

УДК 332.72:338.124.4

**СКЛАДОВІ ВПЛИВУ РИНКУ НЕРУХОМОСТІ НА СВІТОВУ ФІНАНСОВУ КРИЗУ**

**Пузанов І.І.** д.е.н., проф., професор кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

**Пузанов І.І. Складові впливу ринку нерухомості на світову фінансову кризу**

У статті розглядаються питання виникнення іпотечної кризи у США і її вплив на світову фінансову кризу. Світовий характер криза набула за рахунок сек'юритизації – розукрупнення іпотечних продуктів у формі високо ризикованих субстандартних іпотечних кредитів. Сек'юритизація забезпечувала отримання постійного потоку платежів, які забезпечували безпрецедентний прибуток і величезні бонуси для вищого менеджменту банків та інвестиційних компаній. Розроблений американськими фінансовими інститутами цілий ряд інноваційних продуктів, пов'язаних з високоризикованими іпотечними кредитами, призначався для отримання максимальних виплат, а не підвищення ефективності своєї роботи, яка передбачає зниження операційних витрат і мінімізацію платежів. Страхування вкладів з гарантією уряду додало новий імпульс надання проблемних кредитів і появі інших способів прийняття на себе надмірно високих ризиків. Схеми впровадження інноваційних продуктів, в основі яких лежали іпотечні кредити, були розроблені таким чином, щоб диверсифікувати ризики, забезпечити якомога більше платежів, часто залишалися прихованими для позичальників, дозволяли обходити регулюючі та бухгалтерські положення, що обмежували зловживання у сфері кредитування та прийняття ризиків. Розглядаються фактори, механізм та умови впровадження таких інноваційних іпотечних схем.

**Pouzanov I. Factors of influence of the real estate market to the global financial crisis**

The article examines the emergence of the U.S. mortgage crisis and its impact on the global financial crisis. Global nature of the crisis has been due to securitization - disaggregation of mortgage products in the form of high-risk subprime mortgages. Securitization is provided a permanent stream of payments, guaranteed unprecedented profits and huge bonuses for senior management of banks and investment funds. Designed by U.S. financial institutions, a number of innovative products related to subprime loans, intended to maximize the benefits and not increase the efficiency of their work, which involves a decrease in operating costs and minimize payments. Deposit insurance with the government guarantee has added a new impulse to provision of bad loans and the emergence of other ways of taking on excessive risk. Schemes of introduce innovative products, which were based on mortgages have been designed to diversify risks as much as possible to ensure payments, often remained hidden for borrowers to circumvent regulatory and accounting provisions to limit the abuses in lending and risk-taking. The factors and conditions for the implementation mechanism of innovative mortgage schemes are analysing.

**Пузанов И.И. Факторы влияния рынка недвижимости на мировой финансовый кризис**

В статье рассматриваются вопросы возникновения ипотечного кризиса в США и его влияние на мировой финансовый кризис. Мировой характер кризис приобрел за счет секьюритизации – разукрупнения ипотечных продуктов в форме высоко рискованных субстандартных ипотечных кредитов. Секьюритизация обеспечивала получение постоянного потока платежей, обеспечивающих беспрецедентный прибуль и огромные бонусы для высшего менеджмента банков и инвестиционных компаний. Разработанный американскими финансовыми институтами ряд инновационных продуктов, связанных с высокорискованными ипотечными кредитами, предназначался для получения максимальных выплат, а не повышения эффективности своей работы, которая предусматривает снижение

операционных расходов и минимизации платежей. Страхование вкладов с гарантией правительства добавило новый импульс предоставления проблемных кредитов и появлению других способов принятия на себя чрезмерно высоких рисков. Схемы внедрения инновационных продуктов, в основе которых лежали ипотечные кредиты, были разработаны таким образом, чтобы диверсифицировать риски, обеспечить как можно больше платежей, часто оставались скрытыми для заемщиков, позволяли обходить регулирующие и бухгалтерские положения, ограничивавшие злоупотребления в сфере кредитования и принятия рисков. Рассматриваются факторы, механизм и условия внедрения таких инновационных ипотечных схем.

**Постанова проблеми.** Сучасні проблеми, з якими зіткнулася світова фінансова система, прийшли з іпотечного ринку. Іпотечна криза, що вибухнула в США у контексті розміру фінансових та економічних наслідків, в даний час розглядається як найбільша фінансова піраміда. Коли на американському іпотечному ринку банками та іпотечними компаніями почали пропонуватися дешеві іпотечні кредити, багато споживачів зреагували на це, як на можливість реалізувати потребу в житлі або поліпшення умов проживання.

Суттєва частка позик за іпотечними кредитами перевищувала реальні можливості позичальників їх погасити, тобто позики бралися на умовах високого кредитного тягаря. Коли процентні ставки почали рости, вибухнула іпотечна криза, що призвела до втрат нерухомості і всього вкладеного в них капіталу не тільки в самих США, але і за кордоном. Світовий характер криза набула за рахунок сек'юритизації – розукрупнення іпотечних продуктів, трансформації їх у цінні папери та їх деривативи, а потім поширення за каналами фінансового сектора різним банкам та інвестиційним фондам по всьому світу. Іпотечні позики ділилися на транші, які згодом складали нові, колись небачені комбінації і в такому вигляді виставлялися на продаж у вигляді випущених цінних паперів, забезпечених заставою або активами, а також облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями. Обсяги таких випущених цінних паперів перевищували 3 трлн. дол. на рік [1; с. 12].

Довіра до інструментів американського іпотечного ринку була величезною і інвестиції в них розглядалися як хороший варіант фінансових інвестицій, тим більше що протягом тривалого часу вони забезпечували високий прибуток. Протягом п'яти років до 2007 р. всі фінансові ринки світу росли в середньому більш ніж на 10% на рік [1; с. 14]. Цей процес супроводжувався стійким зростанням ринків облігацій та ринків нерухомості. На цьому фоні важко було припускати, що у такого великого ринку виникнуть проблеми.

Сек'юритизовані іпотечні кредити, що продавалися по всьому світу, і виявилися токсичними фінансовими інструментами, крім самих США, втягнули в свою орбіту фінансові ринки інших країн – Норвегію, Бахрейн, Індонезію, Китай та ін. і світових фінансових стовпів, як Lehman Brothers, Bear Stearns та ін. У 2008 р. Citygroup недоотримав 18,7 млрд. дол., практично звівши нанівець зусилля попередніх трьох років. Merrill Lynch втратив 35,8 млрд. дол., дохід рівний за 12 останніх років [1; с. 9]. У деяких випадках фінансові інструменти, які використовували банки і кредитори при іпотечному кредитуванні, стали причиною їх власного краху.

Вважалося, що завдяки трансформації банками іпотечних продуктів та передачу їх численним інвесторам вдасться розподілити ризики і забезпечити, таким чином, захист цього ринку. Але насправді високі ризики пояснюються формою надання кредиту, у поєднанні з надмірно довгим кредитним плечем і на тлі зниження регулятивного нагляду з боку держави. Іпотечний продукт надавався у формі високо ризикованих субстандартних іпотечних кредитів (які стали становим хребтом кризи), або неодноразових позик за рахунок багаторазового перезастави нерухомості за допомогою іпотечних кредитів, при видачі яких не були потрібні ніякі або майже ніякі документи про доходи або активи, тобто заохочувалася видача кредитів ненадійним позичальникам у зв'язку, з чим повернення кредитів представлявся сумнівним [2].

Під субстандартними іпотечними кредитами розуміються позики, надані людям, які не відповідали критеріям, що задаються при наданні “звичайних” іпотечних кредитів, наприклад тим, хто мав низький або нестабільний дохід. Фінансові інновації у формі субстандартних іпотечних кредитів дозволили великій кількості американців вперше стати домовласниками, але, зрештою, їх частка після виходу з кризи буде нижче, ніж на його початку. У 2007 р. юридичні дії пов'язані із зверненням до стягнення на закладену нерухомість, були здійснені щодо майже 1,3 млн. осіб. За деякими оцінками, у 2008 р. їх число становило 2,3 млн. [3, 4] У 2009 р. близько 3,4 млн. домовласників не змогли виконати своїх зобов'язань за іпотечним кредитам і 2,1 млн. чоловік втратили свої будинки. За даними Mortgage Bankers Association станом на березень 2009 р., з 5,4 млн. американських домовласників, які взяли іпотечний кредит, близько 12% мали затримки з виплатами щонайменше в один місяць, або було звернено стягнення на закладену ними нерухомість [5, 6, 7]. За оцінками Moody's ще кілька мільйонів домовласників зіткнулися із зверненням стягнення на закладену ними нерухомість. Завдяки іпотечної кризи під загрозу виявилися заощадження мільйонів людей, переконаних у тому, що можна жити не за коштами [8].

Складні фінансові інструменти були розроблені таким чином, щоб отримати від позичальника якомога більше грошей. Процес сек'юритизації забезпечував отримання постійного потоку платежів, які забезпечували безпрецедентний прибуток і величезні бонуси для вищого менеджменту банків та інвестиційних компаній. Останні, не звертаючи увагу на вразливість застосовуваної схеми, не робили висновки, спрямовані на виправлення ситуації, а прагнули отримати якомога більший прибуток і бонуси і добитися цього якомога швидше, чим тільки сприяли посиленню нестабільності ринку.

Навіть криза і подальший розвал системи іпотечного кредитування не сприяв зміні менталітету вищого банківського менеджменту. Коли американський уряд надав банкам гроші для здійснення рекапіталізації та відновлення потоку кредитів, багато керівників банків замість вирішення цих важливих завдань використовували отримані кошти для виплати собі рекордних бонусів. Дев'ять організацій-кредиторів, які у сукупності зазнали збитків у 100 млрд. дол., отримали для їх порятунку за програмою TARP 175 млрд. дол., з яких близько 33 млрд. дол. пішло на виплату бонусів, у тому числі майже 5000 співробітників отримали по мільйону доларів і більше реально за рекордні збитки. Інші гроші були використані для виплати дивідендів, тобто гроші, надані урядом, були розподілені за умови, що ніякого прибутку отримано не було [9].

Ринки, відповідно до теорії, повинні стимулювати перерозподіл капіталу на користь його найбільш продуктивного використання і в роки, що передували кризі, ФРС зберігала відсоткові ставки на низькому рівні з метою стимулювання інвестицій у виробничі технології та обладнання для забезпечення високих темпів економічного зростання. Проте, в США і ряді інших розвинених країн така ситуація призвела до появи бульбашки на ринку житла, хоча ринок, як вважається, не повинен вести себе таким чином. Як свідчить історична практика, банки періодично використовують грошові кошти, для участі в надмірно ризикованих операціях і надають їх за допомогою кредиту тим, хто згодом не може їх повернути. Випадки такого кредитування, що породжує бульбашки на ринку житла, зустрічалися неодноразово і це одна з причин, яка пояснює необхідність державного регулювання фінансової системи, як фундаментального принципу забезпечення її стабільності.

Загальні тенденції економічного розвитку свідчать про зворотне. По-перше, з 1980-х, протягом 1990-х і до сих пір, панівною тенденцією у світовій економічній політиці проходить процес дерегулювання, навіть спроби накласти обмеження на використовувані схеми кредитування, яким, зокрема, було кредитування на ринку субстандартних іпотечних кредитів, рішуче припинялися. По-друге, на вищому рівні в рамках ФРС її глава А.Грінспен фактично заблокував пропозицію щодо посилення контролю за діяльністю кредиторів, які видавали субстандартні кредити [10; P. VI].

Розроблений американськими фінансовими інститутами цілий ряд інноваційних продуктів, пов'язаних з високоризикованими іпотечними кредитами, призначався для отримання максимальних виплат, а не підвищення ефективності своєї роботи, яка передбачає зниження операційних витрат і мінімізацію платежів. У реалізованих банками фінансових угодах на іпотечному ринку відношення до операційних витрат було протилежним. Завдяки запропонованим інноваційним продуктам в іпотечному кредитуванні, кредитним організаціям високі операційні витрати були вигідні, і тому вони прагнули зробити такі платежі максимальними, а не мінімальними.

Страховання вкладів з гарантією уряду додало новий імпульс надання проблемних кредитів і появи інших способів прийняття на себе надмірно високих ризиків. Згідно з умовами страхування, якщо банк ризикував грошима вкладників і зазнавав крах, уряд приходив на виручку, якщо ж банк вигравав, то весь додатковий прибуток він забирав собі. Базові умови банківської діяльності та банківського регулювання стали ігноруватися. Коли система страхування вкладів була запропонована вперше в розпал Великої депресії, президент Ф. Рузвельт був настільки стурбований пов'язаним з нею моральним ризиком, що коливався, однак не наважився підтримати цю ідею. Однак він був переконаний, що, якщо страхування супроводжується досить сильним регулюванням, зазначений ризик вдасться контролювати. Дійсно у світовій економіці протягом тривалого періоду в чверть століття після Другої світової війни, коли в цій сфері діяли жорсткі правила, такі бульбашки не надувалися.

В умовах дерегулювання банківської діяльності при діючій системі страхування вкладів стимули для здійснення надмірно ризикованого кредитування на фінансових ринках зростають. Фінансисти обґрунтовано вважали, що ризик неплатежу за іпотечним кредитом, при якому різниця між вартістю забезпечення та сумою кредитної заборгованості стала негативною, суттєво збільшується, особливо в умовах застосування американської системи кредитування без регресу, згідно з якою найгірше, що може трапитися з проблемним позичальником – це втрата його будинку. Крім цього кредитор не може отримати з нього нічого. Мотивація вкладників самостійно оцінювати ризики банків та їх зловживання при використанні довірених їм грошей не витримує критики, оскільки навіть менеджери кредитних і фінансових інститутів, і представники регулюючих органів в різний час оцінюють ці ризики по-різному.

Були й інші причини, що спонукали кредитно-фінансові інститути прийняти рішення про заробітки на дуже ризикованих кредитах і приймати участь в інших надмірно ризикованих операціях. Особливо це проявилось після скасування закону Гласа-Стіголла у 1999 р., що розділяв комерційну та інвестиційну банківську діяльність. Після цього спостерігалася така концентрація банківського капіталу, яка реально не припускала можливість банкрутства найбільших банків, і менеджмент банків знав, що в критичній ситуації уряд їх врятує. Це стосувалося навіть тих банків, які не входили до системи страхування внесків, зокрема інвестиційних. Внаслідок цього у вищого менеджменту банків з'явилися викривлені стимули, які підштовхували їх до необачності та прийняття надмірно високих ризиків.

Ще однією важливою причиною в діяльності банків після впровадження інноваційних технологій став механізм створення прибутку. Раніше банки отримували більшу частину прибутку на різниці відсоткових ставок, встановлених для вкладників і позичальників. Різниця (спред) була дуже великою, але зазвичай забезпечувала комерційним банкам прийнятну прибутковість. У міру ослаблення регулюючих положень і зниження культури ведення банківської діяльності, банки стали шукати нові способи отримання прибутку. У підсумку вони прийшли до системи платежів, яка забезпечувала величезну рентабельність.

Чимало інноваційних продуктів, в основі яких лежали іпотечні кредити, були розроблені таким чином, щоб диверсифікувати ризики, забезпечити якомога більше платежів, часто залишалися прихованими для позичальників, і обходити регулюючі та бухгалтерські положення, що обмежували зловживання у сфері кредитування та прийняття

ризиків. Інновації допомогли приховувати реальний стан справ і не показувати ризики в балансовому звіті. Інновації, розроблені для управління ризиками при зловживанні ними, насправді, приводили до збільшення ризиків.

Серед таких ризикованих схем, які використовувалися у США можна виділити наступні:

1. 100%-ий іпотечний кредит без права регресу (категорія опціонних угод). Якщо ціна будинку зростала, домовласник залишав різницю собі. Якщо ж вона падала, він нічого не втрачав; позичальник міг просто віддати ключі від будинку кредитору і піти в будь-який час. Цей стимул провокував у позичальника сильну спокусу купити будинок дорожче, ніж він фактично міг собі дозволити. Але так як і банки, і ініціатори іпотечних кредитів одержували платежі у будь-якому випадку, їм не було резону боротися з таким підходом.

2. Іпотека зі ставками, що “заманюють” (спочатку низькі ставки, які через кілька років різко зростають) з так званими шаровими платежами (варіант, коли останні платежі при погашенні кредиту значно перевищують попередні). Вони приводили до повторного рефінансування. При кожному такому рефінансуванні, внаслідок того, що позичальник повинен був знову здійснити платежі, кредитно-фінансові інститути знову отримували доступ до джерела прибутку. Коли заманливий період закінчувався, і ставки для позичальників зростали, при настанні терміну погашення кредитів останні виявлялися у важкому становищі.

3. Іпотечні схеми, що дозволяли позичальнику самому вибирати суму платежів. При цьому варіанті позичальнику навіть не потрібно було кожен місяць платити відсотки в повному обсязі. У таких схем була негативна амортизація, тобто в тих випадках, коли періодичні платежі за кредитом недостатні для повного погашення відсотків, основна сума боргу просто збільшується на розмір недоплачених відсотків. Іншими словами, при такому підході наприкінці року заборгованість позичальника виявлялася більше, ніж на початку.

4. До числа найпопулярніших нових продуктів відносилися “борги шахраїв”, названі так, тому що для отримання кредитів не треба було доводити наявність доходів. У багатьох випадках позичальників навіть спонукали завищувати свої доходи.

5. Різних комбінації наведених інноваційних схем іпотечного кредитування.

У всіх представлених схемах був закладений простий принцип: чим більше будинок, тим більший кредит під нього можна надати, а чим більше кредит, тим вище будуть платежі. Кредитори керувалися цим принципом, не звертаючи уваги на те, що в перспективі їх дії могли призвести до появи серйозних проблем. Регулюючі органи та інвестори мали б з настороженістю відноситися до 100%-их іпотечних кредитів, сприймати іпотечні схеми, при яких борг позичальника постійно зростав і, які примушують для погашення кредиту вдаватися до неодноразового рефінансування.

Можливість впровадження таких інноваційних іпотечних схем обумовлювалася кількома чинниками.

1. Очікування продовження динаміки швидкого зростання цін на житло і, у зв'язку з цим, можливість здійснення легкого рефінансування. Однак економічно це очікування не було виправданим. Реальні доходи більшості американців (скориговані на величину інфляції) не росли. У 2005 р. дохід медіанної сім'ї (сім'ї, щодо якої у половини всіх інших сімей дохід більше, а в іншій половині менше) був майже на 3% нижче, ніж у 1999 р. [11] Ціни на житло зростали набагато швидше темпів інфляції та підвищення реальних доходів. З 1999 по 2005 рік ціни житлової нерухомості зросли на 42% [12]. У результаті для середньої сім'ї співвідношення цін на житло і її доходів зросла з 3,72 рази в 1999 р. до 5,29 в 2005 р. [13]

2. Учасники ринку іпотечного кредитування виходили з припущення, що, коли настане час для рефінансування конкретного іпотечного кредиту, відсоткові ставки, умови кредитування погіршуватися не будуть, динаміка рівня безробіття не погіршиться, зниження цін на ринку нерухомості спостерігатися не буде, тобто кожен з цих факторів не підвищуватиме ризики для позичальника.

3. Перехід з фіксованих на плаваючі ставки при іпотечному кредитуванні. У минулому більшість американців брали довгострокові (строком на 20-30 років) іпотечні кредити з фіксованою відсотковою ставкою, при якій розмір їх платежів не змінювався протягом усього строку дії цього кредиту. Це велика перевага. Позичальник знає, яким будуть його виплати за кредитом, і тому може планувати свій бюджет. Причина, за якою позичальник опинився б у більш вигідному положенні, взявши іпотечний кредит з плаваючою, а не з фіксованою відсотковою ставкою, полягала в тому, що як правило, довгострокові ставки платежів відображають очікуване середнє значення майбутніх відсоткових ставок і ринки виходять з того, що відсоткові ставки будуть залишатися приблизно на незмінному рівні, якщо не брати до уваги нетипові періоди. Надання іпотечних кредитів з плаваючою ставкою взагалі представляється американським ноу-хау. У ряді країн, наприклад у Туреччині, надання таких кредитів просто не дозволяється. У Великобританії навіть за багатьма іпотечними кредитами з плаваючою ставкою фактичні платежі як і раніше є фіксованими.

4. Зловживання оцінювачів нерухомості, які навмисно завищували оцінки вартості будинку, особливо в період надування бульбашки, коли ціни на ринку нерухомості швидко росли. Крім того, вони часто отримували відкати від кредитора, що також свідчить про наявність очевидного конфлікту інтересів. Позичальникам субстандартних іпотечних кредитів доводилося в тому випадку, коли вони здійснювали свої операції через брокерів, а не зверталися до кредиторів напряму додатково виплачували від 17 тис. до 43 тис. дол. на кожні 100 тис. дол. кредиту [14]. До цих витрат треба було додати ще 1-2% від суми кредиту, які брокер отримував від позичальника за здійснення (як створювалася видимість) вигідної угоди. Причому, найбільші винагороди брокери отримували за те, що радили позичальникам вибирати самі ризиковані іпотечні кредити: з плаваючою ставкою, зі штрафом за дострокове погашення і навіть з додатковою виплатою при здійсненні позичальником рефінансування. Брокери отримували додаткові комісійні і тоді, коли радили позичальникам вибирати іпотечні кредити з більш високою відсотковою ставкою.

5. Система звітності приводила до того, що платежі за кредитами можна було враховувати як прибуток, а високі прибутки призводили до високих цін акцій компаній, що виступали ініціаторами іпотечних кредитів та інших учасників фінансового сектора. Навіть якщо кредитори тримали у себе отримане у заставу майно, стандартні процедури бухгалтерського обліку працювали на їх користь. Хоча було зрозуміло, що існує велика ймовірність того, що багато із запропонованих "нових" іпотечних кредитів у кінцевому підсумку не будуть погашені, ніяких відміток про майбутні збитки у звітних документах не з'явиться доти, поки по конкретному іпотечному кредиту, не буде зроблено заяву про нездатність позичальника його погасити. Інновації подібного роду з'являються у відповідь на стимули, а стимули підштовхували до створення продуктів, які забезпечують отримання нових платежів, а не продуктів, що забезпечують краще управління ризиками.

6. Можливість диверсифікації та розподілу ризиків завдяки сек'юритизації, яка стала одним з основних напрямів фінансового бізнесу в 1990-х рр., але диверсифікація працює тільки у тому випадку, якщо кредити, з яких складений цінний папір, не корелюють один з одним. До появи цього фінансового інструменту банки зберігали у себе забезпечення за виданими ними кредитами. Якщо позичальник повідомляв про свою неспроможність, банк сам займався всіма пов'язаними з цим наслідками. Банки опрацьовували доцільність продовження строку виплати за виданим кредитом, необхідність звернутися до стягнення на заставне майно, реалізувати яке часом було непросто. При сек'юритизації все відбувалося по-іншому. Зобов'язання по декількох виданих іпотечних кредитах об'єднувалися в один пакет, який потім продавався інвесторам. При цьому інвестори могли ніколи не бути у тих місцях, де знаходилися закладені будинки. При сек'юритизації інвестори могли купувати частки іпотечних пакетів, а інвестиційні банки могли навіть об'єднати декілька таких пакетів, що робило диверсифікацію ризиків ще більш простою [15, 16]. Сек'юритизація породила інформаційну асиметрію: покупець цінного паперу, як правило, знав про супутні ризики

менше, ніж банк або фірма, що пропонували іпотечний продукт. Глобалізація відкрила двері для поширення цих токсичних іпотечних кредитів по всьому світу. Крім іншого, сек'юритизація ускладнює перегляд умов іпотечного кредиту у випадках, пов'язаних з виникненням проблем.

7. Фідуціарна відповідальність рейтингових агентств, керуючих інвестиційними структурами і регуляторів ринку, зобов'язаних проводити оцінку рівня надмірності ризиків взятих на себе банками і оцінка ступеня загроз здатності банків виконувати взяті на себе зобов'язання. І ті, і інші фактично не виконали покладених на них з боку держави функцій. Рейтингові агентства не змогли виявляти наявність і ступінь ризику тих фінансових продуктів, безпеку яких вони перевіряли. Вони не зробили об'єктивного аналізу, щоб виявити ті порочні стимули, якими керувалися банки та інвестиційні компанії при видачі іпотечних кредитів.

8. Недостатня глибина опрацювання історичних тенденцій розвитку іпотечного кредитування. Для отримання своїх оцінок аналітики спиралися на минулі ретроспективно недалекі тенденції розвитку. Такий підхід призвів до виникнення асиметричності інформації, однак, ні інвестиційні банки, ні рейтингові агентства в своїх моделях не брали цю асиметрію до уваги, тому не було зрозуміле, що у недавно створених інноваційних іпотечних кредитів ризики дефолту значно вище, ніж у традиційних кредитів. Це поставило під сумнів революційність перетворень фінансового ринку внаслідок появи нових інвестиційних продуктів.

9. Складність інвестиційних продуктів, що з'явилися. Для їх оцінки аналітикам доводилося вдаватися до комп'ютерного моделювання. Спочатку іпотечні пакети ділилися на розташовані один над одним транші з різними ступенями безпеки. Будь-які гроші, отримані від позичальників, в першу чергу спрямовувалися на погашення "найбезпечнішого" (або верхнього) траншу в пулі. Після того як всі виплати за цим траншем були отримані, гроші направлялися на наступний транш та ін. По самому нижчому траншу виплати можна було отримати тільки після забезпечення всіх більш високих траншів. Проте, найвищий транш буде як і раніше отримувати рейтинг ААА, якщо він забезпечує, в якійсь малоймовірній ситуації, що пов'язана з оголошенням дефолту кредитів, які входять до пулу, хоча б якийсь дохід для найнижчого траншу. Насправді самі різні транші були об'єднані в складні схеми, що призвело до того, коли при настанні самої малоймовірної несприятливої події всіх обіцяних доходів не могли отримати не тільки власники нижнього траншу, але і власники верхнього, який номінально має вищий кредитний рейтинг. Словом, втрати несли всі, а не тільки ті, хто купував транші з нижчим рівнем безпеки.

Є кілька способів вирішення проблеми звернень стягнення на закладену нерухомість. Фактично складність полягала в тому, як зберегти будинки сотень тисяч людей, які в іншому разі їх втрачуть. Без надання допомоги банкам цього досягти неможливо. Якщо держава зніме ризик з балансових звітів банків, це допоможе послабити напругу на кредитному ринку.

Для зниження рівня дефолтів, доведеться досягти підвищення здатності і готовності позичальників здійснювати свої платежі за іпотечними кредитами. Ключем до цього є зниження розміру їх виплат, що може бути досягнуто за рахунок: 1) збільшення тривалості періоду платежів за кредитами, в цьому випадку позичальники зіткнуться з більш високою заборгованістю у майбутньому; 2) надання допомоги позичальникам при здійсненні платежів за кредитами; 3) зниження для них ставок платежів; 4) зниження суми основного боргу; 5) різних комбінації вищенаведених схем.

Банки вважають за краще перший варіант реструктуризації іпотечних кредитів, оскільки він збільшує тривалість періоду платежів за кредитами і надає їм можливість стягнення додаткової плати за реструктуризацію. У цьому випадку вони не тільки нічого не втрачають, а й навіть на цьому заробляють за рахунок додаткових платежів і відсотків. Але для макроекономічного розвитку країни це найгірший варіант, оскільки він всього лише відкладає час виплати за кредитами на більш віддалений термін. Це саме той варіант, який

неодноразово здійснювався відносно країн, що розвиваються, заборгованість яких, в кінцевому рахунку, перевищила можливості їх платежів і перетворилася на глобальну проблему. Результатом такого підходу була би ще одна боргова криза, яка настала б через кілька років.

Проте на перший план висувався аргумент на користь надання тимчасової допомоги американцям з низьким і середнім рівнем доходів з метою компенсації їх витрат на житло (другий варіант). У Сполучених Штатах при обчисленні розміру прибуткового податку дозволяється виключати з оподатковуваної суми відсотки, що виплачуються за іпотечним кредитом і податки на майно. Роблячи таким чином, уряд бере на себе значну частку витрат позичальників.

Надання позичальникам допомоги при здійсненні платежів за кредитами має свої позитивні моменти для них. На будинок не накладається вилучення, це позитивно позначається на цінах на нерухомість, вони, щонайменше, не будуть обвалюватися. Переваги отримують всі за винятком банків. Уряд виграє за рахунок накопичення фондів (через майже нульову ймовірність оголошення дефолту) і отримання відсоткових платежів.

В іншому випадку, якість порожніх будинків швидко знижується. Ціни на житло, що знаходиться поруч з таким будинком, також знижуються. У зростаючого числа жителів величина кредиту починає перевищувати заставну вартість їхніх будинків, що знижується, і це призводить до нових звернень стягнень на закладену нерухомість. Як правило, такі будинки, зрештою, виставляються на аукціон і при зниженні ринкових цін вдається повернути частину їх вартості [17].

Третій варіант, який передбачає зниження ставок платежів, також представляється одним з варіантів вирішення проблеми. Зниження відсоткової ставки призводить не тільки до зниження суми платежів, а й створює стимули для позичальника не оголошувати дефолт.

Кращим варіантом для виходу з кризи був би четвертий варіант – скорочення величини основної суми іпотечного боргу. Це послабило б для позичальника стимул оголошувати себе неплатоспроможним і призвело б до того, що у важкому становищі з виплати іпотечних кредитів виявилось б менша кількість людей. Для банків це означало б примирення з реальністю, визнання факту видачі кредитів під завищені ціни на житло внаслідок “фінансової бульбашки, що надулася”. Прийняття цього варіанту поклало б край ілюзіям про те, що вони зможуть в повному обсязі повернути дані в кредит гроші.

П'ятий варіант припускає використання вже наявного світового досвіду успішної роботи іпотечного ринку або розробку нових схем роботи ринку, спрямованих на зниження можливого дефолту позичальника. Так, наприклад, у якості альтернативи американському ринку можна навести приклад датського іпотечного ринку, якому вже більше двох століть. Частка дефолтів за кредитами тут невелика, а стандартизовані продукти забезпечують сильну конкуренцію, що призводить до низьких відсоткових ставок і низьким операційним витратам. Однією з причин, що пояснюють невелику частку оголошень про неплатоспроможність за кредитами у Данії, є строгі правила, причому позичальники можуть займати не більше 80% вартості будинку. В американській же системі підвищується ризик виникнення негативного власного капіталу, і до того ж вона заохочує учасників ринку займатися спекулятивними операціями. Датська система, навпаки, призначена для недопущення негативного власного капіталу та запобігання спекуляцій. Вона характеризується високим ступенем прозорості, і тому ті, хто купує іпотечні облігації, діють на основі точної інформації про якість кредитних оцінок кожного потенційного одержувача іпотечних кредитів.

У датській системі, коли видається іпотечний кредит, створюється закладений лист, і покупець може погасити кредит (з відповідним зниженням суми в заставному листі). В американській системі, коли відсоткові ставки ростуть із супутнім ризиком зниження цін житла, є великий ризик виникнення негативного капіталу. У датській системі, якщо ціни житла впадуть, одночасно знизиться і сума в заставному листі, і тому домовласнику легше погасити свою заборгованість. Це запобігає появі негативного власного капіталу. Фактично



датські заставні листи сприяють рефінансування при зростанні процентних ставок; американці ж роблять це тільки у тому випадку, коли процентні ставки падають [18].

Кредитори в цій ситуації також не програють, оскільки власники житла будуть змушені поміняти кредит без права регресу на кредит з правом регресу. Кредит без права регресу схожий на опціон, що забезпечує стовідсотковий дохід при зростанні цін на житло і обмежує ризики, що виникають при зниженні цін. Перехід з кредиту без права регресу на кредит з правом регресу призводить до того, що при цьому варіанті уряд спрямовує свої зусилля в основному на порятунок банків, залишаючи велику частину позичальників у незнанні про можливі виникнення різного роду проблем.

**Висновки.** Після вливання грошей в банки проблеми на іпотечному ринку стали ще більш серйозними. З цього випливає, що в майбутні роки банківську систему очікують великі труднощі. Варіант порятунку банків, який був запропонований урядом США, перешкодив реструктуризації іпотечних кредитів, не сприяв відновленню кредитування, і адже саме відновлення системи кредитування слугувало приводом для розробки державної програми виходу з кризи. У підсумку це призвело до більш значного зростання державного боргу, ніж можна було б очікувати при використанні альтернативних підходів.

Банки чинять опір появі будь-яких форм списання суми основного боргу у будь-яких державних програмах і особливо не хочуть допускати будь-яких судових прецедентів, що передбачають банкрутство. У цих умовах уряд став неясним (а у випадку з Citibank і явним) страховиком величезних збитків. Це означає, що збитки банківського сектора фактично переносяться на платників податків, і всі вигоди дістаються цьому сектору. Якщо банки не реструктурують іпотечні кредити і якщо відбудеться відновлення ринку нерухомості, банки отримають доходи, але якщо ринок не відновиться і, як наслідок, їх збитки стануть ще більше, ці втрати ляжуть на плечі платників податків. Адміністрація Б.Обами по суті надала банкам великі можливості для спекуляцій по відновленню ринку.

Імовірність непогашення суми основного боргу внаслідок відстрочки поточних платежів за іпотечними кредитами значно вище, ніж при відстрочці платежів за іпотечними кредитами, які повною мірою враховані у бухгалтерській документації [19]. Це особливо наочно проявилось у ході нинішньої глибокої рецесії, насамперед, за тими кредитами, де різниця між вартістю забезпечення і кредитною заборгованістю стала негативною.

#### Список використаних джерел:

1. Фергюсон Н. Восхождение денег. – М.: Астрель: CORPUS, 2010. – 431 с.
2. Weisenthal J. “Dick Parsons: Don't Just Blame the Bankers”, Business Insider. – 2009. – April 7. Режим доступу: <http://www.businessinsider.com/dick-parsons-dont-just-blame-the-banker-2009-4>.
3. Simon R. Hagerty J.R. “One in Four Borrowers Is Underwater”. – Wall Street Journal. – 2009. – November, 24. – P. A1; RealtyTrac, “US Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007”, press release, 2008. – January 29.
4. Foreclosure Activity Increases 81 Present in 2008”, press release, 2009. – January 15. Режим доступу: <http://www.realtytrac.com/contentmanagement/>.
5. Garrison S., Rogers S., Moore M.L. “Continued Decay and Shaky Repairs: The State of Subprime Loans Today”, Center for Responsible Lending, Washington, DC. – 2009. – January. Режим доступу: [http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/continued\\_decay\\_and\\_shaky\\_repairs.pdf](http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/continued_decay_and_shaky_repairs.pdf).
6. “Holding Up the Housing Recovery”, New York Times. – 2009. – April 24. – P. A26.
7. Credit Suisse, “Foreclosure Update: Over 8 Million Foreclosures Expected”, Fixed Income Research. 2008. – December 4. Режим доступу: <http://www.chapa.org/pdf/ForeclosureUpdateCreditSuisse.pdf>.
8. FBI, 2008 Mortgage Fraud Report, “Year in Review”. Режим доступу: [http://www.fbi.gov/publications/fraud/mortgage\\_fraud08.htm](http://www.fbi.gov/publications/fraud/mortgage_fraud08.htm), pp. 11-12.

9. Craig S., Solomon D. "Bank Bonus Tab: \$33 Billion". – Wall Street Journal. – 2009. – July 31. Режим доступу: [online.wsj.com/article/SB124896815094085.html](http://online.wsj.com/article/SB124896815094085.html).
10. Greg I. "Did Greenspan Add to Subprime Woes?" Wall Street Journal. – 2007. – June 9.
11. U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Historical Income Tables, Table H-6. Режим доступу: <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/inchhtoc.html>.
12. Shiller R. J. Irrational Exuberance. Princeton: Princeton University Press. Business & Economics, 2005. – 304 p.
13. The Federal Housing Finance Board Monthly Interest Rate Survey, Table 36. Режим доступу: <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=252>.
14. Ernst K., Bocian D., Li W. "Steered Wrong: Brokers, Borrowers, and Subprime Loans", Center for Responsible Lending, 2008. – April 8. Режим доступу: <http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/steered-wrong-brokers-borrowers-and-subprime-loans.pdf>.
15. Stiglitz J.E. "Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment" / Roumasset J., Bar S. "The Economics of Cooperation". – Westview Press, Boulder, 1992. – p. 15-38.
16. Stiglitz J.E. "Information and the change in the paradigm in economics". – P. 472-540. Режим доступу: <http://www.nobelprize>.
17. Financial Accounting Standards Board. "Determining Fair Value When the Volume and Level of Activity for the Asset or Liability Have Significantly Decreased and Identifying Transactions That Are Not Orderly", FSP FAS 157-4. – 2009. – April 9. Режим доступу: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818748755&blobheader=application%2Fpdf>.
18. Режим доступу: <http://www.capitalcredit.ru/news/1306919866.shtml>; <http://credit.ru/publication/show/id/1065/>.
19. Financial Accounting Standards Board. "Determining Fair Value When the Volume and Level of Activity for the Asset or Liability Have Significantly Decreased and Identifying Transactions That Are Not Orderly", FSP FAS 157-4. – 2009. – April 9. Режим доступу: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818748755&blobheader=application%2Fpdf>.

**Ключові слова:** іпотечні кредити, сек'юритизація, субстандартні іпотечні кредити, страхування вкладів, фінансові інститути, банки, інноваційні іпотечні схеми, ризики, моделі, закладена нерухомість, дефолт, заставний лист, сума основного боргу.

**Ключевые слова:** ипотечные кредиты, секьюритизация, субстандартные ипотечные кредиты, страхование вкладов, финансовые институты, банки, инновационные ипотечные схемы, риски, модели, заложенная недвижимость, дефолт, залоговый лист, сумма основного долга.

**Keywords:** mortgage loans, securitization, subprime mortgages, deposit insurance, financial institutions, banks, innovative mortgage scheme, risk models, encumbered estate, defaulted mortgage letter, the principal amount.