





# Развитие системы финансирования жилья в США:

---

Исторический обзор и уроки для рынков ипотечных  
ссуд стран с экономикой переходного периода

Разработано по заказу  
Министерства жилищного строительства и городского развития США

Разработчик:  
Компания «Интегрэйтед Файнэншл Инжиниринг, Инк.»  
(Integrated Financial Engineering, Inc.)

22 октября 2004 г.  
Новая редакция от 31 марта 2006 г.

**Развитие системы финансирования жилья в США:  
Исторический обзор и уроки для рынков ипотечных ссуд  
стран с экономикой переходного периода**

**Разработано по заказу  
Министерства жилищного строительства и городского развития  
США**

**Разработчик:  
Компания «Интегрэйтед Файнэншл Инжиниринг, Инк.»  
(Integrated Financial Engineering, Inc.)**

**22 октября 2004 г.  
Новая редакция от 31 марта 2006 г.**



## Содержание

Раздел 1. Введение .....	1
Раздел 2. Исторический обзор системы финансирования жилья в США .....	3
Раздел 3. Анализ сформировавшейся в США модели .....	14
Раздел 4. Извлеченные и подлежащие использованию уроки.....	22
Раздел 5. Опыт, приобретенный на рынках ипотечных ссуд стран с экономикой переходного периода .....	27
Раздел 6. Выводы и дальнейшие шаги .....	34
Библиография .....	38
Глоссарий .....	41

## Раздел 1. Введение

За последние 180 лет система финансирования жилья в США (HFS) превратилась из системы неофициальных или местных организаций в одну из наиболее эффективных и обширных систем финансового посредничества в мире. Темпы этого изменения не были постоянны, поскольку политические изменения происходили в ответ на экономические кризисы, и такие новшества как различные разновидности ипотечных ссуд, связанные с ними ценные бумаги, специализированные учреждения и средства снижения риска принимались на вооружение государственной политикой не постоянно, а в определенные моменты времени. В этом исследовании предпринимается попытка проведения критического обзора этого эволюционного процесса с особым упором на эпохальные события, которые со временем сформировали основные функции системы финансирования жилья в США. Одна из целей этого обзора — попытка извлечь из американского опыта уроки, которые могли бы пригодиться при создании рыночных систем предоставления ипотечных ссуд в странах с экономикой переходного периода. Для контраста с системой финансирования жилья в США выбраны четыре конкретные страны (Мексика, Корея, Южная Африка и Польша). Рынки и учреждения, имеющиеся в этих странах, отличаются большим разнообразием.

Общий термин «система финансирования жилья» (HFS) относится к системе предоставления финансовых услуг, при которой различные посредники конкурируют в выполнении трех основных функций: финансировании, продаже и обслуживании. В любой стране эта система сложна в силу своего устройства, поскольку цели государственной политики, например, содействие расширению числа домовладельцев среди определенных групп населения, достигаются при участии частных организаций, целью которых является получение прибыли, а зачастую, и посредством этих организаций. Показатели работы системы финансирования жилья и связанных с нею рынков (в особенности, рынков жилищного строительства, облигаций и производных финансовых инструментов) влияют друг на друга. Поэтому следует отметить, что нынешняя эффективная система финансирования жилья в Соединенных Штатах, предоставляющая займы по доступным ценам, конкурентоспособные ценные бумаги для инвесторов, обеспеченные залогом недвижимости, и надежные методы снижения риска, представляет собой результат долгого процесса эволюции системы сотрудничества между государственными и частными учреждениями. Система финансирования жилья в США, вероятно, будет продолжать изменяться как за счет реагирования государственного сектора на экономические кризисы, так и за счет новшеств, привнесенных с целью достижения преимуществ в конкурентной борьбе теми учреждениями, целью деятельности которых является получение прибыли.

В 90-е годы XX века один из аспектов системы финансирования жилья в США — выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, — вошел в моду во всем мире. С начала 90-х годов XX века ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости (MBS) выпускались в 24 странах на 6 континентах (см. Дайамонд (Diamond), 2000). Несмотря на распространение ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, успех был достигнут только немногими странами (главным образом, в Западной Европе), которые расширяют свои рынки ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости. Рост рынка ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, в США за последние два десятилетия обусловлен, по крайней мере, частично, важнейшими факторами, сложившимися как внутри системы (например, договоренности о разделении риска, страхование депозитов и отвечающие определенным требованиям («обычные») ссуды), так и за ее пределами

(стабильные макроэкономические условия, глубина рынка государственных и корпоративных облигаций, а также надежная банковская система). Эти особенности инфраструктуры отсутствуют во многих других странах. Мы обсудим некоторые важнейшие требования обеспечения эффективности системы финансирования жилья в последующих разделах этой статьи. Одна из рекомендаций для усовершенствования рынков других стран с экономикой переходного периода, основанная на реформировании отдельных элементов системы, включает определение конкретных элементов, нуждающихся в изменениях, и выбор среди возможных подходов такого подхода из числа известных в Соединенных Штатах, который обеспечил бы достижение установленных политических целей в той мере, в которой они достижимы с учетом политических, экономических обстоятельств, сложившихся в каждой конкретной стране, и круга действующих в ней учреждений. Три элемента, обсуждаемые применительно ко всем четырем странам, выбранным для сравнения с системой финансирования жилья в США, это – (1) оптовое финансирование, (2) снижение и распределение риска и (3) виды кредитных услуг по доступным ценам.

## **Раздел 2. Исторический обзор системы финансирования жилья в США**

Исторический обзор, приведенный в этом разделе, основан на нескольких замечательных исследованиях, выполненных в этом направлении, среди которых работы следующих авторов: Хендершотт и Виллани (Hendershott and Villani) (1977), Уайкер (Weicher) (1988), Даймонд и Лиэ (Diamond and Lea) (1993) и Лиэ (Lea) (1996). В нашем анализе предпринята попытка дополнить эти исследования новой информацией по нескольким направлениям. Мы расширили рассматриваемый период, в частности, включив в него 90-е годы XX века, когда ситуация в отрасли ипотечных ссуд в США изменилась за счет появления новых информационных технологий (ИТ) и новых видов финансовых услуг. Для анализа конечных результатов исторического развития системы финансирования жилья (HFS) в США использованы фактические данные. В заключение накопленный в США опыт соотносится с несколькими рынками ипотечных ссуд стран с экономикой переходного периода.

В таблице 1 представлено краткое описание динамики трех элементов, сформировавших систему финансирования жилья в Соединенных Штатах (HFS), — учреждений, видов финансовых услуг и экономических кризисов, в течение следующих периодов:

- Эра открытий (до 30-х годов XX века).
- Эра создания организаций (с 30-х по 60-е годы XX века).
- Эра выпуска ценных бумаг (с 70-х по 80-е годы XX века).
- Эра автоматизации и компьютеризации (с 90-х годов XX века по настоящее время).



**Таблица 1. Развитие Системы финансирования жилья в Соединенных Штатах**

	<i>Учреждения</i>	<i>Виды финансовых услуг</i>	<i>Риски и кризисы</i>
<p><b>«Эра открытий»</b> <i>(до 30-х годов XX века)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>«Временные» общества по строительству домов (с 1775 г.)</li> <li>«Постоянные» общества по строительству домов (50-е гг. XIX века)</li> <li>Ипотечные компании (70-е гг. XIX века)</li> <li>Компании страхования жизни (активны в начале XX века)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Без погашения основной суммы ссуды; плавающая процентная ставка; полугодовые выплаты</li> <li>Срок ссуды от 6 до 11 лет и максимальное значение коэффициента LTV от 50 до 60%</li> <li>Облигации ипотечных компаний, обеспеченные залогом недвижимости (МВВ) (с 70-х по 90-е гг. XIX века)</li> <li>Депозитные или инвестиционные сертификаты (90-е гг. XIX века)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Контроль со стороны членов общества и обеспеченное депозитами финансирование</li> <li>Местное управление риском (например, правило ограничения расстояния 50 миль)</li> <li>Рецессия в 90-е годы XIX века привела к ликвидации ипотечных компаний; представители владельцев неверно группировали активы</li> <li>Значительный рост в 20-е годы XX века и крах биржевого рынка в 1929 г.</li> </ul>
<p><b>Эра создания организаций</b> <i>(с 30-х по 60-е годы XX века)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание HOLC и RFC для ликвидации ссуд, обязательства по которым прекратили выполняться, и неплатежеспособных банков (1933)</li> <li>Создание FHLBanks (1934) и «Фанни Мэй» (1938) для увеличения ликвидности</li> <li>Создание FHA, FDIC, FSLIC и частных компаний по страхованию ипотек (1934) для расширения кредита</li> <li>Приватизация «Фанни Мэй» и создание «Джинни Мэй» (1968)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ссуды с полным погашением основной суммы и одинаковыми ежемесячными выплатами</li> <li>Постоянная процентная ставка и период погашения ссуды продолжительностью свыше 20 лет</li> <li>Максимальное значение коэффициента LTV до 80%</li> <li>«Фанни Мэй» выпустила руководство по выдаче разрешений на предоставление ипотечных ссуд (1954)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Великая депрессия (30-е гг. XX века)</li> <li>Государственный закон о жилье (1934) и Закон о жилье (1949)</li> <li>Правило Q (1966)</li> <li>Рост процентных ставок и инфляция (60-е гг. XX века)</li> </ul>
<p><b>Эра выпуска ценных бумаг</b> <i>(с 70-х по 80-е годы XX века)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание «Фредди Мак» (1970)</li> <li>На рынке появились новые инвесторы: инвестиционные фонды открытого типа, пенсионные фонды, зарубежные инвесторы (80-е гг. XX века)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Введение в обращение ARM (1981)</li> <li>Выпуск в обращение MBS: вначале PC корпорации «Фредди Мак» (1971), затем «двойной план» корпорации «Джинни Мэй» (1974-76); выпуск первой частной бумаги MBS банком «Бэнк оф Америка» (1977)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Первый и второй нефтяные кризисы (70-е гг. XX века)</li> <li>Рост процентных ставок и несоответствие между сроками погашения активов и обязательств ссудно-сберегательных учреждений (80-е гг. XX века); ликвидация ограничений на максимальные размеры процентных ставок (80-е гг. XX века)</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>Крах ссудно-сберегательных учреждений (80-е гг. XX века) и создание RTC (1989)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Первый выпуск СМО (1984) и сильный рост выпуска MBS (1982–86)</li> <li>Рынок свопов процентными ставками (80-е гг. XX века)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Рост отказов от выполнения обязательств в нефтяном секторе (80-е гг. XX века)</li> <li>FIRREA (1989) и Соглашение №1 Базельского комитета банковского контроля (Basle I) (80-е гг. XX века)</li> </ul>
<b>Эра автоматизации и компьютеризации</b> <i>(с 90-х годов XX века по настоящее время)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Создание OFHEO (1992)— правила для минимального капитала и резервов для покрытия потерь, установленные для GSE</li> <li>Целевые показатели наличия жилья по доступным ценам, установленные HUD для GSE (1992)</li> <li>(Продолжающаяся) глобализация рынков MBS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Революция в области информационной технологии — AUS, рейтинг ипотеки, AVM (с середины 90-х годов XX)</li> <li>Бум перефинансирования (с середины 90-х годов XX века до начала 2000-х годов)</li> <li>Кредитная линия HELOC, вторичные ипотеки и прочие финансовые услуги по доступным ценам (с середины 90-х годов XX века до настоящего момента)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Последствия отказа штата Калифорния от выполнения платежных обязательств (с начала до середины 90-х годов XX века)</li> <li>Расширение рынка кредитных производных инструментов (с середины 90-х годов XX века)</li> <li>Рынок хеджирования цен жилья на основе индексирования (изучается в настоящий момент)</li> </ul>

ARM = ипотека с плавающей ставкой; AUS = автоматическая система выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд; AVM = автоматическая система определения стоимости; СМО = долговой инструмент, обеспеченный пакетом ипотек; FDIC = Федеральная корпорация по страхованию депозитов; FHA = Федеральная администрация жилищного строительства; FHLBanks = Федеральные банки по кредитованию жилья; FIRREA = Закон о реформе финансовых учреждений и активизации и выплате их обязательств по взысканию средств; FSLIC = Федеральная корпорация по страхованию ссуд и сбережений; GSE = финансируемое правительством предприятие; HELOC = кредитная линия, обеспеченная собственным капиталом домовладельца; HOLC = Корпорация по займам для домовладельцев; HUD = Министерство жилищного строительства и городского развития США; ИТ = информационная технология; LTV = отношение размера ссуды к стоимости недвижимости; MBB = облигации, обеспеченные залогом недвижимости; MBS = ценная бумага, обеспеченная залогом недвижимости; OFHEO = Бюро федерального надзора за предприятиями жилищного сектора; PC = сертификат участия; RFC = Корпорация по финансированию реконструкции; RTC = Трастовая корпорация для урегулирования; S&L = ссудно-сберегательное учреждение.

### Эра открытий (до 30-х годов XX века)

Первые организации по финансированию жилья в Соединенных Штатах были созданы в виде временных обществ по строительству домов (TBS), появившихся в 1775 г. в Англии и сыгравших главную роль в США в первой половине XIX века. Создание временных обществ по строительству домов может быть названо «общественным подходом» к финансированию жилья. Небольшое количество людей из одного городка собирали вместе свои сбережения и финансировали строительство домов друг для друга. Чаще всего члены общества сами контролировали собственный риск, связанный с кредитованием и финансированием. Временное общество по строительству домов прекращало свое существование после того, как все его члены получали ссуды.<sup>1</sup> В дальнейшем временные общества по строительству домов последовательно преобразовались в более официальные

<sup>1</sup> В действительности, первая ипотечная ссуда, выданная первым строительным обществом «Оксфорд Провидент» (Oxford Provident), завершилась отказом от выполнения обязательств. Члены общества договорились о передаче недвижимости другому члену общества, который, в конце концов, выплатил ссуду (см. Лиэ (Lea), 1994).

кредитные учреждения, «постоянные» общества по строительству домов, строительно-кредитные учреждения и, в конце концов, ссудно-сберегательные учреждения (S&L).

В этот период сроки погашения большинства ссуд составляли от 6 до 10 лет, выплаты были полугодовыми без погашения (или с частичным погашением) основной суммы ссуды, процентная ставка была плавающей, а максимальное отношение размера ссуды к стоимости недвижимости составляло приблизительно 50 процентов. С введением в употребление депозитных сертификатов в 90-е годы XIX века увеличился приток сбережений в кредитные учреждения, что повысило ликвидность системы.

В 70-е годы XIX века были созданы ипотечные банки с целью кредитования в растущих штатах Среднего Запада и Запада. Банки создавались, главным образом, бывшими представителями страховых компаний и других финансовых учреждений Северо-восточного региона. Следуя практике, принятой в то время в Германии и во Франции, эти учреждения продавали и обслуживали ссуды с помощью средств, собранных за счет продажи облигаций, обеспеченных залогом недвижимости (МВВ), и получали компенсацию за счет надбавки к процентной ставке. С помощью облигаций, обеспеченных залогом недвижимости, инвесторы могли диверсифицировать свои активы в масштабах региона или всей страны, что было важным фактором их финансовой устойчивости.

Первоначально рынок облигаций, обеспеченных залогом недвижимости, существенно расширялся. И эмитенты, и покупатели ценных бумаг пользовались экономическими преимуществами, обеспечиваемыми ростом масштабов операций по продаже, обслуживанию и финансированию ссуд. Однако во время экономического спада 90-х годов XIX века произошли массовые отказы от выполнения обязательств по облигациям, обеспеченным залогом недвижимости. Недостаточность проверки, выполнявшейся с целью снижения риска представителями владельцев (ипотечными компаниями) при выдаче разрешения на предоставление ипотечной ссуды (т.е., определение возможности предоставления ссуды и условий ее предоставления), привела во время экономического спада к большому количеству отказов от выполнения платежных обязательств, обернувшихся большими потерями для владельцев (инвесторов). Этот инцидент, демонстрирующий классическую картину конфликта между интересами владельцев и их представителей, привел также к ликвидации ипотечных компаний и безуспешному завершению этого эксперимента по росту ликвидности, проводившегося в XIX веке.

### **Эра создания организаций (с 30-х по 60-е годы XX века)**

Как подразумевается самим названием «Ревущие двадцатые», стремительный рост экономики в 20-е годы XX века обеспечил развитие как рынков торговли недвижимостью, так и рынков потребительского кредита, и в систему финансирования жилья включились новые организации, такие как страховые компании. Однако Великая депрессия, начавшаяся с краха биржевого рынка в 1929 г., вызвала стремительное падение экономической деятельности.<sup>2</sup> Два последствия этого экономического кризиса оказали особенно сильное отрицательное влияние на систему финансирования жилья: (1) рост

---

<sup>2</sup> В Черный вторник, 29 октября 1929, стоимость обычных акций в США упала почти на 13 процентов. Впоследствии промышленный показатель Доу-Джонса продолжал падать, и его минимальное значение в 1932 году было почти на 90 процентов ниже того первоначального уровня, к которому этот показатель вернулся только в 1954.

безработицы, вызвавший трудности с ликвидностью и платежеспособностью у большого количества заемщиков и, в свою очередь, приведший к неуплате ссуд и (2) острая дефляция, приведшая к почти 50-процентному падению цен на дома. Эта дефляция не только привела к тому, что стоимость предоставляемого в залог имущества оказалась недостаточной для получения ссуды в банке, но еще и вызвала массовое паническое изъятие банковских вкладов и неплатежеспособность всей банковской системы.

Столкнувшись с этим риском, масштабы которого охватили всю экономику, федеральное правительство США приняло четыре исправительные меры для оказания поддержки системе финансирования жилья. Во-первых, были созданы Корпорация по займам для домовладельцев (HOLC) и Корпорация по финансированию реконструкции (RFC) с целью ликвидации имеющихся в портфелях банков ссуд, обязательства по которым прекратились выполняться, а также для того, чтобы выручить неплатежеспособные кредитные учреждения. В 30-е годы XX века HOLC и RFC выкупали ссуды на дома, обязательства по которым не были выполнены, а также акции обанкротившихся банков и финансовых учреждений (ссудно-сберегательных банков и сберегательных банков со смешанным капиталом). Эти операции были признаны успешными ответными мерами на риск, масштабы которого охватили всю экономику, хотя вначале встречались проблемы морального характера (когда, по крайней мере, некоторые люди могли улучшить свое материальное положение за счет отказа от выполнения обязательств, даже если у них и не было других причин для такого отказа), поскольку многие заемщики умышленно отказывались от выполнения обязательств по взятым ими ссудам для того, чтобы получить преимущества, обусловленные выкупом ссуд корпорациями HOLC и RFC.

Во-вторых, администрация Гувера (с 1929 г. по 1933 г.) избрала основной мерой для укрепления кредитных учреждений (ссудно-сберегательных банков) создание специального учреждения по обеспечению их ликвидности, Федеральных банков по кредитованию жилья (FHLBanks). Федеральные банки по кредитованию жилья были наделены специальными полномочиями по созданию федеральных ссудно-сберегательных банков и осуществлению государственного надзора за ними, а также по ограничению их активов и обязательств. Тем самым операции ссудно-сберегательных банков были весьма ограничены и сведены к предоставлению ипотечных ссуд сроком на 10 – 12 лет, привлечению “мелких вкладчиков” (семей рабочих и представителей среднего класса) и кредитованию только на своих местных рынках (в радиусе до 50 миль от мест их расположения).

В третьих, стратегия администрации Рузвельта (с 1933 г. по 1945 г.) заметно отличалась от стратегии администрации Гувера, поскольку новая администрация делала больший упор не на местные, а на общегосударственные программы. В частности, были проведены три основные политические инициативы: (1) для предоставления кредитным учреждениям страховки от отказа от обязательств по ипотечным ссудам была создана Федеральная администрация жилищного строительства (ФНА), (2) был введен в обращение новый тип ссуды – ипотечная ссуда с фиксированной процентной ставкой, полным погашением основной суммы ссуды, малой начальной выплатой (всего 20 процентов стоимости дома) и более длительным сроком погашения (20 или более лет) и (3) Государственным законом о жилье 1932 года было предусмотрено создание частных ипотечных ассоциаций, и им были предоставлены полномочия по выпуску облигаций и покупке ипотечных ссуд у заемщиков, действующих на первичном рынке предоставления ссуд.

Цель всех этих мер заключалась в расширении круга учреждений, служащих базой ипотечного финансирования, путем поощрения привлечения в систему финансирования

жилья таких новых участников как коммерческие банки. Ни одна частная ипотечная ассоциация не была создана до конца 30-х годов XX века, когда появилась ассоциация «Фанни Мэй» (Федеральная национальная ассоциация ипотечных ссуд), государственное учреждение для предоставления вторичного рынка ипотечных ссуд, застрахованного Федеральной администрацией жилищного строительства (ФНА). Предполагалось, что эти новые учреждения будут занимать средства там, где имеется более широкое предложение кредита (у сберегательных банков открытого типа в Северо-западном регионе) и кредитовать их там, где имеется нехватка капитала (на Среднем Западе и Западе).

В-четвертых, были созданы две компании по страхованию депозитов — Федеральная корпорация по страхованию депозитов (FDIC) для коммерческих банков и Федеральная корпорация по страхованию ссуд и сбережений (FSLIC) для ссудно-сберегательных учреждений. Их создание было в значительной мере обусловлено необходимостью заключить политическую сделку для получения у ссудно-сберегательных учреждений поддержки создания Федеральной администрации жилищного строительства. Ссудно-сберегательные учреждения, считавшие Федеральную администрацию жилищного строительства своим конкурентом, возражали против ее создания. Создание системы федерального страхования депозитов предоставило ссудно-сберегательным учреждениям возможность на равных основаниях конкурировать с банками за предоставление фондов. Федеральная корпорация по страхованию ссуд и сбережений была создана в 1934 г. и подчинена Совету Федеральных банков по кредитованию жилья, который также проводил государственный надзор за деятельностью федеральных ссудно-сберегательных учреждений.

Успешная деятельность Федеральной администрации жилищного строительства в 40-е и 50-е годы XX века привела к двум заметным изменениям в отрасли. Во-первых, ссудно-сберегательные учреждения убедились в выгоде предоставления долгосрочных ссуд с полным погашением начальной суммы ссуды без государственного страхования, что привело к расширению рынка для «обычной» формы ипотечной ссуды. Во-вторых, частные фирмы обнаружили, что страхование ипотечных ссуд приносит им выгоду. В промежутке с 1957 по 1973 гг. все штаты приняли положения, разрешающие частное страхование ипотечных ссуд, что прекратило монополию Федеральной администрации жилищного строительства в этом виде услуг, предоставляемом системой финансирования жилья, и привело в 60-е и 70-е годы XX века к снижению доли рынка, принадлежащей Федеральной администрации жилищного строительства.

### **Эра выпуска ценных бумаг (с 70-х по 80-е годы XX века)**

К середине 60-х годов XX века система финансирования жилья столкнулась с новыми трудностями: ростом инфляции и процентных ставок. Как показано на рисунке 1, цикл инфляции прошел в период с середины 60-х до начала 80-х годов XX века три пика, последний из которых был наиболее тяжелым и характеризовался почти 15-процентным годовым ростом индекса потребительских цен. Наблюдатели, следившие за рынком, утверждали, что рост уровня цен и процентных ставок был обусловлен большим дефицитом государственного бюджета в 60-е годы XX века, вызванным борьбой федерального правительства с бедностью и войной во Вьетнаме, первым и вторым нефтяными кризисами в 70-е годы XX века, которые привели к последующему росту цен на энергоносители, а также изменениями в денежной политике в конце и середине 70-х годов XX века, целями которой стал контроль за находящейся в обращении денежной массой, а не за процентными ставками.

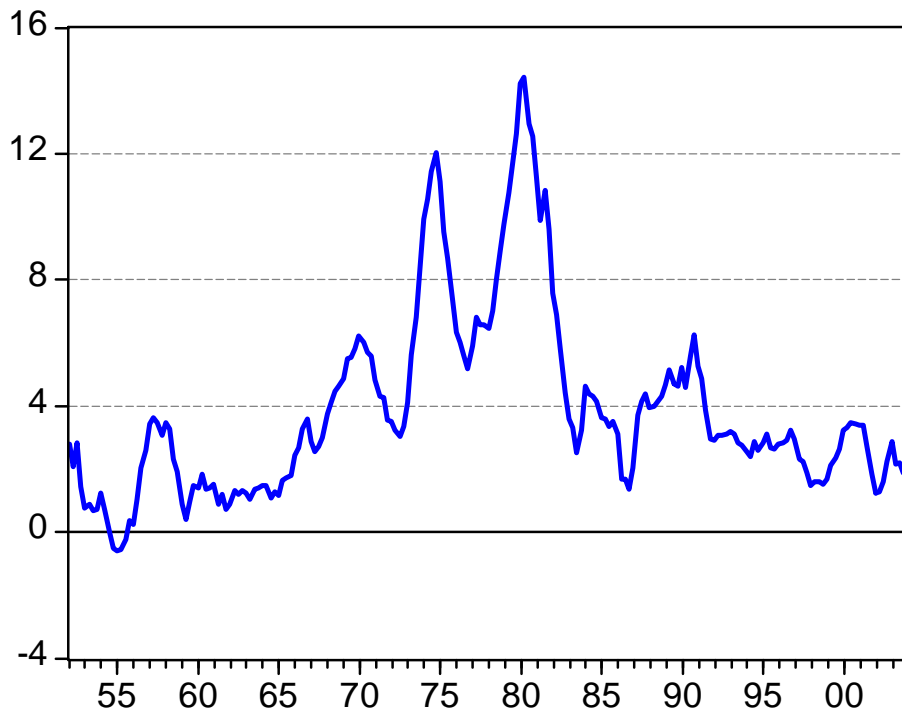


Рисунок 1. Процент изменений индекса потребительских цен (ИПЦ)

Неожиданный рост инфляции создал несколько трудностей для ссудно-сберегательных учреждений. Во-первых, они использовали краткосрочные депозиты для финансирования долгосрочных ипотек с фиксированной ставкой. Из-за роста процента ставок этот подход, основанный на принципе «бери в долг ненадолго, давай в долг надолго», привел к сильному снижению их чистой прибыли. Быстро растущие процентные ставки вызвали рост ставок, выплачиваемых по их депозитам, но они не могли увеличить свой доход от всех ипотечных ссуд, за исключением предоставляемых вновь. Во-вторых, спрос на дома упал из-за высоких процентных ставок, отрицательно повлиявших на объем ипотек, вновь предоставляемых ссудно-сберегательными учреждениями. В-третьих, ссудно-сберегательные учреждения испытывали трудности как инвесторы из-за изменения разницы между периодами погашения, действовавшего не в их пользу и обусловленного ростом процентных ставок: эффективный срок погашения существующих ссуд удлинился, поскольку поступление досрочных выплат замедлилось в обстановке роста процентных ставок. В-четвертых, в начале 70-х годов XX века появились инвестиционные фонды открытого типа, вкладывающие средства в краткосрочные обязательства (МММФ), что создало новый механизм для инвестиций мелких вкладчиков. Ставки, выплачиваемые инвестиционными фондами открытого типа, вкладывающими средства в краткосрочные обязательства, не подлежали государственному регулированию, в то время как ставки, которые банки или финансовые учреждения могли выплачивать по срочным депозитам (служившим им основным источником фондов), ограничивались федеральными правилами, известными под названием «Правило “Q”» (Regulation Q). Хотя использование этих новых механизмов привело к существенному снижению размера притока депозитов в финансовые учреждения — этот процесс получил название «оттока средств из финансовых учреждений», — активы инвестиционных фондов открытого типа, вкладывающих средства

в краткосрочные обязательства, возросли более чем в 50 раз за 4 года, с 3,5 миллиарда долларов США в 1977 г. до 180 миллиардов долларов США в 1981 г.

Принадлежащая ссудно-сберегательным учреждениям доля всего рынка ипотечных ссуд на жилье за вычетом ссуд, выданных фермам, упала с 43 процентов в 1979 году до 30 процентов в 1986 году, и эти отрицательные условия, сложившиеся на рынке в начале и середине 80-х годов XX века, в конце концов, привели в конце 80-х годов XX века к массовым банкротствам финансовых учреждений. Это явление получило название «крах ссудно-сберегательных учреждений». Для ликвидации активов ссудных учреждений, попавших в тяжелое положение, федеральное правительство создало в 1989 г. Трастовую корпорацию для урегулирования (RTC).

Федеральное правительство приняло три вида исправительных мер по укреплению системы финансирования жилья в ситуации макроэкономических кризисов, подобных тем, что происходили в этот период. Во-первых, «Правило Q» (упоминавшееся выше) было постепенно аннулировано с 1981 and 1986. Эти правила были распространены на ссудно-сберегательные учреждения в 1966 г., устанавливая для них верхний предел ставки срочных депозитов. Вопреки первоначальной цели этой политики (которая заключалась в предоставлении ссудно-сберегательным учреждениям контроля над себестоимостью средств) эти ограничения еще более ускорили отток депозитов.

Во-вторых, для того чтобы повысить конкурентоспособность ссудно-сберегательных учреждений относительно инвестиционных фондов открытого типа, вкладывающих средства в краткосрочные обязательства, первым было разрешено выпускать новые виды финансовых инструментов, как в форме активов (ипотеки с плавающей ставкой (ARM)), так и в форме обязательств (депозитные счета с краткосрочными обязательствами). Эти разрешения запоздали, поскольку доля ипотек с плавающей ставкой (которые могли бы облегчить трудности, испытываемые ссудно-сберегательными учреждениями в связи с падением их чистой прибыли) в портфеле ссудно-сберегательных учреждений была незначительна во времена быстрого роста процентных ставок.

В-третьих, правительство перестроило и укрепило учреждения, занимающиеся повышением ликвидности, приватизировав «Фанни Мэй» в 1968 году и разрешив покупать обычные (т.е. не имеющие государственного страхования) ипотеки. Для обеспечения выпуска ценных бумаг, обеспеченных ссудами, имеющими государственное страхование (выдаваемыми Федеральной администрацией жилищного строительства (ФНА) и Министерством по делам ветеранов США), вместо «Фанни Мэй» была создана «Джинни Мэй». Для повышения ликвидности ссудно-сберегательных учреждений в 1970 году в составе Федеральных банков по кредитованию жилья была создана корпорация «Фредди Мак».

Рынок ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости (MBS), был сформирован в начале 70-х годов XX века и вырос в 80-е годы XX века. И «Джинни Мэй», и «Фредди Мак» провели в начале 70-х годов XX века реформы своих программ ценных бумаг, служащих для передачи средств от должников инвесторам: сертификаты участия во «Фредди Мак» и «двойной план» в «Джинни Мэй». В то же время, в 70-е годы XX века «Фанни Мэй» действовала исключительно как учреждение, предоставлявшее портфель кредитов, и впервые выпустила ценную бумагу, обеспеченную залогом недвижимости, в

1981 г.<sup>3</sup> Объем выпуска крупными коммерческими банками (например, банком «Бэнк оф Америка» (Bank of America)) частных ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, также вырос до существенных размеров в середине 1980-х годов.

Расширение выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, стимулировало интеграцию рынка ипотек с рынками капитала и расширило круг организаций, занимающихся финансированием ипотек. Например, в 1971 г. две трети ценных бумаг «Джинни Мэй», служащих для передачи средств от должников инвесторам, были проданы ссудно-сберегательным учреждениям. В 1979 г. приблизительно половина этих бумаг была продана пенсионным и трастовым фондам. Введение в действие подразделяемых на различные классы и обеспеченных залогом недвижимости ценных бумаг, называемых долговыми инструментами, обеспеченными пакетом ипотек (СМО), и средствами вложение капитала в недвижимость за счет использования изолированных ценных бумаг, подразделяемых на различные классы и обеспеченных ипотечной ссудой (REMIC), еще более ускорило этот процесс интеграции. Эти ценные бумаги создали доли («транши»), характеризующиеся различными уровнями риска досрочного погашения кредита, что обеспечило им лучшее соответствие потребностям различных инвесторов, предпочитающих различные формы управления активами и обязательствами. Введение в действие ценных бумаг СМО и REMIC обеспечило приток новых инвесторов в систему финансирования жилья, в том числе, открытых инвестиционных фондов, пенсионных фондов, компаний по страхованию жизни и зарубежных инвесторов. Регулирование капитала на основе учета риска, принятое в 1989 г. (соглашением Basle I), также увеличило спрос на ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости, поскольку они предоставляли банкам важнейший стимул для инвестиций. Поскольку доля залога с низким уровнем риска составляла 20 процентов для ценных бумаг «Фанни Мэй» и «Фредди Мак», обеспеченных залогом недвижимости, и 50 процентов для ссуд в отдельные конкретные ипотечные на жилье, инвесторам было разрешено в 2 – 5 раз увеличить свою прибыль, что привело к превращению ипотек в более доходный вид активов.

Эти десятилетия сильных колебаний процентной ставки и высокого уровня инфляции также привели к введению в действие ряда хеджирующих инструментов (опционов, фьючерсов и т.д.) и созданию соответствующих учреждений (бирж и торговых палат фьючерсов и опционов), что позволило участникам рынка улучшить управление риском, связанным с притоком денежных средств. Были также введены в действие новые виды ипотечных услуг, такие как ипотеки со ставкой, привязанной к уровню цен, ипотеки, по условиям которой заемщик должен поделиться прибылью с кредитным учреждением, и ипотеки с возрастающей суммой выплат в счет погашения, цель которых заключалась в улучшении контроля риска инфляции или обеспечении более доступного кредита. Эти виды ипотек не получили широкого распространения в системе финансирования жилья в США, но их предоставление может снова возобновиться в условиях высокой инфляции и высокой процентной ставки.

---

<sup>3</sup> Со времени приватизации ассоциации «Фанни Мэй» в 1968 г. ее портфель возрос с 15 миллиардов долларов США в 1970 г. до 25 миллиардов долларов США в 1975 г., 50 миллиардов долларов США в 1979 г. и 78 миллиардов долларов США в 1983 г. Чистая рыночная стоимость «Фанни Мэй», которая к 1981 г. была отрицательной и составляла минус 11 миллиардов долларов США, стала положительной к 1986 г. и составила приблизительно 1 миллиард долларов США.



## **Эра автоматизации и компьютеризации (с 90-х годов XX века по настоящее время)**

В 90-е годы XX века были достигнуты выдающиеся достижения в области ИТ, такие как создание Интернета и необыкновенный рост пропускной способности каналов передачи информации. Наиболее значительным событием в системе финансирования жилья в США стало создание автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд (AUS). «Фанни Мэй» и «Фредди Мак» ввели в действие собственные автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд, называемые, соответственно, «Десктоп Андеррайтер» (Desktop Underwriter) и «ЛоэнПроспектор» (LoanProspector), и крупные кредитные учреждения последовали этому примеру, разработав собственные фирменные системы (например, система CAPES корпорации «Кантриуайд» (Countrywide)). С тех пор стремительно расширилось использование автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд при оформлении ипотек и выдаче разрешений на месте их продажи. Например, доля покупок ассоциации «Фанни Мэй», оформленных с помощью автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд, возросла с 10 процентов в 1997 г. до почти 60 процентов в 2002 г. (см. Пэфенберг (Pafenberg), 2004).

Автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд (AUS) — это автоматизированные средства для вынесения решений о предоставлении ипотечных ссуд или отнесении их к той или иной категории на основе конкретных показателей риска, которыми характеризуются данная ссуда или данный заемщик. Эти средства обеспечивают автоматическую связь между организациями, финансирующими, продающими и обслуживающими ссуды. Ядро этой системы составляет модель определения рейтинга ипотеки — статистическая методика, впервые использованная на рынках кредитных карточек и ссуд на покупку автомобилей. Эта модель позволяет дать количественную оценку кредитоспособности заемщиков в соответствии с требованиями данной ссуды на основе информации о предыдущих отказах от выполнения платежных обязательств или нарушений этих обязательств. Кроме того, в большинстве систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд используются автоматические модели определения стоимости недвижимости, позволяющие сократить или обойти требования к выдаче разрешений на предоставление ипотечных ссуд и, тем самым, снизить стоимость сделки как для заемщиков, так и для кредитных учреждений.

Автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд оказывают все более серьезное воздействие на ипотечную отрасль. Наиболее очевидный результат заключается в резком снижении стоимости оформления сделок и посредничества при продаже ипотечных ссуд, что, в свою очередь, облегчает выход новых участников на рынок продажи ипотечных ссуд. Намного снизилась стоимость информации о показателях риска, связанного с данным конкретным заемщиком, ссудой или залогом. Решения о выдаче разрешений на предоставление ипотечных ссуд или их отнесении к той или иной категории на основе требований для оформления документации или назначенной процентной ставки стали приниматься намного быстрее (срок принятия таких решений снизился от нескольких недель до нескольких минут). Требуемый объем подготовки персонала кредитующих и обслуживающих ипотеки учреждений, занятого в выдаче разрешений на предоставление ипотечных ссуд и вторичном маркетинге, заметно снизился, поскольку автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд заменили руководства по продаже и обслуживанию ипотек, опубликованные ассоциацией «Фанни Мэй» и корпорацией «Фредди Мак», каждое из которых содержало свыше тысячи страниц развернутых инструкций по признанию того или иного заемщика имеющим право на получение ссуды нового или ранее известного

типа, а также инструкций о проведении соответствующих деловых операций. При наличии автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд выполнение этих развернутых требований стало автоматически проверяться компьютерной системой.

Во-вторых, автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд ставят оценку связанного с кредитованием риска на более научную основу, главным образом, благодаря описанной выше методике определения рейтинга. Применение моделей позволяет упростить и уточнить оценку и использование «факторов компенсации риска» при выдаче разрешений на предоставление ипотечных ссуд и разработке новых типов ипотечных услуг. Некоторые определяющие риск факторы (например, досье заемщика, размер начальной выплаты, отношение размеров выплаты и дохода заемщика) могут быть рассмотрены совместно на основе весовых показателей риска, измеряющих вклад каждого фактора в риск отказа от выполнения обязательств или нарушения их выполнения. Поэтому общий риск для конкретной ссуды может быть рассмотрен более тщательно на этапах выдачи разрешения на предоставление ипотеки или назначения ее цены. Поскольку автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд, как правило, используются для выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд наиболее кредитоспособным заемщикам, а менее бесспорные случаи передаются на рассмотрение специалистам по выдаче разрешений на предоставление ипотечных ссуд, средние показатели выполнения обязательств по ссудам, разрешение на предоставление которых выдается автоматическими системами, обычно выше, чем у ссуд, разрешение на предоставление которых выдается специалистами, работающими вручную (т.е., на основе субъективного суждения).

В-третьих, автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд внесли вклад в дальнейшую специализацию различных учреждений в продаже и обслуживании ипотек, по мере того как основные участники рынка обеспечили себе экономию на различных промежуточных этапах за счет увеличения объема сделок. Например, объем ипотечных ссуд, предоставленных посредниками, вырос со времени введения в действие автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд, поскольку расходы на обеспечение взаимодействия с заемщиком и принятие решения о предоставлении ссуды, понесенные крупными и мелкими кредитными организациями, стали одинаковы с использованием автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд. Многие крупные кредитные организации теперь сосредотачиваются на использовании специализированных автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд и систем ИТ как для сокращения объема административных работ (например, выплаты страховых и налоговых платежей, представления отчетов инвесторам и заемщикам и т.д.), так и для работы с ссудами, находящимися под угрозой срыва выполнения платежных обязательств (принятие решения о том, какие из ссуд находятся под наибольшей угрозой риска отказа от выполнения обязательств, и последующее оказание этим ссудам первоочередного внимания).

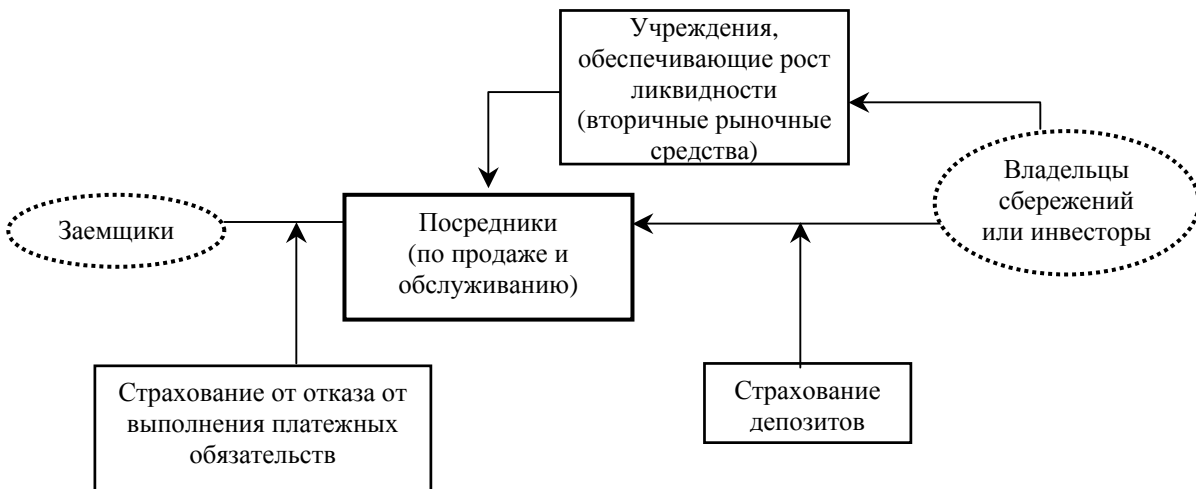
Трудности этой автоматизации заключаются в возможном росте мошеннических заявок на ссуды за счет хищения персональных данных либо представления неправильных или недействительных документов о трудоустройстве, имуществе, доходе или залоге. Этот вопрос привлекает к себе более пристальное внимание учреждений отрасли, и в настоящее время средства идентификации и подтверждения подлинности в режиме реального времени разрабатываются и постепенно внедряются в системы.

## Раздел 3. Оценка сформировавшейся в США модели

### Обзор новых моделей посредничества

Цель посредничества при оформлении ипотек, как и любого финансового посредничества, заключается в обеспечении эффективной связи между большими количествами заемщиков и инвесторов или владельцев сбережений. Из исторического обзора, приведенного в разделе 2, следует простое схематическое представление процесса посредничества при оформлении ипотек, приведенное на рисунке 2.

**Рисунок 2. Схематическое представление процесса посредничества при оформлении ипотек**



Исходя из этой схемы, можно утверждать, что на основании накопленного в США опыта возникли, как минимум, пять организационных конфигураций (моделей):

1. Неофициальный или расположенный по соседству посредник (например, временное общество по строительству жилья).
2. Местный посредник без специального финансирования (ссудно-сберегательные учреждения [S&L] до 30-х годов XX века).
3. Местный посредник со специальным финансированием или страховкой (ссудно-сберегательное учреждение, Федеральные банки по кредитованию жилья [FHLBank], Федеральная корпорация по страхованию ссуд и сбережений [FSLIC], частная организация по страхованию ипотек [PMI]).
4. Посредник регионального или общегосударственного масштаба со специальным финансированием или страховкой (коммерческие или ипотечные банки, Федеральная администрация жилищного строительства [FHA], «Фанни Мэй» или «Фредди Мак», «Джинни Мэй», Федеральная корпорация по страхованию депозитов [FDIC]).
5. Сегодняшняя система финансирования жилья (HFS) в США (единая модель).

Сегодня в Соединенных Штатах преобладает объединенная модель, поскольку большинство организаций и видов услуг, созданных или введенных в употребление в 30-е годы XX века, по-прежнему существует. Эти организации имеют различные формы и

используют свое влияние для достижения определенных изменений обстановки на рынке. На рисунке 2 также показано, что многие участники, действующие в одной и той же области, конкурируют друг с другом (за исключением страхования депозитов, поскольку в этой области произошло слияние Федеральной корпорации по страхованию ссуд и сбережений с Федеральной корпорацией по страхованию депозитов). Финансируемые правительством предприятия (GSE), включая «Фанни Мэй», «Фредди Мак» и Федеральные банки по кредитованию жилья, и частные организации, выпускающие ценные бумаги, обеспеченная залогом недвижимости (MBS), конкурируют между собой в обеспечении роста ликвидности. Федеральная администрация жилищного строительства, частное страхование ипотечных ссуд и прочие вторичные рыночные средства конкурируют между собой в предоставлении страхования от отказа выполнения платежных обязательств. Многие организации конкурируют за депозиты, а также продажу и обслуживание ипотечных ссуд. Применение данной объединенной модели обеспечивает множество обсуждавшихся выше преимуществ.

### **Результаты применения объединенной модели**

Размер ликвидности, внесенной в систему финансирования жилья за последние два десятилетия, представляет важный результат действия объединенной модели. На рисунке 3 показано, что размер ипотечной задолженности (MDO) в Соединенных Штатах вырос с 1,5 миллиарда долларов США в 1980 г. до более чем 7 миллиардов долларов США в 2001 г. Согласно этим цифрам рост ипотечной задолженности составил 480 процентов за весь этот период или почти 20 процентов ежегодно. Объем ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, также резко вырос: в 1980 объем ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, составил 10 процентов суммарной ипотечной задолженности, а к 1981 году эта цифра достигла 45 процентов.

Для обсуждения последствий этого резкого роста ликвидности Чо (см. Cho (2002)) предложил следующую модель для анализа разницы между процентными ставками ипотек и кредитования, не связанного с каким-либо риском:

$$(1) \text{ Разница Ставок} = \text{Предполагаемая Инфляция} + \text{Плата за Риск} (cf, d, l) + \text{Стоимость Посредничества}$$

где:

**Разница Ставок** представляет собой текущую разницу между процентной ставкой какой-либо (типичной) ипотеки и процентной ставкой кредитования, не связанного с каким-либо риском (или доходом по государственным облигациям с аналогичным периодом погашения);

**Предполагаемая Инфляция** является численным показателем риска девальвации валюты за период погашения ссуды в той стране, где была выдана эта ссуда;

**Плата за Риск** — это сбор за компенсацию трех типов риска — риска, связанного с рынком ( $f$ ), т.е. риск роста и падения процентной ставки, невыполнением кредитных обязательств ( $d$ ) и ликвидностью ( $l$ );

**Стоимость Посредничества** выражает средние эксплуатационные расходы на продажу, обслуживание и финансирование ипотек.

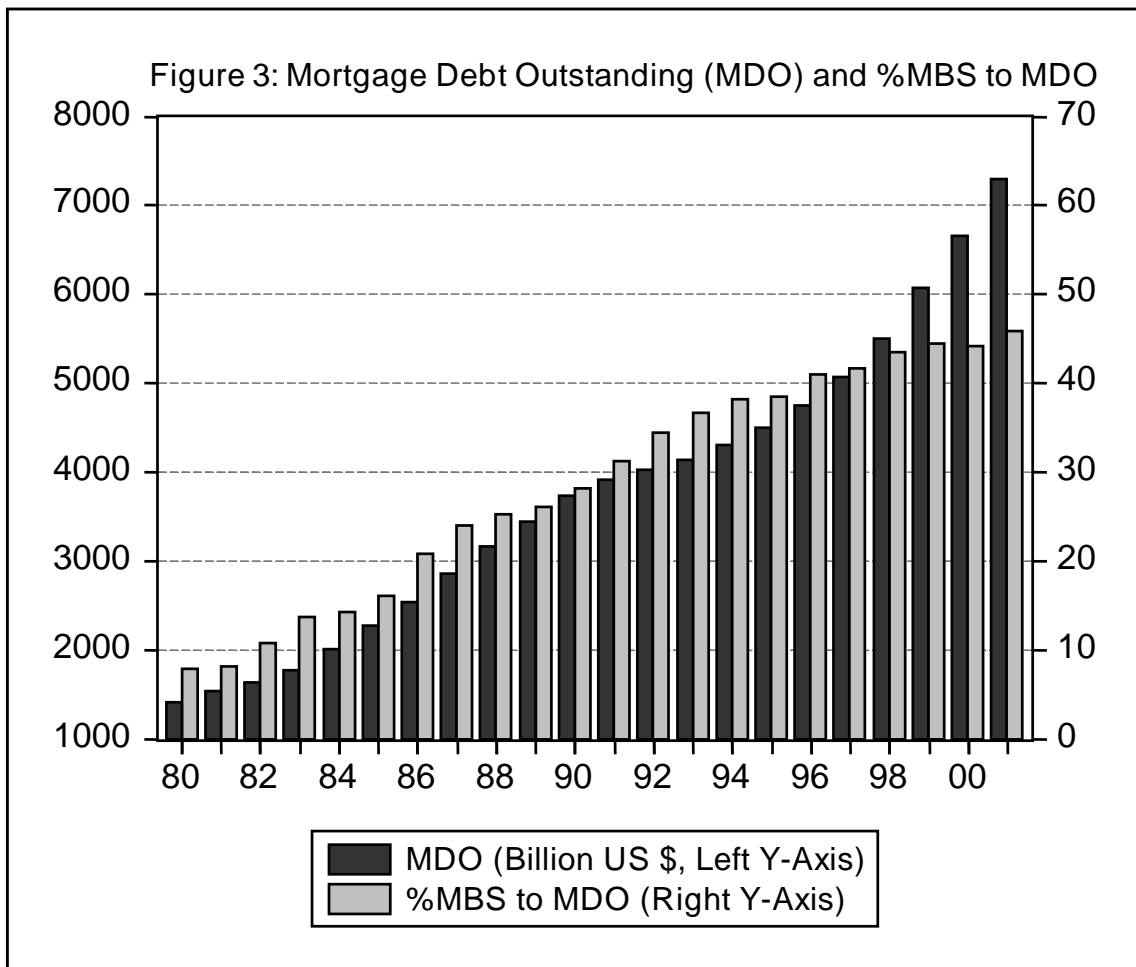


Рисунок 3. Ипотечная задолженность (MDO) и процентное отношение объема ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, к суммарной ипотечной задолженности

- — ипотечная задолженность в млрд. долларов США, см. левую ось Y
- — процентное отношение объема ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, к суммарной ипотечной задолженности, см. правую ось Y

На рисунке 4 показана зависимость разницы процентной ставки ипотек и процентной ставки корпоративных облигаций от времени. Эта разница является показателем эффективности системы финансирования жилья, поскольку она показывает относительную стоимость ипотек для инвесторов по сравнению с корпоративными облигациями.<sup>4</sup>

До 60-х годов XX века колебания разницы между процентными ставками были незначительны. Потрясения, произошедшие в начале 80-х годов XX века, привели к

<sup>4</sup> На графике объединены три группы данных: (1) ежегодные данные о разнице между процентной ставкой ипотек в Нью-Йорке и доходом по долгосрочным корпоративным облигациям за 1895 – 1952 гг. (см. Греблер и др. (Grebler et al. 1956)), (2) ежемесячные данные о разнице между средней по стране эффективной процентной ставкой ипотек и доходом по облигациям класса AA, выпущенных предприятиями по оказанию коммунальных услуг с 1955 по 1971 гг. (см. Хендерслотт и Виллэни (Hendershott and Villani) 1977), и (3) ежемесячные данные о разнице между постоянной процентной ставкой ипотек с 30-летним сроком погашения и доходом по корпоративным облигациям класса AAA за 1971 – 2004 гг.

небывалым всплескам разницы между процентными ставками, но, за исключением этих всплесков, разница между процентными ставками стала меньше. Это свидетельствует о том, что действие некоторых неотъемлемых факторов, обусловивших преимущества кредитования ипотек, ослабли. Первым фактором, внесшим вклад в это изменение, стало уменьшение надбавки к ставке кредитования ипотек за риск, связанный с ликвидностью.<sup>5</sup> Ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости, и долговые обязательства, выпущенные ассоциацией «Фанни Мэй» и корпорацией «Фредди Мак», являются предметом торговли на рынках ценных бумаг с фиксированным доходом во всем мире в качестве наиболее ликвидных ценных бумаг. Эта ситуация сильно отличается от ситуации 70-х годов XX века, когда «Джинни Мэй» должна была переплачивать, в качестве компенсации за риск, связанный с ликвидностью, по своей программе «двойных» ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости (Tandem MBS), около 60 сотых процента по сравнению с казначейскими векселями (см. Блэк, Гарбэйд и Силбер (Black, Garbade, and Silber, 1981).

Вторым фактором, обусловившим снижение разницы процентных ставок в 90-е годы XX века, стала возросшая эффективность посредничества в предоставлении ипотечных ссуд. Этому росту эффективности способствовала специализация (т.е., формирование компаний, специализирующихся в финансировании, продаже и обслуживании ипотек), а также технологии автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд (AUS), введенные в действие, начиная с середины 90-х годов XX века. Как показано на рис. 5, средний размер сборов и надбавок, взимаемых в Соединенных Штатах при продаже ипотек с постоянной процентной ставкой и сроком погашения 30 лет, понизился от более чем 2 процентов размера ссуды в начале 90-х годов XX века до примерно 1,3 процента в начале 2000-х годов.

---

<sup>5</sup> Связанный с ликвидностью риск отражает предполагаемый риск реализуемости активов какого-либо учреждения и/или какой-либо ценной бумаги. Если ценная бумага носит однородный характер, торговля ею ведется часто и выпущенный в обращение объем значителен (например, Государственный долг США и краткосрочные ценные бумаги «Фанни Мэй» с наивысшим рейтингом), то связанный с ликвидностью риск практически отсутствует. В противном случае организации, выпускающие ценные бумаги, могут понести большие расходы при продаже ценных бумаг или продажа может произойти с большой задержкой, особенно если данная ценная бумага недавно выпущена на рынок.

Figure 4: Spread between Real Estate Lending and Corporate Bond

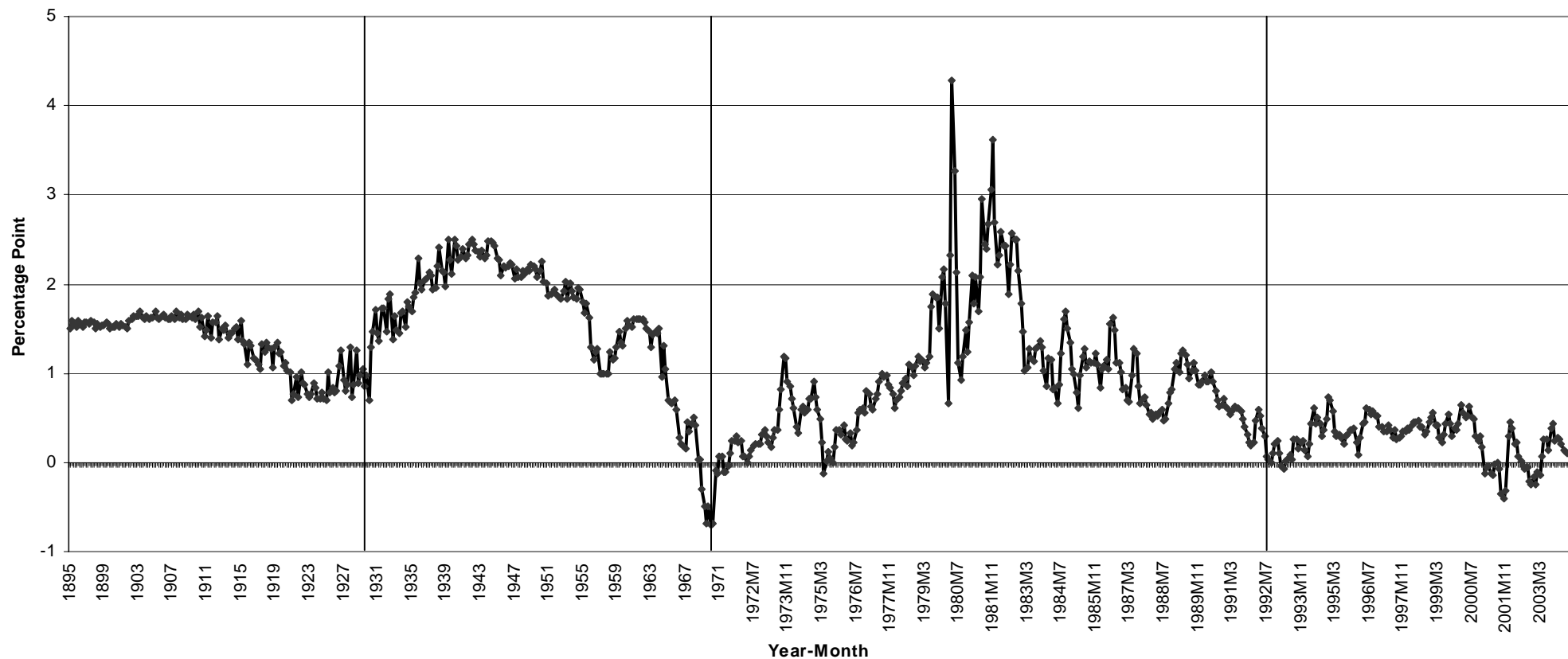


Рисунок 4. Разница между процентными ставками кредитования недвижимости и корпоративных облигаций

Ось X: год и месяц, ось Y: значение в процентах

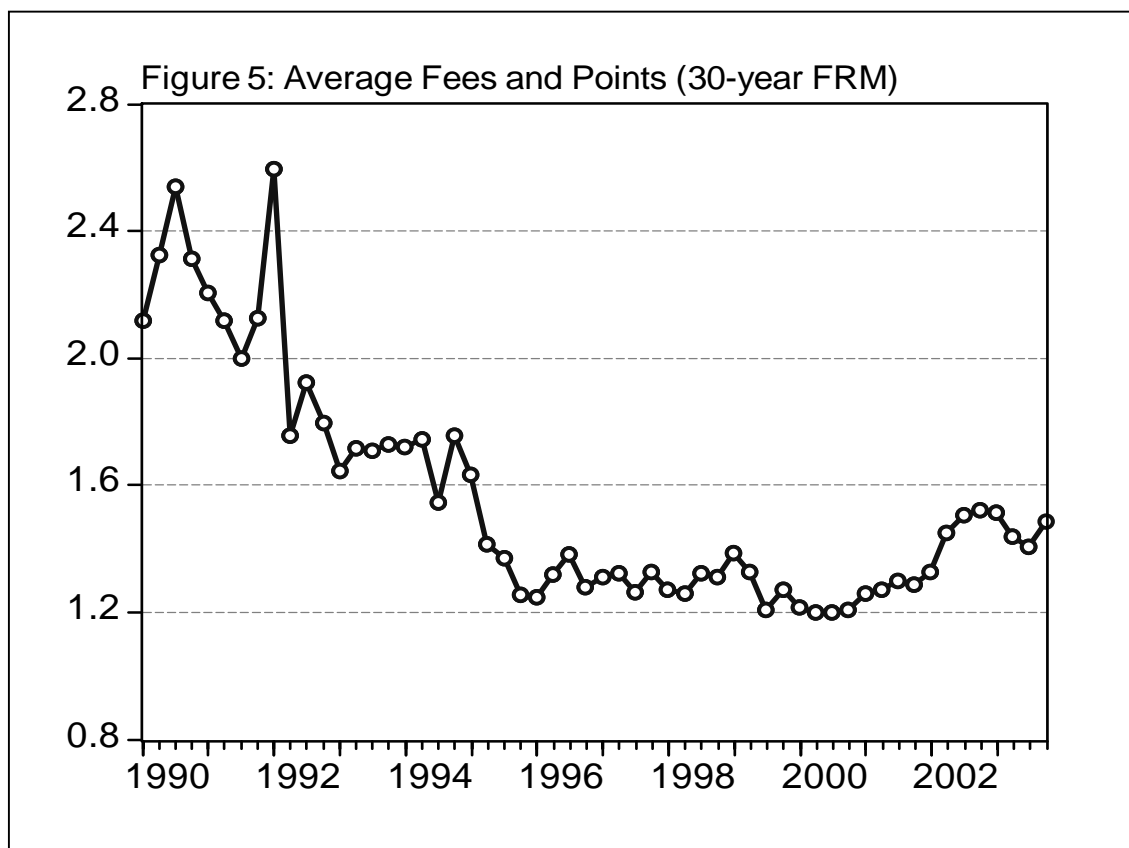


Рисунок 5. Средний размер сборов и надбавок  
(для ипотек с постоянной процентной ставкой и сроком погашения 30 лет)

В 90-е годы XX века оставшая часть представленной на рис. 4 разницы между процентными ставками ипотечных ссуд и корпоративного долга обычно отражала надбавку за риск досрочного погашения (риск, связанный с понижением процентной ставки или риск повторной инвестиции), возникающий только в связи с ипотеками и ипотечными ценными бумагами и отсутствующий для корпоративных облигаций.<sup>6</sup> Как предполагалось, в самые последние годы рост разницы процентных ставок примерно совпадал с бумагами рефинансирования ипотек (в 1993, 1999 и вновь в 2003 годах). С другой стороны, падения разницы процентных ставок до 90-х годов XX века отражали дополнительную стоимость по сравнению с менее ликвидными методами финансирования и менее эффективный процесс посредничества.

Другие преимущества, предоставляемые объединенной моделью, также существенны. Во-первых, начиная с начала 80-х годов XX века, цикл рынка ипотек стала менее зависеть от цикла инфляции. Как показано на рисунке 6, два цикла рынка ипотек в 70-е годы XX века (показанные в виде годовых изменений ипотечной задолженности) следовали за циклами инфляции (определяемыми индексом потребительских цен [ИПЦ]) с задержкой приблизительно на 1 год. В последние годы после введения в действие выпуска ценных

<sup>6</sup> Падение рыночной процентной ставки до уровня, который оказывается ниже выплачиваемой заемщиком процентной ставки ипотеки, дает заемщику стимул к погашению имеющейся ссуды и получению новой по более низким рыночным процентным ставкам. Эта ситуация представляет риск для инвесторов, поскольку они должны повторно инвестировать средства, полученные от выплаты основной суммы погашенной ссуды по более низким процентным ставкам.



бумаг и других новшеств, корреляция между колебаниями ипотечной задолженности и индекса потребительских цен практически отсутствует.

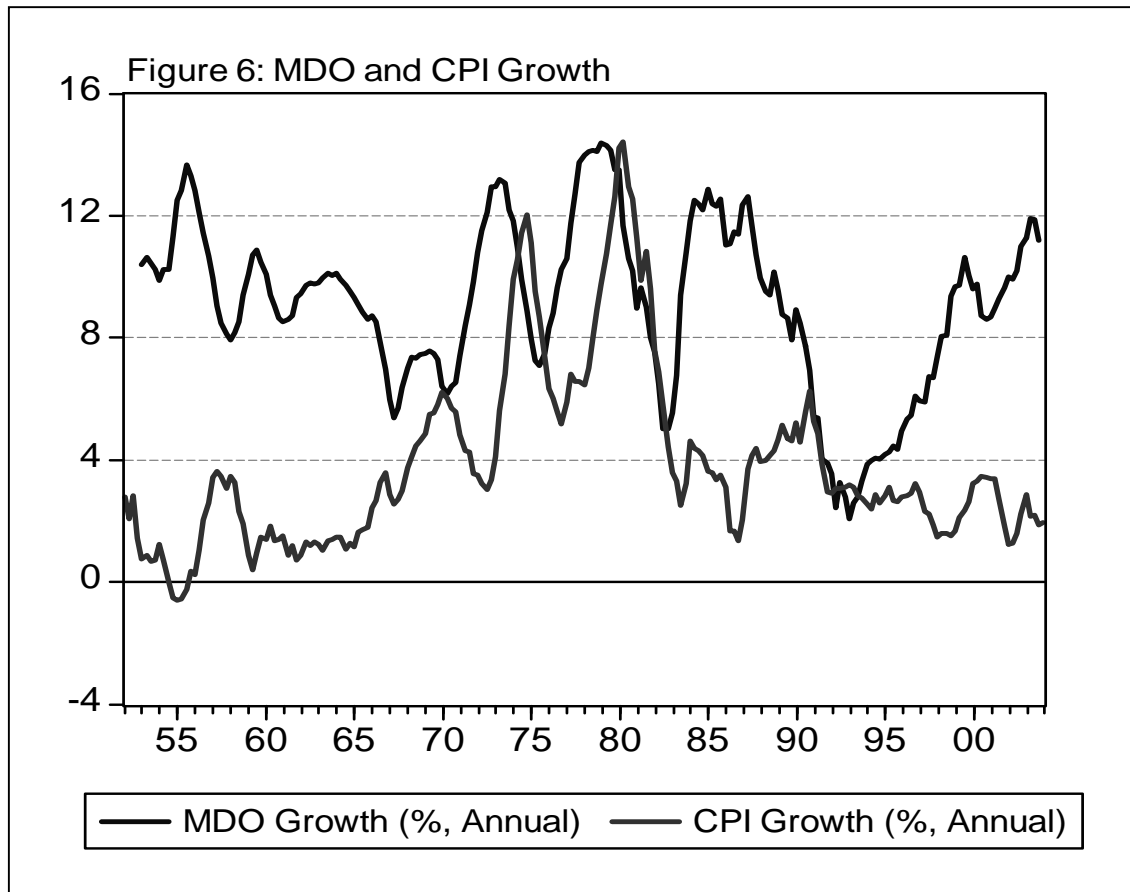


Рисунок 6. Рост ипотечной задолженности (МДО) и индекса потребительских цен (ИПЦ)

————— (Годовой) рост ипотечной задолженности, %

————— (Годовой) рост индекса потребительских цен, %

Во-вторых, доля домовладельцев среди населения Соединенных Штатов выросла с 1995 по 2004 гг. на 4 процента (с 65 до 69 процентов) после периода застоя по этому показателю, оставшегося на уровне 64 процентов с 1986 по 1994 год. Этот рост доли домовладельцев почти идеально совпадает с небывалым ростом ипотечной задолженности за тот же период (см. рисунок 7). Несмотря на то, что размер падения процентной ставки с 1986 по 1994 год превышает размер ее падения с 1995 по 2004 год, рост доли домовладельцев наблюдался только во второй период. Хотя было бы полезно провести более строгий анализ, можно предположить, что рост ликвидности, а также введение в действие автоматических систем выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд и различных кредитных услуг по доступным ценам снизили финансовые барьеры для потребителей и способствовали росту доли домовладельцев среди населения. Куэрсиа и др. (Quercia et al. (2003)) предлагают некоторые подтверждения, основанные на микроданных о количестве семей, свидетельствующие о том, что предоставление кредитных услуг по доступным ценам, и в

особенности, ссуд с низкой первой выплатой, вероятно, стимулирует стремление наименее имущих семей стать домовладельцами, и этот рост составляет 27 процентов среди молодых людей, 21 процент среди афроамериканцев и 15 процентов среди населения бедных центральных районов городов.

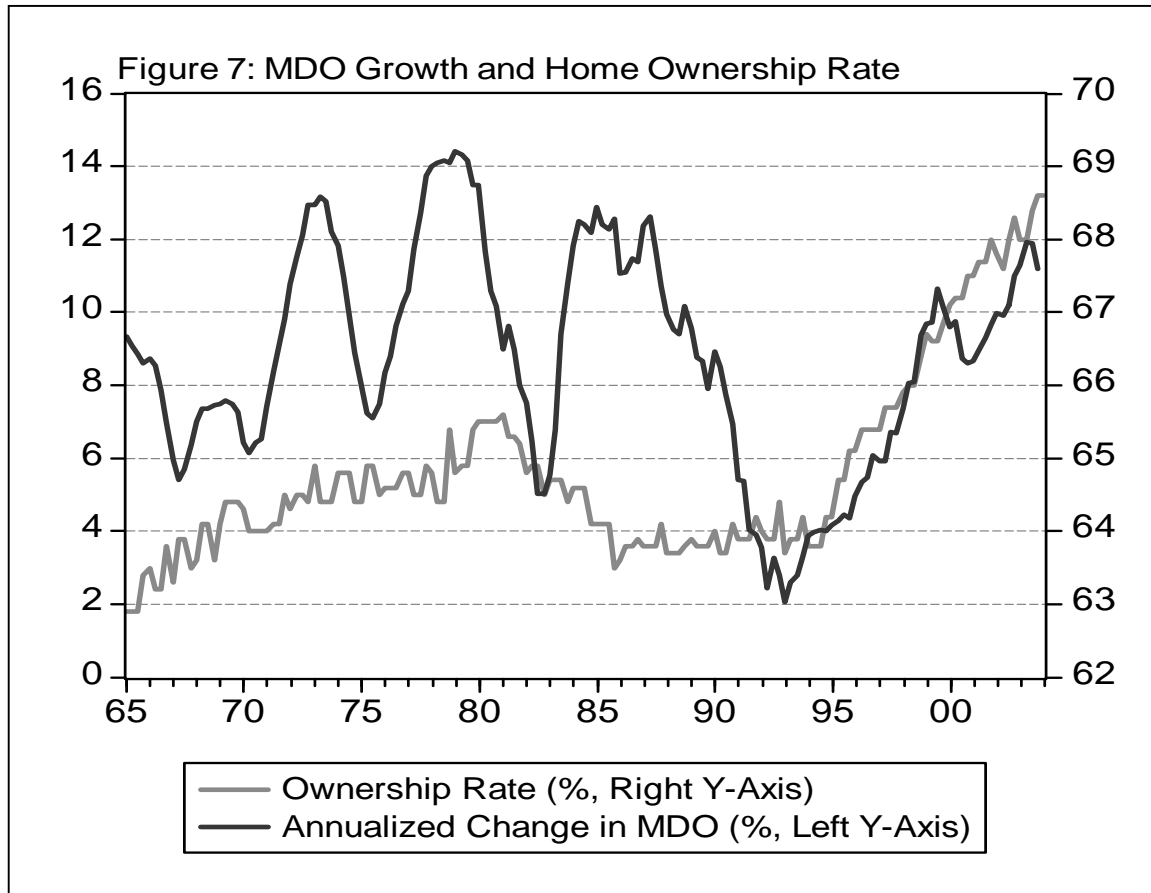


Рисунок 7. Рост ипотечной задолженности (MDO) и процент домовладельцев среди населения

- Процент домовладельцев среди населения, % (см. правую ось Y)
- (Годовой) рост индекса потребительских цен, % (см. левую ось Y)

## Раздел 4. Извлеченные и подлежащие использованию уроки

### Урок 1. Эволюция означает последовательность циклов «потрясение — реакция — новшество»

Приобретенный США опыт показывает, что государственная политика, реагирующая на экономические потрясения, приводит к новшествам и расширению рынка. В число примеров таких последовательностей входят следующие:

- Следуя примеру Федеральной администрации жилищного строительства (ФНА), ссудно-сберегательные учреждения (S&L) и прочие участники рынка приняли в качестве стандартной формы ипотеки долгосрочные ипотеки с фиксированной ставкой (часто называемые «обычными» или отвечающими определенным требованиям ипотеками), что чрезвычайно помогло создать в последние годы рынок ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости.
- Развитие частного страхования ипотек после период наблюдения частными учреждениями за государственными программами страхования, проводимыми Федеральной администрацией жилищного строительства и Министерством по делам ветеранов.<sup>7</sup>
- Создание в 70-е и 80-е годы XX века рынка ценных бумаг, служащих для передачи средств от должников инвесторам, обеспечило гарантии от риска невыполнения обязательств по ипотекам и, соответственно, привело к распространению рынка на средства вторичного рынка.
- Выпуск ипотечных обязательств, обеспеченных залогом, и инвестиции в недвижимость, появившиеся в 80-е годы XX века, повысили ликвидность связанного с ипотеками риска прерывания притока денежной наличности.

Эта последовательность также может быть названа «процессом обучения по ходу деятельности», поскольку частные учреждения, действующие на рынке, вначале убеждаются в ходе наблюдения в возможном успехе на рынке определенного вида финансируемых правительством услуг, а затем принимают их на вооружение, после того как устанавливается более ясная перспектива получения выгоды от этой деятельности. В результате этого, как обсуждалось в разделе 3, расширяются рынок ипотек и круг услуг, предлагаемых системой потребителю.

### Урок 2. Следует учитывать риск и принимать меры к его снижению

Описанная эволюция показывает, что риск, вызванный неожиданными экономическими потрясениями, представляет реальную угрозу налаженному действию всей системы финансирования жилья. В этой связи следует отметить несколько обстоятельств. Во-первых, при управлении связанными с ипотеками видами риска необходимо отделить друг от друга виды риска, которые можно и нельзя снизить с помощью диверсификации. Последние относятся к категории рисков масштаба системы в целом, и их примерами являются экономический спад 90-х годов XIX века, Великая депрессия 30-х годов XX века, а также инфляционное потрясение и рост процентных ставок в 70-е и 80-е годы XX века. Учреждениям, инвестирующим средства в ипотеки и страхующим их, необходимо принимать меры для снижения этих видов риска для того, чтобы выжить во времена

---

<sup>7</sup> Закон о создании «Фанни Мэй» 1954 г., установивший требование о страховании сторонним учреждением ипотек с высоким отношением размера ссуды к стоимости недвижимости, также вызвал расширение рынка страхования ипотек частными учреждениями.

кризисов. Такие экономические потрясения могут быть использованы для проверки внутренних правил и пределов, установленных надзорными организациями для снижения этих видов риска.

К факторам риска, допускающего снижение за счет диверсификации, относятся региональные циклы отказов от выполнения обязательств в различные периоды времени. Например, крушение земельного бума во Флориде в 20-е годы XX века привело к тому, что 40 процентов ссудно-сберегательных учреждений штата стали неплатежеспособны, в то время как ссудно-сберегательная отрасль процветала во всей стране. Более поздние примеры включают региональный экономический спад в Южной Калифорнии в начале 90-х годов XX века, вызванный сокращением расходов США на оборону, и спад в штате Огайо и других штатах Среднего Запада, вызванный рецессией, происходящей в производственном секторе в последние годы. Частота лишения должников права выкупа заложенного имущества в штатах Калифорния и Огайо отражает эти спады, которым была подвержена только местная экономика (см. рис. 8).<sup>8</sup>

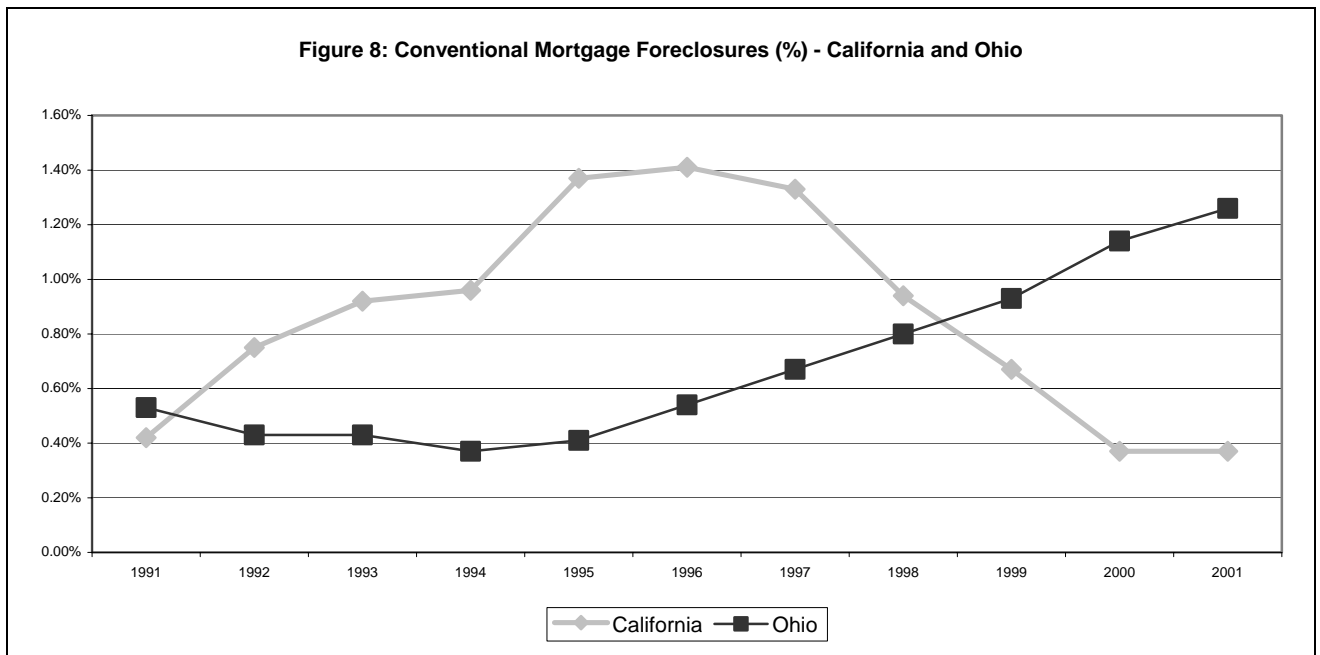


Рисунок 8. Частота лишения должников права выкупа заложенного по ипотекам имущества в штатах Калифорния и Огайо (%)

— штат Калифорния

— штат Огайо

<sup>8</sup> Согласно группе моделей отказа от выполнения обязательств по ипотечным и прочим долгам, выдвинутой Блэком, Шоулсом и Мертонем (Black-Scholes-Merton), невыполнение платежей заемщиком означает падение стоимости заложенного имущества (цены дома для ипотеки или суммарной стоимости активов для корпоративного долга) ниже уровня обязательств. Согласно этой теории вероятность этого падения определяется двумя факторами — первоначальным запасом (т.е., разницей между стоимостью актива и пороговой стоимостью на момент выпуска облигации или предоставления ссуды) и последующей неустойчивостью стоимости актива (Даффи и Синглтон (Duffie and Singleton) 2003, Денг и др. (Deng et al.) 2000, Кау и др. (Kau et al.) 1995).

Кредитно-финансовые учреждения общенационального масштаба, как правило, находятся в более выгодном положении по отношению к тем видам риска, которые можно снизить с помощью диверсификации. Можно защититься от циклов отказов от выполнения платежных обязательств, определяемых местной экономикой, за счет диверсификации портфеля путем вложения в ценные бумаги в масштабах всей страны или крупного географического региона. Связанные с рынком и процентной ставкой виды риска, которые нельзя снизить с помощью диверсификации, могут снижаться за счет различных средств хеджирования, введенных в употребление с начала 80-х годов XX века. В последние годы расширяется применение производных видов кредитных услуг (кредитные свопы, привязанные к кредиту краткосрочные ценные бумаги и т.д.), что позволяет лучше контролировать риск, связанный с ипотечным кредитом в масштабах всей страны.

### **Урок 3. Следует учитывать и стимулы**

В целом, учреждения частного сектора решаются на участие в новых деловых начинаниях только в том случае, если они видят в этом перспективу получения выгоды (левая часть уравнения (1) должна превышать сумму всех трех членов правой части). Значительная неопределенность, связанная с новыми видами услуг (например, ипотека с фиксированной ставкой и сроком погашения 30 лет или страхование от отказа от выполнения ипотечных обязательств), как правило, препятствует вступлению учреждений частного сектора в эти предприятия. Как показывает история США, правительство играет значительную роль во введении этих видов услуг в употребление и их начальной поддержке.

Другая сложность со стимулами возникает из-за конфликта между интересами владельцев капитала и их посредников в предоставлении ипотек. Хотя разделение продажи, финансирования и обслуживания ипотек друг от друга, а также автоматизация этих операций повысили эффективность работы, они создали такие предпосылки для возникновения конфликта между интересами владельцев капитала и их посредников, как опасности нарушения этических норм при подтверждении данных и документов, вредящий делу отбор наиболее надежных ссуд (продающими их учреждениями) взамен их передачи учреждениям вторичного рынка и, наконец, чистое мошенничество. Как выяснилось в ходе эксперимента с обеспеченными ипотекой облигациями, проведенного в конце XIX века, существует риск конфликта между интересами владельцев капитала и их посредников, который может привести к расформированию учреждений-посредников определенного типа и требует тщательного контроля со стороны государственных и частных учреждений.

### **Урок 4. Одна и та же политическая цель может быть достигнута различными средствами**

Накопленный в США опыт демонстрирует возможность использовать различные средства для достижения поставленной политической цели. В частности, другие страны могут рассмотреть приведенный ниже перечень альтернативных мер, известных из американского опыта.

<b>Оптовое финансирование</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости с прямыми государственными гарантиями («Джинни Мэй»)</li> <li>• Выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости с косвенными государственными гарантиями (GSE с кредитной линией, предоставленной Министерством финансов США)</li> <li>• Выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости без государственных гарантий (частными учреждениями, выпускающими ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости)</li> <li>• Корпоративные облигации, выпускаемые специальными учреждениями (GSE)</li> <li>• Корпоративные облигации, выпускаемые средствами вторичного рынка</li> <li>• Корпоративные облигации, выпускаемые кредитными учреждениями первичного рынка</li> </ul>
<b>Кредит по доступным ценам</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Кредитные услуги за более низкую цену, но связанные с более высоким риском (например, ссуды с высоким отношением размера ссуды к стоимости дома, ссуды со сниженным объемом документации, открытый кредит под залог дома, вторые ипотеки)</li> <li>• Услуги, направленные на конкретные группы населения (например, ипотеки с обратным аннуитетом для пожилых людей, имеющих дома высокой стоимости и не имеющих наличных средств)</li> <li>• Целевые показатели для жилья и пределы на размер ссуд, установленные для GSE</li> <li>• Кредитование через местные организации</li> <li>• Просвещение и консультирование</li> </ul>
<b>Разделение и снижение риска</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Частное страхование ипотечных ссуд (PMI)</li> <li>• Государственное страхование от отказа от выполнения обязательств (FHA и VA)</li> <li>• Страхование депозитов (FDIC)</li> <li>• Обязательства, принимаемые до заключения сделки</li> <li>• Производные инструменты от процентной ставки</li> <li>• Производные кредитные инструменты, регресс и возвращение в первоначальное положение</li> <li>• Инструменты СМО с делением на категории по досрочной выплате</li> <li>• Средства REMIC с делением на категории по кредиту</li> <li>• Проверка документов после покупки</li> </ul>
<b>Обеспечение безопасности и платежеспособности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Требования к минимальному значению капитала и требования к капиталу на основе риска</li> <li>• Разглашение финансовой информации</li> <li>• Проверки (на месте и заочно) представителями органов государственного надзора и ревизорами</li> <li>• Организации, оказывающие помощь в случае кризиса (Корпорация по финансированию реконструкции (Reconstruction Finance Corporation), Корпорация по займам для домовладельцев (Home Owners' Loan Corporation), Трестовая корпорация для урегулирования (Resolution Trust Corporation))</li> </ul>
<b>Технические решения</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AUS, модели автоматической оценки стоимости и связанные с ними системы ИТ</li> <li>• Связь в режиме реального времени и передача данных</li> <li>• Хранилища данных (о выполнении заемщиком обязательств по ссудам и кредитам)</li> <li>• Средства поиска в больших объемах данных</li> </ul>

AUS = автоматическая система выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд; СМО = долговой инструмент, обеспеченный пакетом ипотек; FDIC = Федеральная корпорация по страхованию депозитов; FHA = Федеральная администрация жилищного строительства; GSEs = финансируемые правительством предприятия; финансируемое правительством предприятие; ИТ = информационная технология; MBS =

ценная бумага, обеспеченная залогом недвижимости; PMI = частное страхование ипотечных ссуд;  
REMIC = средство вложения капитала в недвижимость; VA = Министерство по делам ветеранов США.

Другие страны, заинтересованные в расширении своих систем финансирования жилья, могут выбирать конкретные меры из этого перечня и приспосабливать их к своим обстоятельствам для наилучшего достижения определенных политических целей с учетом конкретных экономических условий своей страны и состояния действующих в ней учреждений.

## **Раздел 5. Опыт, приобретенный на рынках ипотечных ссуд стран с экономикой переходного периода**

Рынки ипотек в других странах с экономикой переходного периода обычно сталкиваются с трудностями в трех направлениях общественной политики: (1) оптовое финансирование, (2) разделение и снижение риска и (3) кредитные услуги по доступным ценам. Для обсуждения этих трудностей полезно использовать опыт Мексики, Кореи, Южной Африки и Польши.

### **Оптовое финансирование**

Южная Африка и Корея выпускали ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости (MBS), в течение 90-х годов XX века. Однако в обеих странах на рынках ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, произошел застой со времени их первого выпуска. В Южной Африке, где ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости, были впервые выпущены в 1989 г., какая-либо деятельность на рынке практически отсутствовала с 1991 по 1999 г. Затем в 2000-е годы было выполнено семь операций с ценными бумагами, обеспеченными залогом недвижимости. Хотя в Корее ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости, выпускались девять раз с 1999 по 2003 годы Корейской ипотечной корпорацией («КоМоСо») в суммарном объеме 2,8 миллиардов долларов США, а затем еще семь раз вновь созданной Корейской корпорацией финансирования жилья (КНФС) в суммарном объеме 3,1 миллиарда долларов США, суммарный объем задолженности по ценным бумагам, обеспеченным залогом недвижимости, весьма мал по сравнению с рынком ценных бумаг, обеспеченных залогом активов (ABS), который развился немедленно после финансового кризиса 1997 г. с целью повышения роли ценных бумаг, обеспеченных банковскими ссудами, платежные обязательства по которым нарушались (в 2002 г. суммарный объем задолженности по ценным бумагам, обеспеченным залогом недвижимости, составил всего 2,5 процента суммарного объема задолженности по ценным бумагам, обеспеченным залогом активов).

Примеры этих стран демонстрируют трудности, с которыми сталкиваются многие страны с экономикой переходного периода при создании успешного рынка ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости. На основе данных опроса южноафриканских инвесторов и специалистов по структурированию сферы финансов Сэймэн и Стигер (Saayman and Styger) (2003) сделали следующие основные выводы:

- Правительство Южной Африки, в отличие от правительства США, в целом, неблагоприятно относится к выпуску ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, и оставило формирование рынка на волю сил спроса и предложения.
- Заявление 1992 года о выпуске в Южной Африке ценных бумаг, обеспеченных ссудами и активами (Securitization Notice), содержало неблагоприятно сформулированные положения, относящиеся к ценным бумагам, обеспеченным залогом недвижимости; при определении запасов капитала в банках для ипотек назначается весовой показатель риска, равный 50 процентам, в то время как для ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, назначается весовой показатель риска, равный 100 процентам.
- Недостаточное доверие к учреждениям, занимающимся определением кредитного рейтинга, и назначаемым ими рейтингам ценных бумаг, а также



использование каждым инвестором собственной оценки надежности кредита ценных бумаг привели к тому, что спрос на них возрастал слабо.

- Недостаток данных об отказе от выполнения платежных обязательств или нарушениях их выполнения, а также недостаток предоставляемого системами доступа к соответствующим данным усугубляли трудности с определением рейтинга операций, придания им какой-либо структуры и их оценки.
- Небывало высокие процентные ставки не способствовали развитию долгового рынка, но они привели к развитию обширного рынка ценных бумаг, что сориентировало инвесторов Южной Африки на инвестиции, главным образом, в ценные бумаги.
- Рынок корпоративных облигаций недостаточно развит, а вторичный рынок облигаций отличается недостаточной глубиной.
- У крупных банков отсутствуют какие-либо ограничения на ликвидность.
- Общественное мнение считает организацию, выпускающую ценные бумаги, находящейся в затруднительном положении.

Кратко говоря, для существования успешных рынков ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, необходимы два важных условия: (1) благоприятная государственная политика в вопросе выпуска обеспеченных залогом ценных бумаг, как, например, непосредственные и косвенные гарантии, предоставляемые правительством США, и (2) широкий спрос на ликвидные ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости (Сээймэн и Стигер (Saayman and Styger) 2003), и их широкое предложение.

Правительство Кореи поддерживает секьюритизацию, о чем свидетельствует создание в 2004 году вторичного рыночного средства, Корейской корпорации финансирования жилья, полностью находящейся в государственной собственности. Однако имеются трудности со спросом. После финансового кризиса 1997 года в Азии предложение капитала на рынке возросло, что привело к росту ликвидности потребительского кредита. В 1997 году суммарный кредит на жилье, по кредитным карточкам и прочим потребительским ссудам составил 22 процента всего банковского кредита, а к 2002 году эта цифра возросла до 47 процентов, поскольку кредитные учреждения избегали выдавать ссуды корпорациям, считая их сопряженными с высоким риском (Йу (Yoo) 2003). Поэтому сегодня в Корее актуально развитие стандартных ипотечных услуг — как корейской «обычной» ипотеки, которая могла бы создать в будущем более действенные предпосылки для оптового финансирования, так и ипотечных услуг по доступным ценам, с помощью которых в систему с посредничеством могло бы включиться большее количество семей.

Финансирование ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, может быть надежным и эффективным, но оно не является единственным методом оптового финансирования для увеличения ликвидности. Как показано в приведенном выше перечне, рост ликвидности в Соединенных Штатах был достигнут несколькими различными методами, в том числе за счет выпуска долговых обязательств такими учреждениями, которые благоприятно воспринимались рынком. Это финансирование облигаций, вероятно, является более реалистичным методом обеспечения эффективности финансирования на многих рынках стран с экономикой переходного периода. В отличие от Соединенных Штатов, не все важнейшие элементы инфраструктуры рынка существуют на большинстве рынков стран с экономикой переходного периода. К этим недостающим элементам инфраструктуры относятся законы о лишении должников права выкупа заложенного имущества, правила ведения бухгалтерского учета, рынки капитала с глубоким рынком облигаций для ценных бумаг с длительным сроком погашения и полным набором инструментов хеджирования, действенная и надежная банковская система,

стабильные макроэкономические условия и стабильное состояние рынка жилья, а также средства проведения политики, обеспечивающие стабильность финансовых рынков. Во многих развивающихся странах право собственности и обеспечиваемая правоохраной практика лишения за долги права собственности на дома и земельные участки, используемые под жилье, особенно важны для создания действенной и эффективной системы финансирования жилья.

Оптовое финансирование также сталкивается с трудностями, связанными с предоставляемыми формами услуг. Например, в Мексике и Польше ипотеки с двойным индексированием широко применяются для защиты кредитных учреждений (от высоких процентных ставок, вызванных высокой инфляцией) и заемщиков (от потрясений, вызванных падением доходов).<sup>9</sup> Поскольку оплата привязана к двум отдельным индексам, приток денежной наличности и доходность таких видов услуг зависят от дополнительных неопределенных факторов. Другая трудность, связанная с формой предоставляемых услуг, заключается в широко распространенном во многих странах субсидировании процентной ставки. Эти трудности, связанные с формой предоставляемых услуг и выражающиеся в усложнении системы и появлении субсидированных процентных ставок, также затрудняют оптовое финансирование системы финансирования жилья и снижают ее ориентацию на рынок.

### **Разделение и снижение риска**

Новшества в области информационной технологии, такие как автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд, автоматические модели определения стоимости и средства обнаружения мошенничества, легче переносить в другие страны, чем такие меры как создание определенных рынков или изменение юридической или бухгалтерской систем. Трудность, однако, заключается в количестве и качестве данных. Сэймэн и Стигер (Saayman and Styger) (2003) сообщают, что во многих странах просто отсутствуют надежные данные о потребительском кредите и выполнении обязательств по ссудам. Этот недостаток данных создает серьезные трудности при импорте в другие страны наилучших средств снижения риска. Важнейшей предпосылкой создания количественных моделей оценки риска является обмен информацией между кредитными учреждениями и создание хранилищ данных. Правительства могут играть важную роль в ослаблении этого ограничения. Нехватка эффективных средств оценки риска отказа от выполнения обязательств (например, из-за отсутствия данных о потребительском кредите) ограничивает возможности увеличения отношения размера ссуды к стоимости жилья. Введение в практику высоких значений этого отношения является эффективной мерой обеспечения доступности жилья и расширения системы финансирования жилья за счет включения в нее новых заемщиков.

### **Кредитные услуги по доступным ценам**

Накопленный в США опыт демонстрирует, что сочетание роста финансирования за счет ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, и других средств с надежными формами разделения риска между различными посредниками ведет к более эффективному

---

<sup>9</sup> Ипотека с двойным индексированием – это ипотека с плавающей ставкой, определяемой на основе двух плавающих индексов: (1) ссудного процента, выплачиваемого по непогашенной части ссуды и изменяющегося в зависимости от текущих значений рыночных процентных ставок и (2) ежемесячной выплаты заемщика, изменяющейся в зависимости от текущего размера его заработной платы.

кредитованию. Об этом свидетельствует постоянный рост числа домовладельцев, а также наличие видов кредитных услуг, ориентированных на определенные группы потребителей, в том числе потребителей с низким доходом. Однако различные трудности, обусловленные особенностями состояния рынка в других странах, затрудняют непосредственное копирование в них таких форм кредитных услуг по доступным ценам.

Как упоминалось ранее, недостаток данных о потребительском кредите практически исключает использование высоких значений отношения суммы кредита к стоимости жилья из-за слишком высокого риска нарушения кредитных обязательств. Кроме того, высокое отношение цен на недвижимость к доходу семей во многих странах вызывает трудности с выплатами ипотечных платежей. Например, отношение стоимости жилья к размеру дохода в различных местностях Польши (определяемое как частное от деления средней стоимости жилья на средний годовой доход одной семьи) изменяется в пределах от 8 до 11. Этот показатель намного выше, чем аналогичный показатель в Соединенных Штатах, равный 3, или в Корее, который составлял 6,2 в 2003 г. и 5,5 в 2004 г. Некоторые характеристики рынка в различных странах приведены в таблице 2.

Ипотечные услуги по доступным ценам в Соединенных Штатах – это ипотеки с низкой начальной выплатой. Однако если стоимость залога слишком высока, выплата ежемесячных ипотечных платежей при прочих равных условиях превращается в более тяжелое бремя для средней семьи. Для решения этой проблемы с доступностью выплат корейские кредитные учреждения широко предоставляют различные формы ипотек с выплатой только по процентам и сроком погашения от 3 до 5 лет. К сожалению, такие услуги сопряжены с высоким риском невыполнения обязательств по погашению ссуды (или недостаточным накоплением собственного капитала). Эти ипотеки аналогичны типичным формам ипотек, возникшим на американском рынке в эру открытий.

Для многих рынков стран с экономикой переходного периода также характерно сосуществование официальной и неофициальной форм посредничества. При наличии неофициальных договоренностей финансирование может поступать из различных источников, например, непосредственно от членов семьи, более дальних родственников и друзей (аналогично с временными обществами по строительству домов, существовавшими в США на раннем этапе), или даже домовладельцев (как, например, по контрактам типа «Чонсей» (Chonse) в Корее).<sup>10</sup> Независимо от источника финансирования, неофициальные договоренности отличаются низкой эффективностью и, вероятно, не оказывают заметного действия на снижение планки доступности. Те, кто могут одалживать деньги, вероятно, не связаны с теми, кому они нужны в долг. Широкое использование неофициальных договоренностей при финансировании сопряжено с проблемой с собственным капиталом, поскольку главным фактором, определяющим доступ к жилью, является происхождение того или иного человека, а наличие или отсутствие таких возможностей передается по наследству (Стифенс (Stephens) 2000). Поэтому при определении общественной политики в этих странах важным фактором окажется спланированный выбор тех или иных форм

---

<sup>10</sup> Рынок контрактов типа «Чонсей» (Chonse) в Корее обширен. Согласно контракту этого типа жилец вносит крупный единовременный депозит (в размере приблизительно от 50 до 60 стоимости собственности) вместо ежемесячной платы за съём жилья, а домовладелец возвращает ту же сумму по истечении срока действия контракта. В этом случае домовладелец может инвестировать деньги или под более высокие проценты, чем предоставляемые банковскими депозитами, или в другие деловые предприятия, в то время как жильцы могут сохранять свои сбережения до тех пор, пока они не накопят достаточно денег на покупку жилья.

кредита, способных заинтересовать те круги населения, которые опираются сегодня на неофициальные договоренности.<sup>11</sup>

Другие особенности проводимой в Соединенных Штатах политики стимулируют кредитные и финансовые учреждения улучшать обслуживание наименее имущих групп населения (например, введение целевых показателей по жилью для финансируемых правительством предприятий [GSE], требования Закона о местных повторных инвестициях, а также предельные размеры ссуд, страхуемые Федеральной администрацией жилищного строительства и допускаемые для покупок под ипотечные ссуды, предоставляемые финансируемыми правительством предприятиями). Кроме того, американский опыт также показывает важность партнерства между государственными и частными учреждениями. Сотрудничество крупных посредников друг с другом, а также с местными организациями и государственными жилищными учреждениями, действующими на уровне штата или на местном уровне, может включать выявление в местном масштабе или масштабе всей страны определенных групп населения и разработку новых видов услуг, приспособленных к нуждам этих групп, а также консультирование и обучение.

Некоторые аспекты политики, не относящиеся непосредственно к рынку продажи жилья домовладельцам, также могут стимулировать приток потребителей из числа семей, относящихся к тем же самым целенаправленно выбранным группам. К этим аспектам относятся ссуды на строительство жилья по доступным ценам и финансирование многоквартирных домов (в том числе, домов с квартирами, сдаваемыми внаем) для развития успешного рынка сдаваемого внаем жилья, находящегося в частной собственности, обеспечения предусмотренных контрактами сбережений и предоставления других средств, позволяющих определенным семьям стать домовладельцами. Для разработки конкретных форм кредита, предназначенных для целенаправленно выбранных групп населения в той или иной стране, и применения накопленного в Соединенных Штатах опыта требуется провести дополнительные исследования.

---

<sup>11</sup> Чо (Cho) (2002) сформулировал следующие параметры для «обычной» ипотеки применительно к условиям Кореи: максимальное отношение размера ссуды к стоимости дома от 50 до 60 процентов, срок погашения ссуды от 10 до 15 лет, а также финансирование посредником, занимающимся оптовой продажей ипотек, с установленной предельной суммой ссуды.

Таблица 2. Сопоставление рынков пяти стран

	Соединенные Штаты	Мексика	Корея	Южная Африка	Польша
<b>Рынок жилья и земли</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>69% домовладельцев в 2001 г.</li> <li>Отношение НР к доходу: 3</li> <li>Более свободный приток земли под городское развитие</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>55% жилья находится в частной собственности и</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>54% жилья находится в частной собственности*</li> <li>Отношение НР к доходу: 4,2 к 6,2</li> <li>Правила, ограничивающие передачу и использование земли под жилье</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Проводится новая политика перехода от полностью субсидированных услуг по предоставлению жилья для бедных к варианту услуг, более ориентированному на рынок и финансирование</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>72% жилья находится в частной собственности</li> <li>Отношение НР к доходу: 8 к 11</li> <li>Слабый рынок частных услуг по сдаче жилья внаем</li> </ul>
<b>Первичный рынок ипотек</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Отношение MDO к ВВП 53%</li> <li>Срок погашения ссуд от 15 до 30 лет</li> <li>Среднее LTV 79%</li> <li>Отношение дохода к стоимости дома - 33%</li> <li>Выплата процентов по ссуде освобождается от налогообложения</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Отношение MDO к ВВП 12% (1996)</li> <li>DIM и PLAM представляют собой наиболее распространенные варианты ипотечных инструментов</li> <li>Предпринимаются меры к предоставлению страховок ипотек от SHF</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Отношение MDO к ВВП 11% в 1997 г., 13% в 2001; 21.8% in 2004</li> <li>81% ссуд имеют срок погашения менее 10 лет</li> <li>Среднее LTV 60%; максимальное LTV 70%</li> <li>Отношение дохода к стоимости дома - 40%</li> <li>Выплата процентов по ссуде в размере до 10000 долларов США освобождается от налогообложения</li> <li>Займы с единовременным погашением через 3 – 5 лет (70%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ограничения на ликвидность отсутствуют для больших банков</li> <li>Недостаток данных об отказе от нарушения обязательств или нарушений при их выполнении сдерживает формирование рынка</li> <li>Закон CRA и другие политические инициативы для обслуживания тех групп населения, обслуживание которых ранее было недостаточно</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Значительные субсидии, направленные для снижения процентной ставки для определенных групп населения</li> <li>DIM введен в 1994 г.</li> <li>Среднее LTV 40–60%; максимальное LTV 70–80%</li> <li>Следование германской модели: контрактные сбережения, облигации типа «Пфэндриф» (Pfandbriefe), обеспеченные долговременными активами</li> </ul>
<b>Вторичный рынок ипотек</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Первая MBS была выпущена в 1971 г. корпорацией «Фредди Мак»</li> <li>Общая сумма MBS — 1,9 миллиарда долларов США</li> <li>Растущие</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Доминируют частные и государственные пенсионные фонды (67% — фонд INFOVIDAT и 7% — фонд FOVISTE)</li> <li>20% рынка принадлежат</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Первая MBS была выпущена в 1999 г. корпорацией КоМоСо</li> <li>Девять выпусков MBS до 2003 г. и еще семь выпусков в 2004 г.</li> <li>Большой рынок ABS и рынок</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Первый выпуск ABS в 1989 г., но ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости не выпускались с 1991 по 1999 г.</li> <li>Весовой показатель риска 100% для MBS и 50% для ипотек</li> <li>В целом,</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Национальный фонд жилья – предоставляет частичное финансирование строительства</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• рынки ABS</li> <li>• Отсутствуют серьезные юридические препятствия для операций с MBS</li> <li>• Рост производных инструментов от кредита</li> </ul>	<p>государственному фонду жилья FOVI</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Недостаточные меры правоохраны в отношении титулов и лишения права собственности за неуплату долгов</li> </ul>	<p>жилищных облигаций</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Различные юридические ограничения на операции с MBS</li> </ul>	<p>преобладают вложения собственного капитала инвесторов (а не заемных средств)</p>	
--	---	--	---	---	--

ABS = ценная бумага, обеспеченная активами; CRA = Закон о местных повторных инвестициях; DIM = ипотека с двойным индексированием; ВВП = валовой национальный продукт; HP = цена домов; LTV = отношение размера ссуды к стоимости; MBS = ценная бумага, обеспеченная залогом недвижимости; MDO = ипотечная задолженность; PLAM = ипотека, приведенная к уровню цен; SHF = Федеральное общество ипотек (Sociedad Hipotecaria Federal).

## Раздел 6. Выводы и дальнейшие шаги

Главная цель настоящей статьи — дать обзор эволюции системы финансирования жилья (HFS) в США и представить наилучшие методы, применяемые в процессе функционирования этой системы. Это представление обеспечивает понимание, необходимое для развития систем финансирования жилья в других странах. Мы надеемся, что уроки, обсуждавшиеся в этой статье, могут способствовать росту эффективности посредничества в других странах и расширению круга владеющих домами семей на этих рынках. Некоторые из этих уроков уже реализованы в различных частях света (например, зарубежные инвесторы, вкладывающие капитал в ценные бумаги, обеспеченные залогом американской недвижимости, а также долг, за счет которого обеспечивается жилье и поддерживается продолжающаяся интеграция рынков финансирования отдельных европейских стран после создания и расширения Европейского сообщества) (см. Европейская федерация ипотечных ссуд (European Mortgage Federation), 2003).

В таблице 3 приводятся некоторые основные факторы эффективной системы финансирования жилья, сформулированные на основании накопленного в США опыта, а также некоторые показатели или доказательства наличия каждого конкретного фактора. Развитые механизмы системы финансирования жилья возможны только в условиях создания определенных организаций или введения в действие определенных процедур. Например, ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости, возможны только при наличии таких стандартизированных форм ипотек, которые обеспечивают постоянный приток денежной наличности в достаточном размере, предоставляются на основе обоснованных правил выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд и обеспечиваются полными правами собственности на дома. Эти «основы» включают элементы, необходимые для эффективной выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд. Приток капитала для финансирования жилья увеличивается при наличии таких факторов, как наличие сильных финансовых учреждений. Автоматические системы выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд и вызванная специализацией экономия, обусловленная ростом масштабов деловой деятельности, относятся к числу условий, помогающих снизить расходы заемщиков на финансирование операций. Кроме того, созданию четкого и обеспеченного правоохраной права собственности содействует развитие рынка страхования правового титула.

Роль государственных учреждений в укреплении эффективности и стабильности системы финансирования жилья в той или иной конкретной стране является важным и сложным политическим вопросом, заслуживающим рассмотрения. В условиях американской системы рынок выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, возник в начале 70-х годов XX века и с тех пор расширяется, а федеральное правительство играет главную роль в его формировании. Создание корпораций «Джинни Мэй» и «Фредди Мак», приватизация ассоциации «Фанни Мэй», благоприятные весовые факторы риска для ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, и создание Бюро федерального надзора за предприятиями жилищного сектора внесли свой вклад в создание весьма эффективного и обширного сегодняшнего рынка финансирования ипотек в Соединенных Штатах. Тем не менее, продолжаются споры об оптимальном распределении участия государственного и частного сектора на рынке ипотек (например, по поводу дальнейшей приватизации финансируемых правительством предприятий и потребности создания одной или нескольких новых государственных организаций для надзора за ними). В Соединенных Штатах программа Федеральной администрации жилищного строительства

принимает на себя некоторые виды финансового риска для расширения круга семей, которым доступно финансирование жилья. Для удержания таких видов риска под контролем требуется проводить тщательный анализ и обладать большим опытом работы. Страны с экономикой переходного периода, проводя собственный анализ снижения риска, могут считать программы государственного страхования слишком рискованными и рассмотреть в качестве альтернативного варианта создание более прочных юридических и нормативных основ и улучшение основных методов ведения финансовой деятельности (таких как стандарты составления отчетов о кредитоспособности) с целью повышения заинтересованности организаций частного сектора в финансировании и страховании ипотек и привлечения этих организаций к такой деятельности.

Политические цели различных стран могут быть весьма различны. Например, для проведения реформы банковской системы, установления официальных форм для неофициальных видов деятельности, сбора данных о кредитоспособности потребителей, введения долгосрочных ипотек с фиксированной ставкой или любых сочетаний этих инициатив и прочих целевых мероприятий могут устанавливаться различные приоритеты. В то же время, состояние развития разных факторов, действующих как внутри системы финансирования жилья, так и за ее пределами, весьма различно в различных странах. Таким образом, политические цели и ограничения, препятствующие достижению этих целей, определяют те роли, которые необходимо играть правительству той или иной конкретной страны.

Не рекомендуется принимать на вооружение какое-либо одно из направлений политики (например, выпуск ценных бумаг в обеспечение задолженности по ипотечным ссудам) только потому, что оно принесло положительные результаты в других странах. Вместо этого рекомендуется приступить к выявлению состава участников рынков ценных бумаг и требований к выполняемым ими функциям. В этой статье делается вывод о том, что другие страны могут оценивать различные возможные варианты, основанные на опыте развития системы финансирования жилья в США, и эффективно использовать их для достижения своих целей в области государственной политики. Выбор того варианта, который может успешнее применяться в какой-либо конкретной стране, зависит от конкретных особенностей ее культуры и рынка, а также действующих в ней организаций и учреждений.



**Таблица 3. Факторы и показатели эффективности системы финансирования жилья, установленные на основе накопленного в США опыта**

<b>Основные факторы</b>	<b>Показатели или подтверждения</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залог для жилья               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Четкие и применимые права собственности содействуют развитию рынка страхования</li> <li>○ Активный рынок без ограничений (например, гибкий приток земельных участков, обеспеченных коммунальными услугами)</li> <li>○ Методы ограничения мошенничества (при определении стоимости или условий)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Правовой титул на землю и недвижимость и страхование правового титула</li> <li>○ Доступные данные о продаже на рынке и отношении цены к доходу</li> <li>○ Нормативно-правовое регулирование оценки стоимости недвижимости и санкции</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Готовность заемщиков платить и имеющиеся у них возможности               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Достоверное досье заемщика</li> <li>○ Достоверные данные о трудоустройстве и заработке</li> <li>○ Достоверная оценка стоимости имущества</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Хранилища данных о кредите потребителей, бюро кредитной информации, отчеты о потребителях</li> <li>○ Допускающие проверку платежные ведомости, налоговые декларации и документы о трудоустройстве</li> <li>○ Допускающие проверку выписки из посреднических и банковских ведомостей</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стабильные макроэкономические условия</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Тенденции в области инфляции, процентных ставок и прочих макроэкономических факторов</li> </ul>
<b>Приток капитала</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стандартизированные виды ипотечных услуг</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Торговля этими видами услуг на рынке</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Благоприятные юридические и нормативные условия</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Специальные государственные уставы и гарантии, благоприятные требования к капиталу, активно действующие государственные программы кредитования</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Конкурентоспособные кредитные организации</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Кредитные организации и инвесторы с прочным финансовым положением, представляющие заслуживающие доверия финансовые отчеты. Ипотеки предоставляются различными кредитными организациями на различных условиях.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Конкурентоспособные страховые организации</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Имеются страхование титула, страхование от риска, страхование от материальной ответственности и страхование ипотеки</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Финансовые инструменты</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Обеспеченные залогом недвижимости ценные бумаги, производные финансовые инструменты, средства хеджирования от изменения процентной ставки, а также процентные ставки, основанные на связанном с кредитом риске или рейтинге кредитования, определенными либо специализированными учреждениями, либо на основе эталонных стандартов</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Заинтересованный круг инвесторов для ценных бумаг с фиксированным доходом</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды открытого типа</li> </ul>

<b>Низкая стоимость ведения операций</b>	
• Обоснованное налогообложение продажи домов и операций с ипотеками	○ Отсутствие необоснованных налогов
• Экономия, обусловленная большими масштабами деловой деятельности	○ Специализированные организации по продаже и обслуживанию ипотек, ведущие операции в больших объемах
• Автоматическая выдача разрешений на предоставление ипотечных ссуд	○ Большие объемы работы, выполненные с помощью AUS

AUS = автоматическая система выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд; HFS = система финансирования жилья; MBS = ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости.

## Библиография

- Д. Дж. Блэйк, К. Гарбэйд и У. Силбер, 1981. «Влияние программы оформления ипотечных ссуд Федеральной администрации жилищного строительства (ФНА) в корпорации «Джинни Мэй» на их стоимость». *«Джорнэл оф файненс»* 36 (2).  
(Black, D.G., K. Garbade, and W. Silber. 1981. The impact of Ginnie Mae pass through program on FNA mortgage costs. *Journal of Finance* 36 (2)).
- М. Чо, 2002. «Контроль рисков, связанных с ипотечными ссудами, в трех странах». Статья, представленная на совместную международную конференцию Азиатского общества по торговле недвижимостью и Американской ассоциации по торговле недвижимостью и городской экономике, июль 2002 г., Сеул, Корея.  
(Cho, M. 2002. Managing mortgage risks: A tale of three countries. Paper presented at the AsRES-AREUEA Joint International Conference, July 2002, Seoul, Korea)
- И. Денг., Дж. Куигли и Р.Вэн Ордер, 2000. «Досрочное расторжение договора об ипотечной ссуде, неоднородность ипотечных ссуд и реализация опционов на покупку и продажу ипотечных ссуд». *«Эконометрика»* 68 (2): 275–307.  
(Deng, Y., J. Quigley, and R. Van Order. 2000. Mortgage termination, heterogeneity and exercise of mortgage options. *Econometrica* 68 (2): 275–307.)
- Д. Дайамонд, 2000. «Оценка системы финансирования жилья». Статья, представленная на Семинаре Всемирного банка по финансированию ипотечных ссуд, 2000 г., Вашингтон, округ Колумбия.  
(Diamond, D. 2000. Assessing housing finance system. Paper presented at the World Bank Mortgage Finance Workshop, 2000, Washington, DC.)
- Д. Дайамонд и М. Лиэ, 1993. Сравнительный анализ эффективности финансирования жилья в различных развитых странах. *«Джорнэл оф хаузинг рисёрч»* 3 (1).  
(Diamond, D., and M. Lea. 1993. Housing finance in developed countries: An international comparison of efficiency. *Journal of Housing Research* 3 (1).)
- Д. Даффи и К. Синглтон, 2003. *Риск, связанный с кредитом*. Принстон, шт. Нью-Джерси, изд. «Принстон Юниверсити Пресс».  
(Duffie, D., and K. Singleton. 2003. *Credit risk*. Princeton, NJ: Princeton University Press)
- Европейская федерация ипотечных ссуд, 2003. *Исследование финансовой интеграции европейских рынков ипотечных ссуд*.  
(European Mortgage Federation. 2003. *Study on financial integration of European mortgage markets*.)  
<http://www.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=106>.
- Л. Д. Греблер, Д. Блэнк и Л. Уинник, 1956. *Формирование капитала в области жилого фонда. Тенденции и перспективы*. Принстон, шт. Нью-Джерси, изд. «Принстон Юниверсити Пресс».  
(Grebler, L., D. Blank, and L. Winnick. 1956. *Capital formation in residential real estate: Trends and prospects*. Princeton, NJ: Princeton University Press.)

П. Хендершотт и К. Виллани, 1977. *Нормативно-юридическое регулирование и реформа системы финансирования жилья*. Вашингтон, округ Колумбия, Американский институт предпринимательства.

(Hendershott, P., and K. Villani. 1977. *Regulation and reform of the housing finance system*. Washington, DC: American Enterprise Institute.)

Дж. Кау и Д. Кинэн, 1995. Обзор опционно-теоретического ценообразования для ипотечных ссуд. «*Джорнэл оф хаузинг рисёрч*» 6:217–244.

(Kau, J., and D. Keenan. 1995. An overview of option-theoretic pricing of mortgages. *Journal of Housing Research* 6:217–244.)

М. Лиэ, 1996. Новаторство в ипотечном кредитовании и стоимость ипотечного кредита. Историческая перспектива. «*Хаузинг полиси дебатс*» 7(1): 147–174

(Lea, M. 1996. Innovation and the cost of mortgage credit: A historical perspective. *Housing Policy Debate* 7(1): 147–174.)

Ф. Пэфенберг, 2004. Отрасль ипотечных ссуд для собственных домов в эпоху Интернета: развитие технологии и структура рынка. Научно-исследовательская статья. Вашингтон, округ Колумбия, Управление надзора за федеральными учреждениями в области жилищного строительства.

(Pafenberg, F. 2004. The single family mortgage industry in the Internet era: Technology development and market structure. Research paper. Washington, DC: Office of Federal Housing Enterprise Oversight.)

Р. Дж. Куэрсиа, Дж. У. Мак-Карти и С. М. Уотчер, 2003. Влияние доступного кредита на размер ставок кредита, предоставляемого домовладельцам. «*Джорнэл оф хаузинг икономикс*» 12(1): 25–59.

(Quercia, R.G., G.W. McCarthy, and S.M. Wachter. 2003. The Impacts of affordable lending on homeownership rates. *Journal of Housing Economics* 12(1): 25–59.)

А. Сээймэн и П. Стигер, 2003. Выпуск ценных бумаг в обеспечение задолженности в Южной Африке: исторические недостатки и взгляд на будущее. Рабочая статья.

Потчестромский университет, Потчестром, Южная Африка.

(Saauman, A., and P. Styger. 2003. Securitization in South Africa: Historic deficiencies and future outlook. Working paper, Potchefstroom University, Potchefstroom, South Africa)

М. Стифенс, 2000. Модели работы учреждений финансирования жилья: системы жилищного строительства в западных странах и странах с экономикой переходного периода. Статья, представленная на Конференции Организации экономического сотрудничества и развития по финансированию жилья в условиях экономики переходного периода. Июнь 2000 г., Париж, Франция.

Stephens, M. 2000. Institutional models of housing finance: Housing systems in the Western and transition economies. Paper presented at the OECD Conference on Housing Finance in Transition Economies, June 2000, Paris, France.)

Дж. Уайкер, 1988. Будущая структура системы финансирования жилья. В кн.: *Изменение структуры банковских и финансовых услуг в Америке*. Под редакцией В. Харафа и Р.

Кушмейдера, Вашингтон, округ Колумбия, Американский институт предпринимательства.

(Weicher, J. 1988. The future structure of the housing finance system. In *Restructuring banking and financial services in America*, edited by W. Haraf and R. Kushmeider Washington, DC: American Enterprise Institute.)

С. Ёу, 2003. Создание нового финансируемого правительством предприятия, Корейской корпорации финансирования жилья. «*Квортерли джорнэл оф Интернэшнл юнион фор хаузинг файненс*», декабрь, 25 – 34.

Yoo, S. 2003. Establishing a new government sponsored enterprise, Korea Housing Finance Corporation. *Quarterly Journal of International Union for Housing Finance* December: 25–34.

М. Завислак, 2000. Финансирование жилья в Польше. Статья, представленная на Конференции Организации экономического сотрудничества и развития по финансированию жилья в условиях экономики переходного периода. Июнь 2000 г., Париж, Франция.

(Zawislak, M. 2000. Housing finance in Poland. Paper presented at the OECD Conference on Housing Finance in Transition Economies, June 2000, Paris, France)

## Глоссарий

ABS — ценная бумага, обеспеченная активами.

ARM — ипотека с плавающей ставкой.

AUS — автоматическая система выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд. Компьютеризированный метод выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд.

Автоматическая система определения стоимости — основанное на использовании информационной технологии средство автоматической оценки стоимости домов.

СМО — долговой инструмент, обеспеченный пакетом ипотек. Ценная бумага, подразделяемая на различные классы и обеспеченная пакетом ипотек.

Обычная ипотечная ссуда — ипотечная ссуда, предоставленная частным заимодателем без участия государственного сектора.

Отлив денежных ресурсов из кредитно-финансовых институтов на неорганизованный рынок ссудного капитала — отток депозитов при падении курса депозитов ниже рыночного курса.

DU — автоматическая система утверждения ипотечных ссуд «Десктоп Андеррайтер» (Desktop Underwriter) компании «Фанни Мэй» (Fannie Mae).

Продолжительность — мера эффективных сроков долговых обязательств для потоков денежной наличности в ипотечных ссудах.

«Фанни Мэй» (Fannie Mae) — Федеральная национальная ассоциация ипотечных ссуд (Federal National Mortgage Association). Крупнейшая компания, действующая на вторичном рынке ипотечных ссуд в США. «Фанни Мэй» была создана решением Конгресса в 1938 г.

FDIC — Федеральная корпорация по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation). Независимое учреждение федерального правительства, страхующее депозиты, размещенные в банках и ссудно-сберегательных учреждениях.

ФНА — Федеральная администрация жилищного строительства (Federal Housing Administration). Подразделение Управления жилищного строительства (Office of Housing) Министерства жилищного строительства и городского развития США (Department of Housing and Urban Development). Является крупнейшим в мире страховщиком ипотечных ссуд на жилые дома, осуществляющим государственное страхование, главным образом, ипотечных ссуд, предоставляемых на доступных условиях.

FHLBanks — Федеральные банки по кредитованию жилья (Federal Home Loan Banks). Двенадцать независимых, но сотрудничающих банков (входящих в систему банков FHLBank), предоставляющих ликвидность кредитным учреждениям.

«Фредди Мак» (Freddie Mac) — Федеральная корпорация по кредитованию жилья (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Компания, действующая на вторичном рынке ипотечных ссуд и созданная решением Конгресса в 1970 г.

FSLIC — Федеральная корпорация по страхованию ссуд и сбережений (Federal Savings and Loan Insurance Corporation). Корпорация, созданная Конгрессом для страхования депозитов, внесенных в ссудно-сберегательные учреждения, действующие с разрешения федеральных властей. Она была упразднена в 1989 г. и заменена Трастовой корпорацией для урегулирования (Resolution Trust Corporation).

«Джинни Мэй» (Ginnie Mae) — Правительственная национальная корпорация ипотечных ссуд (Government National Mortgage Corporation). Учреждение, созданное решением Конгресса в 1968 г. для страхования ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, которые, в свою очередь, обеспечены займами, на которые распространяется федеральное страхование или федеральные гарантии (главным образом, застрахованных Федеральной администрацией жилищного строительства или имеющих гарантии Министерства по делам ветеранов Вооруженных сил (Department of Veterans Affairs) США).

GSE — финансируемое правительством предприятие. Частная компания, созданная Конгрессом для снижения стоимости капитала для определенных кредитуемых секторов экономики. Примерами финансируемых правительством предприятий являются «Фанни Мэй», «Фредди Мак» и Федеральные банки по кредитованию жилья.

HELOC — кредитная линия, обеспеченная собственным капиталом домовладельца. Ипотечная ссуда (как правило, вторичная), позволяющая заемщику получить наличными часть собственного капитала домовладельца в любом размере вплоть до установленного предельного значения.

HFS — система финансирования жилья. Термин, обозначающий совокупность учреждений и систем для финансирования, оформления и ведения ипотечных ссуд.

HOLC — Корпорация по займам для домовладельцев (Home Owners' Loan Corporation). Бывшее государственное управление США, созданное в 1933 г. для предоставления долгосрочных ипотечных ссуд домовладельцам, которым угрожает потеря недвижимости. Корпорация HOLC прекратила свою деятельность в области кредитования в 1936 г.

ИТ — информационная технология. Приложение компьютерного оборудования, средств связи и программного обеспечения для контроля, переработки и распространения информации.

Система LoanProspector — автоматическая система выдачи разрешений на предоставление ипотечных ссуд компании «Фредди Мак».

LTV — [отношение] размера ссуды к стоимости. Частное от деления размера взятой ипотечной ссуды на рыночную стоимость дома, используемого в качестве залога. Сумма отношения размера ссуды к стоимости (в процентах) и процента первой выплаты, внесенной при покупке дома, составляет 100%.

MBB — облигация, обеспеченная залогом недвижимости.

MBS — ценная бумага, обеспеченная залогом недвижимости.

MDO — ипотечная задолженность.

МММФ — инвестиционный фонд открытого типа, вкладывающий средства в краткосрочные обязательства. Инвестиционный фонд открытого типа, инвестирующий только в краткосрочные обязательства. Эти фонды инвестируют в краткосрочные долговые обязательства (от 1 дня до 1 года), такие как казначейские векселя, депозитные сертификаты и коммерческие векселя.

PMI — частное страхование ипотечных ссуд. Страховой полис на ипотечную ссуду, не имеющий государственного обеспечения.

Конфликт интересов собственников и их представителей — ситуация, при которой интересы владельцев (например, вкладчиков, инвестировавших средства в ипотечные ссуды) и их представителей (например, кредитных учреждений, предоставляющих ипотечные ссуды) могут быть различными, что приводит к потерям для владельцев.

Правило “Q” (Regulation Q) — упрядненные к настоящему моменту Государственные правила США, регламентирующие систему Федерального резерва и устанавливающие верхний предел процентной ставки срочных депозитов.

REMIC — средство вложения капитала в недвижимость за счет использования изолированных ценных бумаг, подразделяемых на различные классы и обеспеченных ипотечной ссудой.

Ипотечный залог, обращаемый в аннуитет — соглашение, при котором домовладелец берет кредит под залог собственного капитала в составе общей стоимости его или ее дома, получая при этом от кредитного учреждения периодические ежемесячные выплаты, не облагаемые налогом.

RFC — Корпорация по финансированию реконструкции (Reconstruction Finance Corporation). Бывшее государственное управление США, предоставлявшее во время Великой депрессии экстренные ссуды банкам и железным дорогам, находящимся под угрозой дефолта.

S&L — ссудно-сберегательное учреждение. Изначально — организация, специализирующаяся на предоставлении ипотечных ссуд.

Специализация — способность организации, учреждения или компании выполнять определенную функцию. В системе финансирования жилья организации имеют склонность к специализации в области финансирования, оформления и/или обслуживания ипотечных ссуд.

Системный риск — риск, влияющий на весь финансовый рынок или финансовую систему, а не только на их конкретных участников. Избежать системного риска за счет диверсификации невозможно.

TBS — временное общество по строительству домов. Группа людей, объединивших свои сбережения и предоставляющих друг другу ипотечные ссуды для строительства домов.



Кредитные учреждения — термин, относящийся к таким кредитным учреждениям, как ссудно-сберегательные ассоциации, кредитные союзы и взаимно-сберегательные банки

Выдача разрешения на предоставление ипотечной ссуды — процедура принятия решения о предоставлении ипотечной ссуды и формулировки условий для ее предоставления.