

Шевченко В.Ю.\*

## ІПОТЕЧНА ТА ФІНАНСОВА КРИЗА В США: МІЖНАРОДНИЙ ВПЛИВ

*Origin and major features of the subprime mortgage crisis and financial crisis in the USA are studied. International spillover of the financial crisis, its influence on the recession of the real economy is analyzed.*

Важливими складовими економічного зростання є розвиток будівництва та ринків нерухомості. Рівень доходів і заощаджень домогосподарств, іпотечне кредитування визначають обсяги фінансування та попиту на нерухомість, темпи будівництва та динаміку цін. В період 2002-2006 років ринки житлової та комерційної нерухомості демонстрували високий попит, що стимулювало зростання обсягів будівництва та цін в США, Великобританії, інших розвинутих країнах, транзитивних і зростаючих економіках.

Сучасна криза ринку субосновного іпотечного кредитування (subprime mortgage crisis) проявилася в США у 2007 році. Вона стала своєрідним пусковим механізмом глобальної фінансової нестабільності, оскільки досить швидко поширилась на інші сегменти фінансових ринків та основні фінансові інститути в США, на банки та фінансові ринки інших країн, спричинила фінансові шоки для розвинутих і транзитивних економік, набула характеру міжнародної фінансової кризи у 2008 році.

Під впливом фінансової кризи розпочалася економічна рецесія в США, Великобританії та інших розвинутих країнах, загальне падіння темпів економічного зростання у багатьох розвинутих, транзитивних та зростаючих економік. Такі процеси дослідниками та політиками характеризувались як глобальне фінансове потрясіння (global financial meltdown) та глобальна рецесія (global recession). Заходи державного регулювання та політика центральних банків мали масштабний характер, але не дали швидких результатів.

Глобальний характер фінансової кризи, яка розпочалася з кризи ринку нерухомості в США, вимагає аналізу взаємодії іпотечної та фінансової кризи, її основних факторів, механізму міжнародного поширення та наслідків для реальної економіки.

Метою статті є дослідження структури іпотечного кредитування в США та причин його кризи, ролі іпотечної кризи у виникненні фінансової кризи та її міжнародному поширенні. Методологія дослідження базується на використанні системно-структурного аналізу факторів та змісту кризи іпотечного кредитування, послідовності розгортання фінансової кризи та її міжнародного поширення.

Дослідження особливостей міжнародної фінансової кризи в сучасній західній науковій літературі концентрується на історичному аналізі фінансових та банківських криз, їх основних рис та відмінностей, визначенні причин та основних характеристик сучасної кризи, оцінці її масштабів, регуляторних і фінансових заходів урядів та центральних банків. Теоретичною основою таких досліджень, як правило, є поєднання монетаристських, неокласичних та інституційних підходів з теоріями фінансових ринків та фінансової чутливості. Визначенню факторів сучасної фінансової кризи, її особливостей та шляхів по-

\* кандидат економічних наук, доцент кафедри міжнародної економіки економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка

новлення стійкості на фінансових ринках присвячено дослідження Боріо К. [6], Кідлбергер Ч. та Р.Алібер Р. [11], Рогофф К. та Рейнхарт К. [13], Лавен Л. та Валенсія Е. [12].

Аналіз факторів та розгортання кризи субосновних іпотечних облигацій в США, особливостей ринків нерухомості в розвинутих країнах, взаємодії іпотечної та фінансової криз проведено в роботах американських та європейських дослідників Бернанке Б. [3], Бланшар О. [5], Кіфф Дж. та Мілс П. [10], Мічеліс А. [8]. Основні висновки вказаних досліджень стосуються зміни структури фінансування нерухомості в США з початку 2000-х років, ризикового фінансування та його доступності для позичальників, поширення сек'юритизації іпотечних кредитів, швидкого зростання продаж нерухомості та цін на неї, ролі субосновних кредитів як каталізатора іпотечної та фінансової кризи. Узагальнення основних рис та тенденцій сучасної іпотечної кризи проведено в змістовні праці українських дослідників Поляченко В., Паливоди К., Гайдуцького П. [2]

Криза на ринку субосновного іпотечного кредитування в США, що займав відносно невелику частку у структурі фінансового ринку, на думку провідного економіста Міжнародного валютного фонду Бланшара О., стала пусковою ланкою у формування та стрімкому поширенні американської та міжнародної фінансових криз [5]. Цей глибинний висновок потребує більш детального аналізу взаємодії іпотечної та фінансової криз, механізмів їх поширення на всі сегменти фінансових ринків у США та інших країнах.

Житлова та комерційна нерухомість становлять основну частку активів економіки США, відповідно стан будівництва, ринку нерухомості та кредитування нерухомості суттєво впливають на економічне зростання та фінансовий ринок країни.

З початку 2000-х років у США відбулися суттєві зміни на ринку житлової нерухомості, системі іпотечного кредитування та методах трансферу його ризику. В результаті дії ринкових, монетарних та регуляторних факторів сформувався бум на ринку нерухомості, який мав такі основні причини:

- розширення доступності іпотечного кредитування для верстви населення з відносно невеликими доходами;
- скорочення частки кредитів, прогарантованих державними організаціями (government sponsored agencies);
- поширення системи автоматизованого оформлення іпотечних кредитів та відповідно їх більша доступність;
- зростання частки субосновних іпотечних кредитів, які надавалися особам з низькими доходами;
- поширення рефінансування іпотечних кредитів та придбання нерухомості в інвестиційних цілях;
- зростання частки іпотечних кредитів, наданих небанківськими фінансовими інституціями.

Ціна на нерухомість стрімко зростала з 2002 по 2006 роки в силу зростання доступності іпотечних кредитів в результаті автоматизації надання кредитів, зниження вимог до позичальників, податкових пільг для кредитів на придбання індивідуальної нерухомості. Особливо цей процес проявився у стрімкому зростанні так званих субосновних іпотечних кредитів (sub-prime mortgages) та іпотечних кредитів з гнучкою відсотковою ставкою (ARM – adjustable rate mortgages).

Для розуміння системного характеру кризи ринку іпотечного кредитування необхідно розглянути його структуру та динаміку обсягів та цін на ринку нерухомості в США за останнє десятиріччя.

Іпотечне кредитування у США має багатоканальну структуру в залежності від статусу позичальників, застосування чи відсутності певної форми державного забезпечення, рівня ризику, умов фінансування.

Основними видами іпотечних кредитів в США є наступні:

1) Гарантовані спеціалізованими державними організаціями (FHA/VA mortgages) – Федеральною адміністрацією житла Federal Housing Administration) та Адміністрацією у справах ветеранів (Veteran Administration). Перша організація надає іпотечні кредити позичальникам з низькими доходами, друга – дійсним чи минулим військовослужбовцям. Під час контрактної служби військовослужбовці як правило отримують субсидії для сплати оренди житла. Такий вид іпотеки відрізняється практично відсутністю вимог до рівня доходів, державні організації повністю покривають ризики на всю суму іпотечного кредиту.

2) Підтверджені іпотечні кредити (confirming mortgages) – кредити першокласним позичальникам, що відповідають вимогам двох так званих «спонсорованих державою агентств» (government sponsored agencies – GSE): Федеральна національна іпотечна асоціація - Фанні Мей (Federal National Mortgage Association – Fannie Mae) та Федеральна корпорація по наданню іпотечних кредитів на будинки – Фредді Мак (Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac). Ці агенції мають чіткі вимоги до позичальників та кредитної документації, ліміт ціни на будинки за рахунок кредиту для всіх географічних зон. Фактично вони викупають пули (пакети) вимог по кредитах, наданих комерційними банками у відповідності зі стандартами цих агентств, за рахунок емісії та розміщення на фінансових ринках власних цінних паперів. Останні мають високу інвестиційну привабливість, оскільки їх ризики відносно невеликі – пули іпотечних кредитів, що відповідають високим вимогам, додатково гарантуються державою.

Перший та другий вид іпотечних кредитів разом називають агентськими кредитами в силу участі в процесі кредитування та гарантування державних агентств. Вони також називаються першокласними «А» іпотечними кредитами (prime or «A» mortgages).

3) Джумбо кредити (jumbo mortgages) – надаються першокласним позичальникам на суму, що перевищує встановлені державними агентствами ліміти. Позичальники по таким кредитам є найбільш платоспроможними та обізнаними, тому процес надання кредитів та їх обслуговування є більш ефективним.

4) Кредитні лінії, забезпечені активами будинку (equity lines – HEL) – вид кредиту, забезпечений активами будинку, що визначаються як різниця між ринковою вартістю будинку та залишком зобов'язань по іпотечному кредиту (залишок погашення основної суми та відсотків). Такі кредитні лінії використовуються для рефінансування іпотечних кредитів.

5) Іпотечні кредити типу «Alt-A» («Alt-A» mortgages) – кредити для позичальників з хорошою кредитною історією, але із значним перевищенням лімітів вартості та інших показників, навіть у порівнянні з джумбо кредитами. Кредити такого типу також застосовуються у випадках забезпечення іншою нерухомістю або активами з непідтвердженою вартістю. В процесі сек'юритизації кредити такого типу вважаються більш ризикованими ніж першокласні, відповідно забезпечені такими кредитами цінні папери є більш дохідними.

6) Субосновні іпотечні кредити (subprime mortgage loans) – надаються позичальникам з проблемною кредитною історією або тим, хто надає недостатню документацію про доходи чи активи – відповідно кредити типу «В» чи «С» (B) or «C» loans). Вони вважаються найбільш ризикованими кредитами, але в процесі сек'юритизації вони складають частину більш дохідних цінних паперів.

7) кредити зі змінною процентною ставкою ARM (adjustable rate mortgages – ARM mortgages) – за якими процентна ставка змінюється відповідно зміни базових ринкових ставок по кредитах.

Вони надаються позичальникам з проблемною кредитною історією, тим, хто не має достатніх доходів чи активів, а тому має більш високу ймовірність втрати спроможності обслуговувати кредит.

Таким чином, субосновні іпотечні кредити – це індивідуальні позики на придбання житлової нерухомості, що не повністю відповідають вимогам до стандартних банківських іпотечних кредитів та відтак мають більшу ймовірність настання дефолту.

Основними характеристиками ринку іпотечних кредитів в США останніми роками є наступні:

- суттєві зміни у структурі іпотечного кредитування: зниження частки гарантованих державою та зростання частки кредитів з більшим ступенем ризику – субосновних та кредитів зі змінною процентною ставкою;
- загальна вартість іпотечних кредитів в США зростала достатньо високими темпами – так якщо у кінці 2006 року вартість іпотечних кредитів складала 9,9 трильйонів доларів США, то в середині 2008 року ця вартість складала 10,6 трильйонів США, або зросла за півтора роки на 7,1 %;
- частка субосновних кредитів в загальній сумі іпотечних кредитів зростала з 10% в 2001-2003 роках до 18-21% в 2004-2006 роках;
- субосновні іпотечні кредити стимулювали зростання додаткового попиту на житло від групи ризикових позичальників (особи з низькими доходами, національні меншини, іммігранти), але репрезентували найвищу ймовірність дефолтів;
- частка прострочених іпотечних кредитів зростала з 16% в середині 2006 року до 21 % в січні 2008 року та більш ніж 25 % в середині 2008 року;
- результатом більш доступного іпотечного кредитування стало підвищення рівня забезпечення житлом – показник власності на житлові будинки зріс з 64 % у 1994 році до 69,2 % у 2004 році [9].

**Таблиця 1. Ринок нерухомості в США в 2005-2009 роках - кількість нових будинків, продаж нових будинків та середні ціни продажу нових будинків.**

	2005	2006	2007	2008	2009
Нові будинки, тис	1931	1979	1502	1120	778*
Нові продані будинки, тис	1293	1051	776	485	402*
Середня ціна нового буд., тис. дол.США		247	248	232	206*

\* - сезонно згладжений показник в розрахунку на рік

Складено та розраховано за даними: US Census Bureau, US Department of Commerce, US Department of Housing and Urban Development – Housing Historical Data, Tables 6,8, 9.

Бум на ринку житлової нерухомості в США розпочався з 2001 року та характеризувався зростанням кількості нових будинків з 1574 тис. у 2000 році до 1979 у 2006 році, або на 25,7 %. За той же період середня ціна нового житлового будинку зросла зі 169 тис. дол. США у 2000 році до 247 тис. дол. США у 2006 році, або на 46,2 %. [ 9 ] Більш високі темпи зростання цін були обумовлені збільшення частки придбання нерухомості в інвестиційних цілях, очікуваннями інвесторами подальшого зростання ринку та цін, розширенням можливостей рефінансування існуючих іпотечних кредитів.

Перегрів ринку нерухомості призвів до закономірної кризи починаючи з 2007 року. Падіння ринку нерухомості в результаті кризи субосновних іпотечних кредитів відзначалося більш незбалансованим характером. Кількість нових будинків змінилась з 1979 тис. у 2006 році до 400 тис у середині 2009 року (сезонно згладжені дані у розрахунку на повний рік), або упала майже у 5 разів. За той же період середня ціна нового житлового бу-

динку зменшилась з 247 тис. дол. США у 2006 році до 206 тис. дол. США у середині 2009 року (сезонно згладжені дані у розрахунку на повний рік), або в середньому на 16,6 %, при цьому ціни на вже існуючі будинки зазнали більшого коливання [9].

Одночасно відбулося збільшення частки прострочених кредитів та дефолтів по кредитах в силу значного зростання ризикованості кредитування – частка прострочених у загальному обсязі всіх іпотечних кредитів змінилась з 4,45 % у 2005 році до 9,24 % у 2 кварталі 2009 року. При цьому частка прострочених субосновних іпотечних кредитів стрімко зросла з 10,84 % у 2005 році до 25,35 % у 2 кварталі 2009 року [9].

Дефолти по субосновним іпотечним кредитам суттєво вплинули на нестабільність та ризикованість ринку нерухомості. Банки були змушені у 3-4 рази збільшити вилучення будинків для погашення заборгованості. Загроза масової втрати американцями житла змусила уряд США здійснити значні фінансові витрати для реструктуризації іпотечних кредитів та зменшення виселення з будинків.

Умови різних видів іпотечних кредитів визначають їх різну чутливість до зміни екстернальних факторів – ринкових, цінних та фінансових. Тому різні види іпотечних кредитів мають різний рівень ризиків та різну чутливість до зміни ринкових умов. На це накладаються фактори ризиків конкретного кредиту та позичальника.

Основними ризиками іпотечного кредитування є:

- ризик зміни вартості нерухомості;
- ризик втрати позичальником кредитоспроможності в результаті зменшення або втрати доходу;
- ризик зміни процентної ставки по кредиту;
- ризик дефолту позичальника;
- ризик повернення суми кредиту у разі дефолту позичальника;
- ризик реалізації нерухомості як застави за ціною, достатньою для погашення кредитної заборгованості.

За ймовірністю настання ризиків позичальника та ризиків впливу ринкових факторів субосновні іпотечні кредити є найбільш вразливими. каталізатор кризових процесів. Дефолти по субосновним іпотечним кредитам стали пусковим механізмом фінансової кризи в США. Падіння вартості американських фінансових інструментів, забезпечених субосновними кредитами (ризикові позичальники) на нерухомість (subprime mortgage bonds), спровокувало загальне зниження вартості фінансових активів на ринку США. Інвестори у такі та подібні облігації у всьому світі несли збитки, активи знецінювалися, банки втрачали вартість капіталу та ліквідність, в силу чого згортали кредитування економіки

Сучасна криза розпочалася зі зростання дефолтів по іпотечним кредитам та падіння вартості субосновних іпотечних облігацій у США. Це обумовило зростання втрат банків та фінансових компаній – емітентів та інвесторів у такі облігації -, падіння ліквідності банків та зниження обсягів кредитування, нестабільність поширилась на інші сегменти фінансових ринків, банківський сектор ряду розвинутих країн та зростаючих ринків (emerging markets).

Ринки нерухомості та іпотечного кредитування в США тісно пов'язані, вони мають періоди підйомів та спадів (boom and boost). Волатильність цих ринків обумовлена макроекономічними (попит та пропозиція, темпи економічного зростання, інфляція, зайнятість) та фінансовими (доходи домогосподарств, ціни на нерухомість, інвестиційна привабливість, умови кредитування) факторами.

Як відомо, обсяг та умови кредитування впливають як на попит, так і на пропозицію, тим самим на структуру та темпи економічного зростання. Але обсяги кредитування має власну циклічність в залежності від зміни монетарних, ринкових та регуляторних умов. Кредитний та економічний цикли мають відносну самостійність, але й одночасно взаєм-

ний вплив. Зокрема, кредитний бум на фазі економічного підйому може зумовити перегрів найбільш динамічних секторів та економіки в цілому, спровокувати економічну стагнацію. І навпаки, значне скорочення обсягів кредитування може спричинити падіння темпів зростання окремих секторів та рецесію економіки.

Надмірно високі темпи збільшення вартості активів на фазі економічного підйому мають ефект само-стимулювання – провокують поведінку інвесторів в розрахунку на продовження зростання вартості. Такий інвестиційний бум закінчується переломом висхідного тренду та настанням низхідного – падінням цін на активи в силу надлишкової пропозиції та перегріву ринку. Це в свою чергу веде до втрати вартості капіталу та ліквідності фінансових і нефінансових корпорацій, скорочення інвестицій, загального зниження темпів економічного зростання.

На основі аналізу таких параметрів можна зробити висновок, що на наш погляд, основними факторами виникнення та поглиблення міжнародної фінансової кризи можна вважати такі:

- надмірна монетарна та кредитна експансія в США в 2002-2004 роках (після фондової кризи 2000 року), що стимулювала доступність кредитів, збільшенню попиту на товарних ринках та нерухомості, сприяла значному зростанню вартості базових товарів (в першу чергу нафти), нерухомості та фінансових активів, стимулювала аналогічні процеси в інших розвинутих країнах;

- швидке зростання обсягів емісії фінансових інструментів сек'юритизації та трансферу ризиків запозичень, зокрема свопів кредитних дефолтів;

- зниження вимог до якості позичальників, кредитів та інших форм запозичень, фінансових активів в результаті поширення інструментів трансферу фінансових ризиків;

- зростання обсягів субосновних кредитів на нерухомість у США у 2002-2007 роках у 2,9 рази, емітовані на їх основі фінансові інструменти стали важливою складовою міжнародних інвестиційних портфелів та активів фінансових інституцій;

- зростання масштабів міжнародних фінансових дисбалансів, в першу чергу дефіциту поточного рахунку в США та ряді розвинутих країн та профіциту поточного рахунку в нафтодобувних країнах та інших країнах-експортерах, концентрація світових валютних резервів у країнах-експортерах;

- зниження курсу долару США до євро та інших основних валют у 2003-2008 роках;

- зростання цін на сировинних ринках (перш за все нафта, метали, сільськогосподарські товари) в 2006 - першій половині 2008 років як результат падіння курсу долару, розширення ринків похідних до товарів фінансових інструментів (деривативів), швидкого зростання попиту у таких країнах як Китай, Індія та нафтоекспортери;

- зростання обсягів міжнародної мобільності капіталу в результаті стрімкого збільшення обсягів міжнародної ліквідності у доларах США, лібералізації фінансових ринків та міжнародної фінансової інтеграції.

Дія вказаних та інших факторів обумовила нагромадження нерівноважності фінансових ринків (фінансових дисбалансів, диспаритетів вартості фінансових та товарних активів, змін валютних курсів, акумуляції фінансових ризиків) та обумовило корекцію нерівноважності шляхом кризи.

В період 2007-2009 років комбінація вказаних та інших факторів та інтенсивність їх впливу на кризові явища на фінансових ринках проявлялися по-різному. Це дає підстави для виділення та аналізу різних етапів фінансової кризи. Критеріями періодизації фінансової кризи можуть слугувати якісні та кількісні параметри, зокрема: падіння вартості фінансових активів, обсяги втрат та списань з балансів фінансових інститутів, банкрутства та примусові злиття фінансових інститутів, зниження кредитних рейтингів, волатильність фінансових та товарних ринків, динаміка ринку кредитування, обсяги державної та між-

державної підтримки ліквідності фінансових систем та рекапіталізації банків, девальвація валют та інші.

Таким чином, диверсифікація інструментів іпотечного кредитування в США, збільшення частки ризикових субосновних кредитів, розширення сек'юритизації іпотечних кредитів та продажу фінансових інструментів, забезпечених іпотекою, іноземним інвесторам сформувало бум на ринку житла. Збільшення дефолтів по субосновним кредитам та скорочення ринку нерухомості привело до значного збільшення ціни хеджування ризику та відповідно падіння вартості іпотечних фінансових інструментів. Останні склали суттєву частку капіталу та активів провідних міжнародних фінансових інституцій, що відповідно опинились на межі неліквідності та банкрутства, відбулося поширення недовіри на ринку та скорочення кредитної активності. Вказані процеси, а також падіння курсу долару США, криза будівництва та попиту на інвестиційні товари на світових ринках обумовили рецесію реальної економіки.

Для транзитивних економік, в тому числі й України, це означає в середньостроковій перспективі нестабільність національних банківських систем, зростання витрат на обслуговування зовнішньої заборгованості, скорочення обсягів та ускладнення умов зовнішніх запозичень та залучення іноземного капіталу.

### Література

1. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: ООО «И.Д.Вильямс» 2006.
2. Поляченко В., Паливода К., Гайдуцький П. Світова іпотечна криза. – К., УкрІНТЕІ, 2008.
3. Bernanke B. Financial Markets, the Economic Outlook and Monetary Policy. Washington 2008 – Federal Reserve Board, Washington 2008.
4. BIS Quarterly Report. September 2008. – BIS, Basel, 2008.
5. Blanchard O. The Crisis: Basic Mechanisms, and appropriate Policy. - IMF Working Paper WP/09/80 – International Monetary Fund, Washington, 2009.
6. Borio C. The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations. – BIS Working Paper, No 251 – BIS, Basel 2008.
7. Global Financial Stability Report. October 2008. - International Monetary Fund, Washington, 2008.
8. De Michelis A. Overcoming the financial crisis in the United States. OECD Economic Department Working Paper No.669. – OECD, Paris 2009.
9. Housing Historical Data, Tables 6, 8, 9 – US Department of Housing and Urban Development, 2009.
10. Kiff J., Mills P. Money for Nothing and Checks for Free: recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. - IMF Working Paper WP/07/188 – International Monetary Fund, Washington, 2007.
11. Kindleberger C., Aliber R. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. – Hoboken-London, John Wiley & Sons, 2005.
12. Laeven L., Valencia E. Systemic banking Crisis: A New Database. – IMF Working Paper WP/08/224 – International Monetary Fund, Washington, 2008.
13. Reinhart C., Rogoff K. Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. – NBER Working Paper No 13761 – Cambridge, Ma., National Bureau of Economic Research, 2008.