

---

## ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ВТОРИЧНОГО ИПОТЕЧНОГО РЫНКА США

Е.Л. Данкевич

Банк «Открытие»

*ул. Тимура Фрунзе, 11, стр. 13, Москва, Россия, 119021*

В статье раскрывается сущность и определяется структура вторичного ипотечного рынка США. Исследуются механизмы финансирования и институты развития вторичного ипотечного рынка США. Раскрываются особенности функционирования и виды ипотечных ценных бумаг, выпускаемых в США. Выявляются и систематизируются преимущества функционирования полноценного вторичного ипотечного рынка. Определяются факторы, способствовавшие столь масштабному росту первичного и вторичного рынков ипотечного кредитования в США. Анализируются количественные и качественные показатели функционирования вторичного ипотечного рынка США. Определяется роль государства в развитии вторичного ипотечного рынка США на современном этапе. Определены достоинства и недостатки ипотечных ценных бумаг, выявлены факторы, способствующие возврату частных инвесторов на вторичный ипотечный рынок США.

**Ключевые слова:** ипотечные ценные бумаги, ипотечные закладные, первичный ипотечный рынок, вторичный ипотечный рынок, оператор вторичного ипотечного рынка, федеральные ипотечные агентства.

**Введение.** Потребность в жилье является одной из фундаментальных потребностей человека. В этой связи одной из первоочередных целей правительства страны является обеспечение населения комфортным жилищем.

Общеизвестным является факт, что успешно функционирующий первичный рынок ипотечного кредитования способствует росту количества домовладельцев, а это, в свою очередь, способствует экономической и политической стабильности.

Когда встает вопрос о решении жилищного вопроса, правительство сталкивается с определенным выбором: должно ли правительство обеспечивать население жильем непосредственно напрямую или же через создание рыночно-ориентированной системы. Как показывает опыт многих стран, именно через частный рынок наиболее эффективным образом решается вопрос обеспечения населения достойным жильем. Это происходит благодаря тому, что частный сектор быстрее реагирует на потребности населения, чем государство.

Одним из значительных событий XX в. стал процесс трансформации жилищного рынка для среднего класса в США. Согласно данным американского бюро переписи населения, в 1940 г. собственниками жилья было 43,6% населения. К началу 2000 г. этот показатель увеличился до 66,2% и к концу 2004 г. достиг максимальной отметки в истории США — 69,5%. Такая динамика стала возможной в результате минимального вмешательства со стороны государства. Правительство США осознало, что путь к увеличению количества собственников жилья лежит через формирование правовой среды. Однако уже начиная с 2005 г. доля собственников жилья в США стремительно сокращалась и к концу 2012 г. снизилась до 65,3%, вернувшись к показателям 17-летней давности [1].

**Сущность и особенности функционирования вторичного ипотечного рынка.** Одной из главных инноваций американской жилищной системы стала ипотечная секьюритизация, которая позволила первичным кредиторам получить прямой доступ к рынкам капитала. Это, в свою очередь, способствовало сокращению издержек кредиторов и, как следствие, росту доступности и бесперебойному предложению ипотечных кредитов на потребительском уровне.

Несмотря на то, что рынок ипотечного кредитования в США является наиболее развитым, многие другие развитые и развивающиеся страны ставят перед собой цель совершенствования вторичного ипотечного рынка.

Итак, что же представляет собой вторичный ипотечный рынок?

По мнению А.Б. Копейкина, Н.Н. Рогожиной и Ю.Е. Туктарова, «в рамках модели вторичного ипотечного рынка первичный кредитор может рефинансировать выданные кредиты путем либо их непосредственной продажи инвестору или специализированному институту вторичного рынка (оператору вторичного рынка ипотечных кредитов), либо «переупаковывания» собранных в пулы кредитов в ипотечные ценные бумаги, выпущенные специализированным и специально созданным для этого эмитентом (SPV)» [2].

А.Н. Асаул, Н.А. Асаул и Р.А. Фалтинский указывают, что «ипотечный рынок состоит из трех основных элементов: рынка ипотечных кредитов (первичного ипотечного рынка), рынка ипотечных ценных бумаг (вторичного ипотечного рынка, который тоже делится на первичный и вторичный) и рынка недвижимости. Рынок ипотечных кредитов (первичный ипотечный рынок) охватывает сферу деятельности кредитора и заемщика, между которыми в соответствии с договором ипотечного кредитования возникают обязательства. Участниками первичного рынка выступают граждане и ипотечные банки, ипотечные компании и другие учреждения, предоставляющие гражданам кредиты под залог недвижимости. На рынке ипотечных ценных бумаг (вторичном ипотечном рынке) осуществляется продажа закладных по предоставленным ипотечным кредитам. Закладная — юридический документ о закладе (залоге) недвижимого имущества, удостоверяющий отдачу объекта недвижимости в обеспечение обязательств под кредит (ссуду)» [3].

По нашему мнению, ипотечный рынок можно разделить на два сегмента — первичный и вторичный. Первичный ипотечный рынок ориентирован на предоставление главным образом розничных кредитов. Другими словами, это рынок, на котором физическое лицо заключает договор с банком (или другим кредитором) на приобретение или рефинансирование жилья. На вторичном рынке осуществляется купля-продажа ипотечных закладных. Кредитор, предоставивший ипотечный кредит, эмитирует ценные бумаги, обеспеченные ипотечными закладными, а затем продает их инвесторам. Благодаря этой операции первичный кредитор (банк) имеет возможность продавать выданные им ипотечные кредиты до наступления срока их полного погашения, получая тем самым средства для выдачи новых кредитов.

Вторичный ипотечный рынок позволяет банку продавать предоставленные ранее ипотечные ссуды инвесторам. Другими словами, если у банка возникает не-

обходимость в привлечении ресурсов, он может продать часть ипотечных ссуд на вторичном ипотечном рынке, что в конечном счете позволит ему снизить кредитные риски.

Заемщики также способны извлекать выгоду от функционирования вторичного ипотечного рынка. Благодаря тому, что первичные кредиторы имеют возможность продавать ипотечные ссуды на вторичном рынке, они тем самым «наполняют» свою ресурсную базу и способны предоставлять новые ипотечные ссуды. В свою очередь, увеличение объема свободных денежных средств на ипотечном рынке способствует снижению стоимости заимствований для заемщиков.

В табл. 1 систематизированы те преимущества, которые извлекают заемщики, первичные кредиторы, вторичные инвесторы и общество в целом от функционирования вторичного ипотечного рынка.

Таблица 1

**Преимущества вторичного ипотечного рынка**

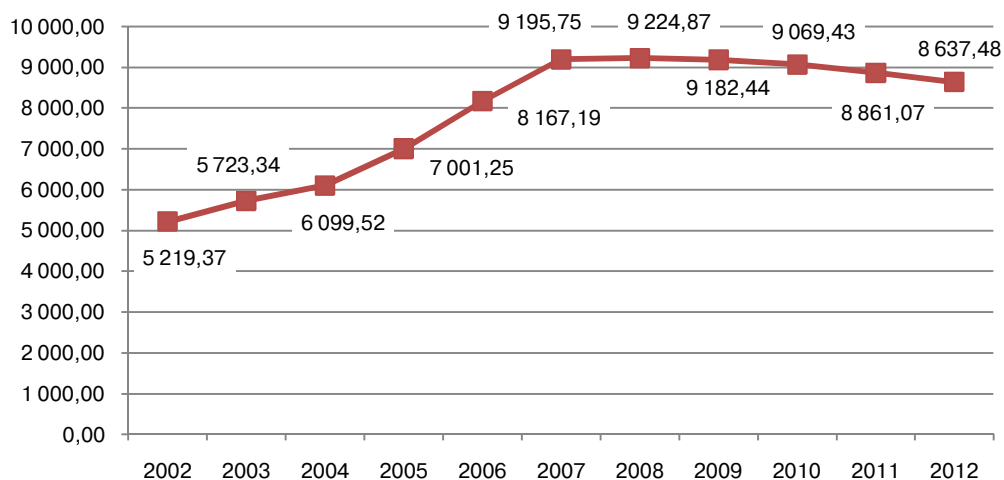
Для заемщиков	Улучшение условий кредитования (уменьшение первоначального взноса) Снижение стоимости обслуживания ипотечной ссуды Усиление конкуренции среди первичных кредиторов, и как следствие, диверсификация продуктового ряда
Для первичных кредиторов	Снижение рисков ипотечного инвестирования Позволяет сосредоточиться на процессах выдачи ипотечных ссуд (андеррайтинг, оценка платежеспособности заемщиков и качества приобретаемого жилья) Повышает ликвидность и надежность ипотечных ссуд, группируемых в портфель Может снизить величину резервов, необходимых для обслуживания и дальнейшего роста портфеля ипотечных ссуд
Для вторичных инвесторов	Позволяет получить доступ к новым инструментам долгосрочного инвестирования Ипотечные ссуды могут выступать проводником, на котором могут базироваться более сложные деривативы Если иностранные инвесторы получают доступ к вторичному ипотечному рынку, то это повысит ликвидность и устойчивость всего рынка даже в условиях экономического спада
Для общества в целом	Доступ к рынку капиталов увеличивает возможности заемщиков, что в конечном счете должно способствовать обеспечению социальной стабильности Разделение функций кредиторов и инвесторов может способствовать росту стабильности в банковской системе

Источник: Составлено автором.

**Анализ динамики и механизмов финансирования вторичного ипотечного рынка США.** Наибольшую популярность вторичный ипотечный рынок получил в США. История становления рынка начинается в 1970-х гг., и сегодня ипотечный рынок США является одним из крупнейших рынков капитала в мире.

Согласно данным Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA — Securities Industry and Financial Markets Association), совокупный размер вторичного ипотечного рынка в США в 2012 г. составил 8637,48 млрд долл. США (рис. 1).

Развитие вторичного ипотечного рынка в Европе было также неизбежным. Наибольшее развитие рынок получил в Великобритании, Испании, Нидерландах.



**Рис. 1.** Совокупный объем вторичного рынка ипотечных ценных бумаг США, 2002—2012 гг. (млрд долл.) [4].

Источник: Securities Industry and Financial Markets Association.  
US Mortgage-Related Issuance and Outstanding, 2013

Несмотря на то, что уровень развития вторичного ипотечного рынка в отмеченных странах существенно дифференцируется, можно отметить несколько схожих черт:

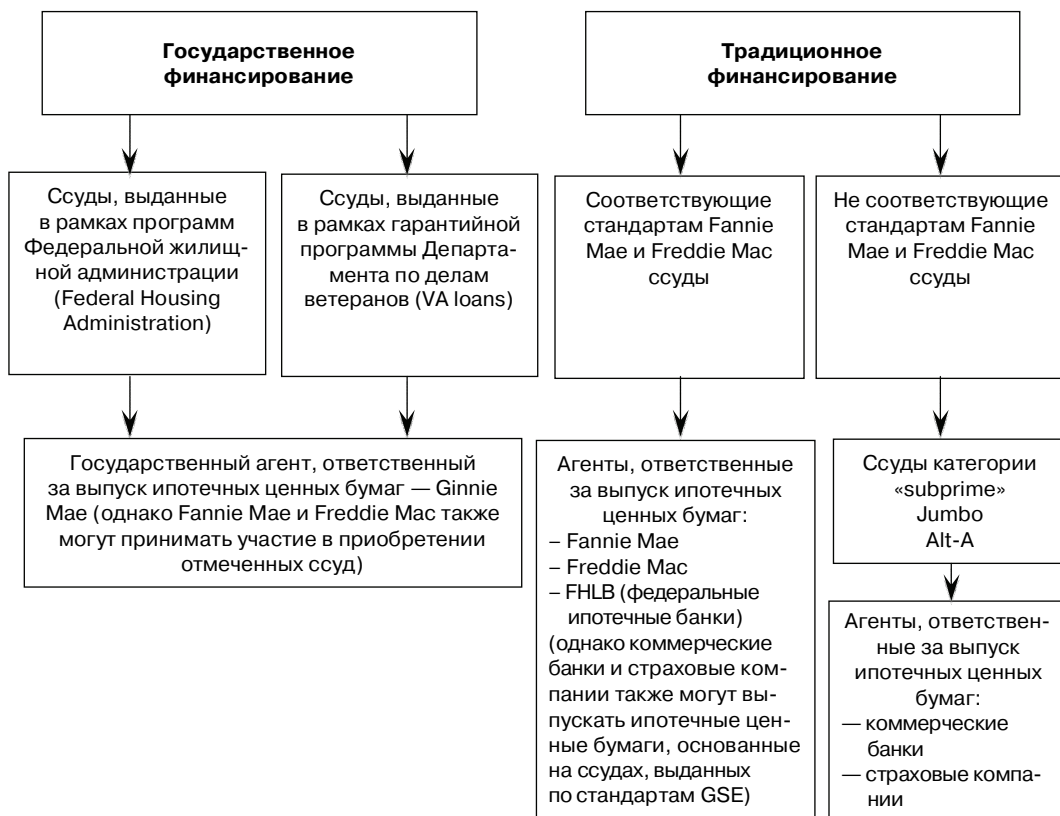
- 1) в каждой из этих стран существует стабильно функционирующая банковская система и быстро развивающийся первичный ипотечный рынок;
- 2) во всех рынках присутствует эффективно работающий законодательный механизм, позволяющий эмитировать ипотечные ценные бумаги на вторичный рынок. Такой механизм включает в себя четко структурированную систему эмиссии и управления ипотечными ценными бумагами;
- 3) ипотечные рынки в этих странах объединяет высокий уровень прозрачности.

Для того чтобы вторичный ипотечный рынок эффективно функционировал, необходимо, чтобы инвесторы имели доступ к достоверной информации по ссудам, которые выступают в роли обеспечения по ипотечным ценным бумагам. Наличие полной и достоверной информации позволяет инвесторам максимально эффективно оценивать свои риски. И даже после того, как ценные бумаги выпущены, необходимо обеспечить систематическое предоставление информации о платежах заемщиков по ипотечным ссудам.

При наличии общих подходов к процедурам и механизмам предоставления и обслуживания ипотечных кредитов в отдельных странах существует ряд особенностей, связанных со спецификой развития законодательства, организацией кредитной системы, способами и формами привлечения денежных ресурсов, национальными традициями и историческими аспектами. При этом роль и степень участия государства в развитии системы ипотечного кредитования каждой конкретной страны зависит от особенностей используемых ипотечных моделей. В США на этапе становления современной ипотечной системы (с 1930-х гг. до кон-

ца 1960-х гг.) государство не только способствовало формированию законодательных основ функционирования ипотечной системы, но и непосредственно создавало специализированные институты вторичного ипотечного рынка.

Схематично механизмы финансирования ипотечных ценных бумаг в США можно представить следующим образом (рис. 2).



**Рис. 2.** Механизмы финансирования ипотечных ценных бумаг в США [5]

Источник: [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com) // Mortgage Backed Securities: The US Approach

В настоящее время большие масштабы рынка ипотечных кредитов в США обусловлены наличием следующих структур:

— развитого фондового рынка и эффективно работающей кредитно-финансовой системы, предоставляющей долгосрочные ипотечные жилищные кредиты;

— государственных структур, в частности Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration — FHA), которая с 1934 г. занимается разработкой правительственных программ, направленных на повышение доступности кредитов для групп населения с недостаточными доходами [6];

— трех крупнейших операторов вторичного рынка ипотечных кредитов — «Джинни Мэй», «Фэнни Мэй», «Фредди Мак», которые наладили эффективную систему рефинансирования для институтов, предоставляющих долгосрочные жилищные кредиты на основе привлечения средств от частных инвесторов за счет эмиссии ипотечных ценных бумаг (mortgage backed securities — MBS).

### Анализ видов и объемов эмиссии ипотечных ценных бумаг в США.

Наиболее распространенными ипотечными ценными бумагами в США являются:

— Mortgage-Backed Securities (MBS) — ценные бумаги, выпускаемые кредитором или агентством, обеспеченные пулом ипотечных закладных;

— Collateralized Mortgage Obligations (CMO) — структурированные ипотечные облигации, представляющие собой требования к определенным выплатам по ипотечным кредитам входящих в пул закладных;

— Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) — ценные бумаги, эмитированные на основе портфеля (пула) ипотечных кредитов, который обеспечен залоговой недвижимостью;

— Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) — ценные бумаги эмитированные на основе портфеля (пула) ипотечных кредитов, платежи по которым зависят от качества обслуживания долга ипотечным заемщиком;

— Asset-Backed Security (Home Equity) — ценные бумаги, эмитированные на основе пула кредитов, выданных заемщикам на потребительские нужды (ремонт, образование, медицинские услуги и др.), однако обеспечением по таким кредитам выступает залог недвижимости. Стоит отметить, что ABS (Home Equity) не относятся к ипотечным ценным бумагам, однако играют существенную роль на ипотечном рынке США.

Рассмотрим статистические данные, отражающие показатели деятельности Федеральных ипотечных агентств и прочих эмитентов на рынке ипотечных ценных бумаг за последние 15 лет.

Согласно данным официальной статистики Федеральных ипотечных агентств США, по итогам 2012 г. объем выпуска ипотечных ценных бумаг Федеральными ипотечными агентствами (MBS и CMO) и другими эмитентами составил 2,06 трлн долл. США, что на 27,6% больше, чем в 2011 г. (рис. 3).

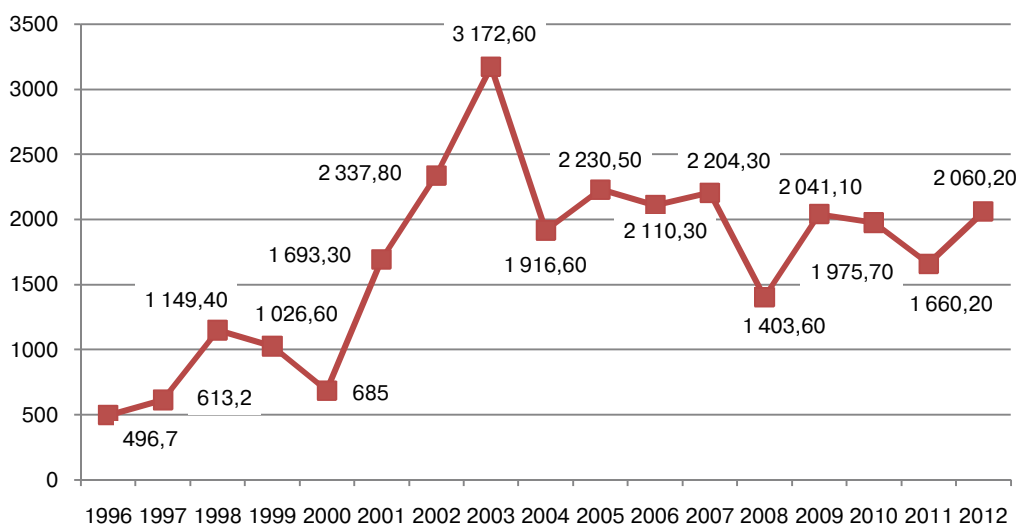


Рис. 3. Объемы эмиссии ипотечных ценных бумаг Федеральными ипотечными агентствами и прочими эмитентами в США, млрд долл. США [4]

Источник: Securities Industry and Financial Markets Association. US Mortgage-Related Issuance and Outstanding, 2013 — [www.sifma.org](http://www.sifma.org)

В целом, по итогам 2012 г. доля Федеральных ипотечных агентств США на рынке ипотечных ценных бумаг составила 97,6% (в III кв. 2012 г. — 98,6%) По итогам 2012 г. совокупный объем выпуска ипотечных ценных бумаг Федеральными ипотечными агентствами превысил 2 трлн долл. США (табл. 2).

Таблица 2

**Совокупный объем выпущенных ипотечных ценных бумаг в 1996–2012 гг.  
(млрд долл. США)**

Год	Федеральные ипотечные агентства		Другие агентства FDIC/NCUA*	Прочие частные эмитенты		ABS Home Equity	Всего
	MBS	CMO		CMBS	RMBS		
1996	367,9	76,1	—	12,8	39,8	37,5	534,2
1997	364,4	180,1	—	14,0	54,6	87,1	682,2
1998	722,0	232,9	—	66,1	128,4	75,5	1 236,5
1999	679,3	207,9	—	48,4	91,1	150,8	1 102,3
2000	474,4	108,9	—	43,9	57,8	425,0	760,5
2001	1 086,2	394,2	—	63,7	149,3	483,9	1 805,5
2002	1 446,8	597,5	—	50,0	243,5	3,8	2 488,6
2003	2 130,7	626,5	—	72,3	343,1	3,5	3 401,7
2004	1 015,0	378,0	—	93,5	430,1	4,1	2 341,6
2005	983,3	364,4	—	156,7	726,0	37,5	2 691,0
2006	923,1	316,0	—	183,8	687,5	87,1	2 594,2
2007	1 189,0	276,6	—	229,2	509,5	75,5	2 421,2
2008	1 169,7	197,1	—	4,4	32,4	150,8	1 407,4
2009	1 734,2	288,7	—	8,9	9,2	425,0	2 043,1
2010	1 419,9	500,0	21,3	22,5	12,1	483,9	1 979,3
2011	1 238,6	376,7	7,8	34,3	2,8	3,8	1 662,4
2012	1 730,7	285,1	0,4	35,7	4,2	3,5	2 060,2

FDIC/NCUA\* Сделки Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC) представляют собой структурированные сделки, обеспеченные активами обанкротившихся банков и могут включать неипотечное залоговое обеспечение. Сделки Национальной ассоциации кредитных союзов представляют собой структурированные сделки, обеспеченные активами обанкротившихся кредитных союзов и могут включать неипотечное залоговое обеспечение.

Источник: Securities Industry and Financial Markets Association. US Mortgage-Related Issuance and Outstanding, 2013 — [www.sifma.org](http://www.sifma.org)

Наибольший удельный вес на рынке ипотечных ценных бумаг в США имеет Федеральное ипотечное агентство Fannie Mae — в 2012 г. на него пришлось 48,2%. На долю Freddie Mac и Ginnie Mae — 28,8% и 23% соответственно [4].

**Заключение.** Очевидно, что за период с 1996 г. по 2012 гг. включительно совокупный объем выпущенных ипотечных ценных бумаг (MBS и CMO) Федеральными ипотечными агентствами вырос почти в 5 раз. При этом максимальные показатели объемов эмиссии были отмечены в 2003 г. Основными факторами, обуславливающими столь высокие показатели эмиссии ипотечных ценных бумаг в тот период, явились низкие процентные ставки и значительный приток иностранного капитала, что, в итоге привело к созданию благоприятных условий для роста рынка кредитования. В свою очередь, рост рынка кредитования способствовал быстрому росту рынка недвижимости и стимулировал финансирование потребления за счет заемных средств. Так, в 2004 г. доля собственников жилой недвижимости в США достигла максимальной величины (69,2%), при этом с 1980 по 1994 г. она находилась на уровне 64% [1]. Главной причиной увеличения доли

собственников и роста спроса на недвижимость, вызвавшего дальнейший рост цен, стало распространение кредитования с высоким уровнем риска.

Однако столь бурный рост объемов ипотечного кредитования с высоким уровнем риска в итоге негативным образом сказался на вторичном ипотечном рынке США. Токсичные ипотечные активы низкого качества заставили частных инвесторов покинуть вторичный ипотечный рынок и зафиксировать существенные убытки. Государство в таких условиях прибегло к экстренным мерам, и национализировало трех крупнейших ипотечных операторов — Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae. В современных условиях мы можем наблюдать фактически полную зависимость ипотечного кредитования в США от государственного финансирования.

Итак, можно сделать вывод, что основным недостатком вторичного ипотечного рынка США является его чрезмерно высокая зависимость от государственного финансирования. Для возврата частных инвесторов на вторичный ипотечный рынок требуется время. В период ипотечного кризиса в США было потеряно, пожалуй, самое важное — доверие частных инвесторов к ипотечным ценным бумагам. Данное обстоятельство требует от государства решительных мер по ужесточению контроля и требований к ипотечным заемщикам и первичным кредиторам, недопущения ситуаций, при которых отсутствует или умышленно искажается информация о финансовом положении заемщика и качестве залога, внедрения жестких стандартов ипотечного кредитования и ограничения таких ключевых показателей, как LTV (loan to value — сумма кредита к стоимости залога) и РТИ (price-to income — отношение цены к доходу), а также расширения страховых продуктов для ипотечных заемщиков. Однако все эти меры способны ограничить объемы ипотечного кредитования и объемы строительства жилой недвижимости, что противоречит краткосрочным интересам правительства США.

## ЛИТЕРАТУРА

- [1] [www.census.gov](http://www.census.gov) — Официальный сайт Бюро переписи населения США.
- [2] *Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е.* Ипотечные ценные бумаги — Фонд «Институт экономики города», 2008. — С. 9.
- [3] Основы бизнеса на рынке ценных бумаг: Учебник / А.Н. Асаул, Н.А. Асаул, Р.А. Фалтинский / Под ред. А.Н. Асаула. — СПб.: ИПЭВ, 2008. — С. 78—79.
- [4] Securities Industry and Financial Markets Association. US Mortgage-Related Issuance and Outstanding, 2013.
- [5] [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com) — сайт Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Fannie Mae).
- [6] [www.fhfa.gov](http://www.fhfa.gov) — сайт Федерального агентства по жилищному финансированию (Federal Housing Finance Agency — FHFA).

## LITERATURA

- [1] [www.census.gov](http://www.census.gov) — Official site of the U.S. Census Bureau.
- [2] *Kopeykin A.B., Rogozhina N.N., Tuktarov U.E.* Mortgage securities. — The fund ‘Institute for Urban Economics’, 2008. — P. 9.



- [3] Business essentials on the stock market / A.N. Asaul, N.A. Asaul, R.A. Faltinsky. — Saint-Petersburg: IPEV, 2008.
- [4] Securities Industry and Financial Markets Association. US Mortgage-Related Issuance and Outstanding, 2013.
- [5] [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com) — Official site of the Federal National Mortgage Association (FNMA).
- [6] [www.fhfa.gov](http://www.fhfa.gov) — Official site of Federal Housing Finance Agency (FHFA).

## **THE PECULIARITIES OF THE SECONDARY MORTGAGE MARKET IN THE USA**

**E.L. Dankevich**

«Открытие» Bank

*Timura Frunze str., bld. 13: 11, Moscow, Russia, 119021*

The article reveals the essence and defines the structure of the secondary mortgage market in the United States. The author examines the mechanisms of financing and peculiarities of functioning of development institutions in the US secondary mortgage market. Particular attention is paid to the peculiarities of functioning and types of mortgage-backed securities issued in the United States. Author identifies and systematizes the benefits of the functioning of the secondary mortgage market. The factors that contributed to such a large-scale growth of the primary and secondary mortgage markets in the United States are determined in the article. Also author analyzes qualitative and quantitative performance indicators of the U.S. secondary mortgage market and defines the role of the state in the development of the secondary mortgage market in the United States nowadays. The ultimate aim of the article is to determine the advantages and disadvantages of mortgage-backed securities, as well as to identify factors facilitating the return of private investors in the secondary mortgage market in the United States.

**Key words:** mortgage securities, mortgage bond, primary mortgage market, secondary mortgage market, operator of the secondary mortgage market, federal mortgage agencies.