как это было в первый раз [11]. Сомнительно, что при наличии такого государственного долга и отсутствии финансовых средств администрация в состоянии пойти на столь дорогой шаг во второй раз.

В феврале 2009 г. была принята Модифицированная программа доступного жилья (*Home Affordable Modification Program – HAMP*) с целью предотвращения отчуждения жилья через изменение ипотечных кредитов. В марте 2010 г. в эту программу дополнительно включили безработных домовладельцев, находящихся в процессе трудоустройства или поиска работы. В сентябре 2010 г. ФБСН запустило новую программу помощи владельцам, чьи ипотечные обязательства превышали рыночную стоимость жилья\*. 7 сентября 2010 г. вступила в силу Программа выкупа проблемных активов (*Troubled Asset Relief Program – TARP*), разработанная ещё администрацией Буша в октябре 2008 г. Ею предусмотрено предоставление около 700 млрд. долл. на укрепление финансового сектора и на выкуп обесценившихся токсичных кредитов. Это одна из самых масштабных программ, которая должна была сократить объём непогашенной задолженности домовладельцев, которые не имеют возможности рефинансировать жильё без потерь.

Как утверждала президентская администрация, эти большие средства были направлены на восстановление рынка недвижимости и оказание помощи проблемным заёмщикам. Но в действительности эти средства ушли на поддержание и сохранение финансовой системы. Наиболее наглядно это демонстрирует Модифицированная программа доступного жилья, которая была нацелена на уменьшение процентной ставки, а не на уменьшение тела кредита или удаление оплаты процента по кредитам. Широкомасштабное сокращение тела кредита могло привести к очень большим потерям для банков, которые потенциально могли составить сотни миллиардов долларов.

Все предпринятые попытки Белого дома оказать помощь проблемным домовладельцам и стабилизировать рынок недвижимости от его дальнейшего падения, оказались безуспешными. В формате этих программ Конгресс предусмотрел 50 млрд. долл. на сокращение количества отчуждённого жилья. По планам администрации эти средства могли помочь трём-четырёх миллионам домовладельцев изменить их ипотечные программы. К настоящему времени Министерство финансов, которое руководит этой программой, потратило немногим более 1 млрд. долл. Только 607 тыс. домовладельцев смогли модифицировать ипотечные программы, а из них 11% в конечном счёте объявили дефолт. Банки не оказывают никакого содействия в поддержке администрации, и многим домовладельцам было отказано в модификации их кредитов по причине низких доходов [9].

---

\* Таких домовладельцев в США называют подводными (*underwater homeowners*), а саму недвижимость – теневой (*shadow inventory*).

## Текущее состояние рынка недвижимости

**Хаос в оформлении кредитов.** События третьего и четвертого кварталов 2010 г. показали, что из ситуации, приведшей к взрыву финансового пузыря, финансовые институты не сделали должных выводов. Методы работы, которые использовались в момент его накачивания, до сих пор остаются на вооружении финансовых брокеров. В работе крупных банков было обнаружено большое количество ошибок, допущенных в процессе оформления документов по отчуждению жилья. Оформление документации была поставлено на поток, к её оформлению привлекался неквалифицированный персонал или заёмщиков или нотариусов расписывались посторонние лица. Во многих случаях жильё отчуждалось у владельцев, которые не имели задолженностей по платежам или даже у тех, которые уже полностью погасили свои кредиты.

Представители Белого дома прекратили требовать от банков тщательной проверки документов, так как это привело бы к снятию отчуждённого жилья с рынка и, возможно, к резкому обвалу рынка жилья. Президент США не одобрил федерального расследования по проверке ипотечной документации и отказал в национальном замораживании процесса отчуждения жилья. По его словам, эти меры могли привести к «нежелательным последствиям». Аналитики и эксперты поддержали президента в его решении, признав, что мораторий не может разрешить все накопившиеся проблемы на рынке недвижимости\*.

**Состояние рынка недвижимости после взрыва пузыря.** По некоторым оценкам, с момента начала экономического кризиса, жильё потеряли более 5 млн. домовладельцев – граждан США, которые мечтали воплотить в жизнь Американскую мечту, и до 2015 г. к их количеству прибавится ещё около 15 млн. [5]. Продолжающееся обесценивание недвижимости приводит к отрицательной разнице между рыночной и балансовой стоимостью жилья и к сокращению аккумулирования собственного капитала. К концу 2012 г. многие экономисты и аналитики рынка недвижимости предсказывают дополнительное падение цен на 5–10%, после чего, возможно, цены достигнут дна [12]. Пессимистичные прогнозы предсказывают падение цен на 20%. Если в третьем квартале 2010 г. количество «подводных домовладельцев» составляло 23,2%, то уже в четвертом квартале оно увеличилось до 27%. Это увеличение аналитики объясняют падением цен на 2,6% и замораживанием процесса отчуждения жилья для расследования выявленных ошибок [12].

Согласно данным компании «РиэлтиТрек» (*RealtyTrac*), с четвертого квартала 2010 г. по первый квартал 2011 г. наблюдалось 15%-ное уменьшение отчуждения жилья. Это количество было на 27% меньше, чем за тот же период год назад. В первом квартале 2011 г. более 681 тысячи домовладельцев, или примерно каждый двухсотый, получили уведомление об отчуждении жилья. В одном только марте было разослано 240 тысяч уведомлений, что на 7% боль-

---

\* Ошибки были обнаружены и в деятельности Национальной ассоциации риэлтеров. Оказалось, что начиная с 2007 г. НАР в своих месячных релизах завышала количество продаж вплоть до 20%. В то время как завышение не могло повлиять на цены проданной недвижимости, оно могло показать, что рынок характеризовался большим количеством единиц недвижимости, а это могло существенно понизить спрос на неё [14].

ше, чем в феврале, но на 35% меньше, чем год назад. Уведомления, разосланные в первом квартале 2011 г., состояли из около 197 тыс. дефолтов и около 269 тысяч отчуждений жилья; а за этот квартал было отчуждено около 215 тыс. единиц собственности, что на 35, 27 и 17% соответственно ниже, чем год назад [1].

На первый взгляд, казалось бы, что это обнадеживающие данные, но как заявил руководитель «РиэлтиТрэк» Джеймс Саккцио: «Данными манипулировали искусственно, и это уменьшение было временным. В первом квартале 2011 г. национальный рынок недвижимости продолжал оставаться слабым, даже несмотря на то, что отчуждение жилья находилось на низком уровне за последние три года. Слабый спрос, падающие цены и недоступность ипотечного кредитования оказывали давление на рынок, который ещё находится перед двойной угрозой: роста теневой недвижимости и вероятности, что отчуждение недвижимости возобновится после того, как банки пересмотрят нерассмотренные тысячи контрактов на отчуждение, которые были задержаны по причине расследования многочисленных ошибок при подготовке документов». Если бы в конце 2010 г. не произошёл скандал по поводу автоматического подписания финансовых документов (*robo-signing*) скандал, то уведомлений в первом квартале 2011 г. могло бы быть 900 тыс. вместо 681 тыс., а домовладельцы могли потерять от 280 до 300 тыс. единиц недвижимости вместо 215 тысяч [1].

**Планы Белого дома по стабилизации рынка недвижимости.** Текущий экономический кризис серьёзно отразился на материальном и моральном состоянии населения США. За период 2007–2009 гг. благосостояние американских семей сократилось на 23%, медиана доходов уменьшилась с 50 100 до 49 800 долл., средняя рыночная стоимость жилья упала на 18 700 долл. и инвестиции в фондовый рынок сократились на 30% [13]. Увеличилась доля населения, получающего помощь в виде продовольственных талонов (*food stamps*). В декабре 2010 г. их количество достигло 13,1% общего населения, в то время как в октябре 2007 г. эту помощь получали только 9% [2].

Согласно отчёту ФРС [12], несмотря на то, что у более, чем 60% семей сократилось благосостояние, существует другая категория американцев, у которых было отмечено его увеличение. В недавно опубликованном списке журнала «Форбс», в 2010 г. количество миллиардеров в мире увеличилось на 200 человек и достигло 1210, а их богатство достигло 4,5 трлн. долл. (для сравнения в 2009 г. — 3,6 трлн. долл.). Большинство богатых людей проживает в США, и их богатство составило около 1,5 трлн. долл. В 2010 г. 10% населения США владело около 38% национального богатства, в то время как в начале кризиса они обладали 35%.

По заявлениям Барака Обамы, приоритетным направлением администрации в укреплении рынка недвижимости будет реформирование ипотечной системы. Программа Белого дома рассчитана на пять лет и её основными результатами должна стать ликвидация национализированных в 2008 г. «Фанни Мэй» и «Фредди Мак», что приведёт к постепенному уменьшению роли государства на ипотечном рынке и расширению частного сектора. В основе краткосрочного плана президента лежат следующие шаги:

- уменьшение максимальной суммы ипотечного кредита, гарантируемого правительством (*GSE*);

- увеличение оплаты за обслуживание банкам, чьи кредиты гарантируются правительством; по мере увеличения этой оплаты ипотечные кредиты, выдаваемые частными банками, будут более конкурентоспособными и, в свою очередь, это должно привести к увеличению минимальной суммы первоначального взноса;

- после ликвидации учреждения, финансируемого правительством (*GSE*), государственное участие в ипотечном кредитовании будет сведено до минимума, но оно будет увеличиваться в кризисные времена;

- государственная поддержка будет осуществляться через ФУНВ и некоторые другие уже существующие федеральные агентства.

Недавно федеральные органы, регулирующие ипотечную деятельность, вынесли на обсуждение новые стандарты квалификации на ипотечное кредитование:

- покупатель должен внести минимум 20%-ный первоначальный взнос. При рефинансировании с целью понижения процентной ставки и рефинансировании с целью получения наличных денег в качестве первоначального взноса требования банков составят 25% и 30% соответственно;

- оплата ипотечного кредита не должна превышать 28%, а оплата по всем долговым обязательствам не должны превышать 36% общего дохода покупателя;

- ипотечные кредиты должны быть полностью амортизированы, что должно оградить рынок от использования экзотических продуктов;

- в то время как не планируется ввод ограничения на «кредитный скоринг», в последние два года заёмщик не должен пропустить двух оплат подряд на любые виды займов.

Эти требования накладывают жёсткие ограничения и закрывают доступ на рынок миллионам американцев. По данным аналитиков, около 62% кредитов, полученных на приобретение жилья в 2009 г., не могли бы квалифицироваться по предложенным стандартам, так как их первоначальный взнос составил меньше 20% [14]. А по данным федерального исследования, в 2009 г. могли удовлетворить этим критериям около 31% всех выданных ипотечных кредитов; в 1998, докризисном, году с наиболее безопасным количеством выданных ипотечных кредитов, только 23% покупателей соответствовали бы этим стандартам, и в 2003 г. их количество составило бы 25% [14]. В настоящее время эти стандарты находятся на этапе 60-дневного публичного слушания, по окончании которого правительство определит свои дальнейшие действия. Но уже сейчас понятно, что введение этих стандартов приведёт к дальнейшему падению рынка недвижимости и, соответственно, к отсрочке восстановления американской экономики.

В 2008 г. Обама в ходе предвыборной кампании объявил о времени перемен. Пока что американский народ не видит значительных изменений в экономике, а принимаемые меры не приводят к существенным положительным результатам. Взрывы пузырей на рынке недвижимости и в финансовом секто-

ре заставили администрацию уменьшить ставку финансирования и начать выдавать средства на поддержание экономики. Однако стало очевидным, что одними мультимиллиардными финансовыми вливаниями, как это было сделано администрацией Буша в рецессию 2001 г., ускорить экономику сегодня не удастся. В последнее время всё больше аналитиков и экономистов высказывают мнение, что для стабилизации рынка недвижимости сначала необходимо реформировать финансовую систему, сделать её более прозрачной и повысить ответственность перед налогоплательщиками. Но, учитывая уроки текущего экономического кризиса, трудно поверить, что, при определяющем положении на рынке недвижимости, финансовые институты устоят перед соблазном создания токсичных ипотечных продуктов и агрессивной манеры поведения при возможности получения сверхприбылей\*. Означает ли это, что финансовые кризисы будут продолжаться?

Увеличивающееся количество американских экономистов и аналитиков призывают правительство остановиться, прекратить оказывать помощь финансовым организациям и дать возможность рынку недвижимости опуститься до того уровня, когда он сам стабилизируется. Пойдет ли на это американское правительство?

Текущий экономический кризис продемонстрировал, что современный мир очень чувствителен к изменениям, происходящим в отдельно взятой стране или в регионе. Необдуманная финансовая политика одного государства или заранее спланированная экономическая акция в интересах нескольких финансовых корпораций, может привести к тяжёлым глобальным экономическим последствиям. Главный вывод, который может быть сделан из этой ситуации: необходимо реформирование существующей финансовой системы на основе введения институтов контроля со стороны государств за их деятельностью. Первые шаги в этом направлении в Евросоюзе были предприняты.

### Список литературы

1. *Carlton J.* Food Stamps Surge in West // The Wall Street Journal. 16.03.2011.
2. *Christie L.* Foreclosures off 30% This Year // CNNMoney. 14.04.2011.
3. *Clifford S.* Credit Card Data Tells Mixed Story // The New York Times. 1.03.2011.
4. *Eaglesham J.* U.S. Sets 50 Bank Probes. // The Wall Street Journal. 17.11.2010.
5. *Edmiston K.D., Zalneraitis R.* Rising Foreclosure in the United States: A Perfect Storm // Economic Review. Fourth Quarter 2007. Federal Reserve of Kansas City. P. 115–145.

---

\* В начале апреля 2011 г. стоимость субстандартных облигаций достигла 60 центов на 1 долл., в то время как на нижней точке кризиса в 2009 г. ими торговали по 30 центов на 1 долл. Основными покупателями выступали страховые компании, пенсионные фонды и хедж-фонды. В кризисное время доходность этих облигаций составляла 20%. В настоящее время их доходность составляет 5–7%, что выше 3,5% прибыли государственных облигаций и 4% высококачественных корпоративных облигаций [16].

6. *Kuhlmann A.* Putting the «Own» back in Homeowner // The Wall Street Journal. 11.04.2011.
7. *Leonhardt D.* Boom in Jobs, Not Just Houses, as Real Estate Drives Economy // The New York Times. 9.07.2005.
8. *McLean B., Nocera J.* All Devils Are Here. London: Portfolio/Penguin, 2010. 380 p.
9. NAR Profile of Home Buyers and Sellers, 2009 ([http://www.realtor.org/press\\_room/news\\_releases/2009/11/survey\\_record](http://www.realtor.org/press_room/news_releases/2009/11/survey_record)).
10. *Powell M., Martin A.* Foreclosure Aid Fell Short, and is Fading // The New York Times. 29.03.2011.
11. *Streitfeld D.* Housing Woes Bring a New Cry: Let the Market Fall // The New York Times. 6.09.2010.
12. Surveying the Aftermath of the Storm: Changes in Family Finances from 2007 to 2009 // Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board. Washington, D.C., March 2011.
13. *Timiraos N.* Home Affordability Returns to Pre-bubble Levels. // The Wall Street Journal. 9.02.2011.
14. *Timiraos N.* Home Sales Data Doubted // The Wall Street Journal. 22.02.2011.
15. *Timiraos N.* How Many Borrowers Qualify for New 'Safe' Mortgage Rules? // The Wall Street Journal. 5.04.2011.
16. *Wirz M., Ng S.* Subprime Bonds are Back // The Wall Street Journal. 1.04.2011.