Виктория БАКЛАНОВА,
специалист по управлению кредитными рисками,
Федеральный резервный банк Нью-Йорка

Реформирование жилищного рынка США

После финансового кризиса 2008–2009 годов стало очевидным, что система финансирования жилищного рынка США нуждается в серьезной реформе. Однако за прошедшее десятилетие серьезных шагов в этом направлении не было предпринято, несмотря на большое количество предложений и потенциальных проектов. Два основных ипотечных агентства США, Fannie Mae и Freddie Mac, которые до кризиса были акционерными обществами, все еще находятся в собственности государства. Уместно напомнить, что летом 2008 года аналитики начали подозревать, что в результате кризиса на жилищном рынке, агентства Fannie Mae и Freddie Mac понесли значительные убытки, несмотря на положительную финансовую отчетность. Стоимость акций агентств снизилась до уровня, предполагающего их банкротство. В этот момент Казначейство США поддержало агентства, предоставив необходимый капитал в обмен на почти 80% акций. Таким образом, государство стало основным акционером, сведя к минимуму участие остальных акционеров. Реформирование агентств Fannie Mae и Freddie Mac и ограничение участия государства в их акционерном капитале считаются одними из последних нерешенных задач по укреплению финансовой системы США после кризиса.

Надо заметить, что позиция законодательных органов по отношению к структуре финансирования жилищного рынка США зависит от доминирующей политической партии, республиканской или демократической. Обычно доминирование республиканской партии, как в настоящей ситуации, выражается в принятии законов, которые минимизируют участие государства в экономике и финансовых сферах. Примером такого подхода и является «План жилищной реформы»[1], который был опубликован в сентябре 2019 года Государственным казначейством США. Этот документ поставил следующие зада-

[1] U.S. Department of the Treasury Housing Reform Plan, https://home.treasury.gov/system/files/136/Treasury-Housing-Finance-Reform-Plan.pdf.

чи: (i) завершить участие государства в акционерном капитале агентств Fannie Mae и Freddie Mac; (ii) содействовать конкуренции частного капитала на рынке жилищного финансирования; (iii) принять закон о государственных ипотечных агентствах, который гарантирует безопасность и надежность этих агентств, а также сводит к минимуму риски для финансовой стабильности США; (iv) принять закон, который гарантирует надлежащую компенсацию федерального правительства за любую явную или неявную поддержку первичного и вторичного рынков финансирования жилья. «План жилищной реформы» сам по себе не является законодательным актом, но отражает позицию администрации президента и доминирующей партии, а значит, и наиболее вероятное направление законодательной деятельности Конгресса.

«План жилищной реформы» подразумевает, что государственные ипотечные агентства будут продолжать оказывать значительную поддержку финансирования жилищного рынка, особенно в сегменте поддержки малоимущих и семей с доходом ниже среднего. Кроме того, должна быть определена стоимость государственных гарантий ипотечных кредитов, которая бы адекватно компенсировала налогоплательщикам понесенные риски.

ВЛИЯНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИПОТЕЧНЫХ АГЕНТСТВ НА РЫНОК ЖИЛЬЯ

Программа государственной поддержки финансирования жилищного рынка в США зародилась в годы Великой депрессии как один из элементов обширного комплекса программ по стимулированию экономики. До этого ипотечное финансирование в США в основном обеспечивалось страховыми компаниями, коммерческими банками и благотворительными организациями без участия федерального правительства. В 1934 году была создана Федеральная жилищная администрация, которая осуществляла федеральное страхование долгосрочных ипотечных кредитов. Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae) была создана в 1938 году как организация для поддержания вторичного рынка через покупку кредитов, гарантированных Федеральной жилищной администрацией. Впоследствии задачи Fannie Mae несколько расширились. Например, в 1948 году Fannie Mae начала покупать ипотечные кредиты, гарантированные Департаментом по делам ветеранов, с целью поддержания сегмента жилищного рынка, нацеленного на обслуживание семей ветеранов.

Приватизация Fannie Mae в 1968 году явилась серьезным шагом по ограничению присутствия государства на рынке жилья. Fannie Mae была преобразована в акционерную компанию и начала приобретать ипотечные кредиты, не застрахованные федеральным правительством. Тогда же Конгресс учредил Федеральную корпорацию ипотечного жилищного кредитования (Freddie Mac), чтобы обеспечить некоторую конкуренцию. Изначально операции Fannie Mae и Freddie Mac несколько различались. Обе организации покупали ипотечные кредиты, однако Fannie Mae оставляла эти кредиты в собственном портфеле, тогда как Freddie Mac секьютиризировала свои покупки и выпускала однотраншевые сертификаты.

В течение 1970-х годов присутствие Fannie Mae и Freddie Mac на рынке жилищного финансирования не превышало 10% непогашенной задолженности по ипотечным кредитам для одной семьи (см. Рисунок 1). Эти организации начали быстро расти в 1980-е годы, когда нормативные требования к капиталу коммерческих банков были повышены после волны банкротств в результате кризиса в Латинской Америке.

Требования к нормативному капиталу Fannie Mae и Freddie Mac, несмотря на их приватизацию и статус акционерных компаний, оставались намного ниже, чем у коммерческих банков, что давало агентствам конкурентное преимущество. Кроме того, инвесторы продолжали воспринимать ценные бумаги, выпущенные этими организациями, как гарантированные государством. Действительно, статус Fannie Mae и Freddie Mac тогда являлся и сейчас остается уникальным по следующим причинам:

- социально значимая миссия финансирования жилищного рынка;
- освобождение от федерального и местных налогов на прибыль;

• участие ценных бумаг Fannie Mae и Freddie Mac и выпущенных ими сделок секьюритизации в процессе управления монетарной политикой через решения Федерального комитета по операциям на открытом рынке по покупке или продаже этих бумаг.

В результате инвесторы были готовы инвестировать в долговые обязательства Fannie Mae и Freddie Mac и выпущенные ими сделки секьюритизации по стоимости заимствований, близкой к стоимости долга федерального правительства. В результате этого конкурентного преимущества к концу 1980-х годов доля владения Fannie Mae и Freddie Mac непогашенной задолженностью по ипотечным кредитам в США выросла до 25%, а к концу 2003 года эта доля увеличилась до 44%, где она находится и сегодня (см. Рисунок 2).

Однако, несмотря на быстрое увеличение доли присутствия Fannie Mae и Freddie Mac в финансировании жилищного рынка в период с 1980-х до 2000-х годов, роста доли домовладения не прослеживалось (см. Рисунок 2). Доля домовладения в США вот уже полвека, с начала 1970-х годов, находится на уровне около 64–65% и повышалась до 69% только перед началом финансового кризиса. Эта статистика показывает, что увеличение доли ипотечных агентств в финансировании жилищного рынка не привело к значительному увеличению домовладения. Вместо роста домовладения произошло вытеснение частного капитала из сегмента финансирования долгосрочных ипотечных кредитов.

Как было отмечено ранее, в 2008 году, на пике финансового кризиса, государство предоставило агентствам Fannie Mae и Freddie Mac необходимый капитал. Размер государственных вливаний составил около $200 млрд. Тогда предполагалось, что эти агентства постепенно избавятся от своих долговых портфелей и будут расформированы. Однако к 2012 году Fannie Mae и Freddie Mac стали прибыльными и вернули налогоплательщикам всю сумму, затраченную на их поддержку. Эти агентства продолжают платить Казначейству значительные дивиденды по привилегированным акциям, которыми владеет государство. Кроме того, стало очевидным, что частный капитал не торопится вернуться на жилищный рынок. Таким образом, вопрос расформирования Fannie Mae и Freddie Mac был заменен вопросом вывода их из государственного владения и изменения структуры финансирования жилищного рынка.

ОГРАНИЧЕНИЕ РОЛИ ГОСУДАРСТВА В ФИНАНСИРОВАНИИ ЖИЛИЩНОГО РЫНКА

В течение почти 50 лет Fannie Mae и Freddie Mac способствовали широкому распространению долгосрочного ипотечного кредитования, и особенно 30-летних

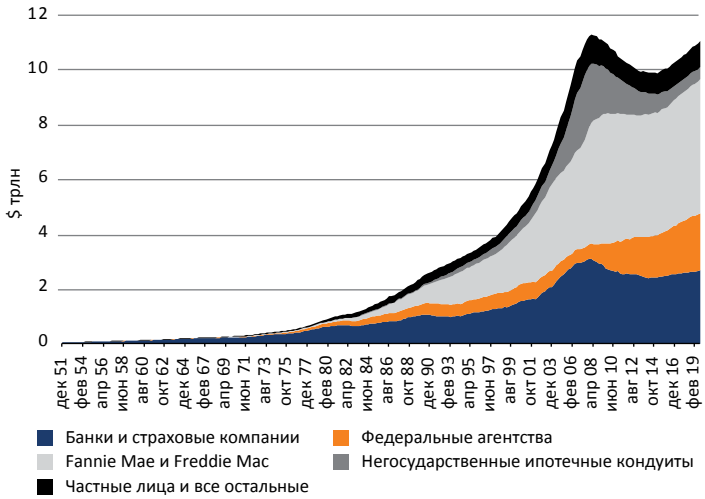

Рисунок 1
Динамика роста ипотечного жилищного рынка США по типам держателей кредитов

Источник: Статистическая отчетность Федеральной резервной системы

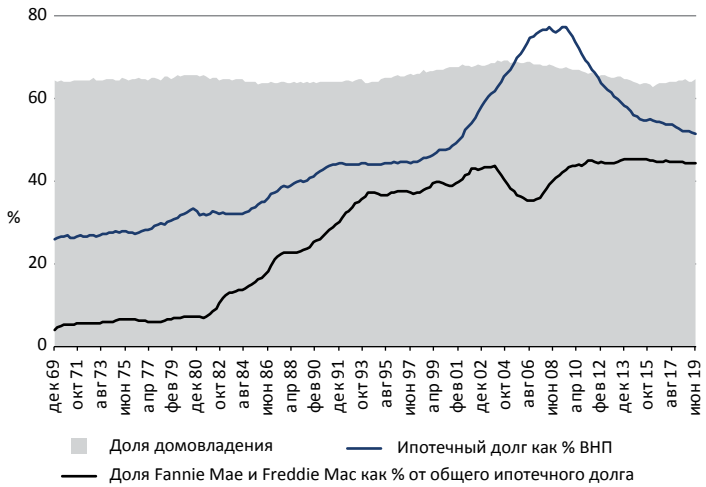

Рисунок 2
Динамика роста ипотечного долга США и доля домовладения

Источник: Статистическая отчетность Федеральной резервной системы, Бюро экономического анализа, данные переписи населения

ипотечных кредитов с фиксированной ставкой. Ипотечные агентства перераспределяют кредитный риск и риск изменения процентной ставки таким образом, что инвесторы могут подобрать себе такую структуру портфеля, которая отвечает их уровню толерантности к риску. Таким образом, ипотечные агентства расширяют базу инвестиционного спроса, что, в свою очередь, снижает стоимость долгосрочных ипотечных кредитов. Например, некоторые инвесторы в секьюритизацию, гарантированную Fannie Mae и Freddie Mac, являются официальными правительственными организациями других стран, которые не могут принимать кредитные риски, но заинтересованы в риске изменения процентной ставки.

Действительно, управление кредитным риском с 30-летним горизонтом инвестирования — задача сложная. Существует мнение, что без поддержки государственных ипотечных агентств популярный в США 30-летний ипотечный кредит с фиксированной ставкой не будет жизнеспособен, однако определенного ответа на этот вопрос нет. Финансирование жилищного рынка представляет собой значительную долю экономической активности США и ВНП страны. Поэтому и любое предложение о кардинальном изменении системы финансирования жилья в США воспринимается с большой долей скептицизма.

Государственное казначейство США, которое является автором «Плана жилищной реформы», предполагает, что конкурентное преимущество ипотечных агентств, которые на сегодня являются государственными, может быть снижено за счет ослабления требований к капиталу коммерческих банков, упрощения регулирования негосударственной секьюритизации, а также пересмотра требований к ипотечным кредитам. Однако остается неясным, насколько такие предположения реалистичны. Предлагаемые изменения находятся в законодательных сферах разных регулирующих агентств: требования к капиталу банков устанавливаются банковскими агентствами, включая Федеральную корпорацию по страхованию вкладов (FDIC) и Федеральный резерв, требования к секьюритизации устанавливаются Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC), тогда как требования к ипотечному кредитованию устанавливаются Бюро финансовой защиты потребителей (CFPB). Эти регулирующие агентства независимы и отчитываются Конгрессу, но не администрации президента или Казначейству. По этой причине рыночные комментаторы скептически относятся к предположению, что названные агентства серьезно воспримут рекомендации «Плана жилищной реформы», если эти рекомендации не поддержаны законодательными актами Конгресса.

ФИНАНСИРОВАНИЕ СТРОИТЕЛЬСТВА МНОГОКВАРТИРНЫХ ДОМОВ ДЛЯ МАЛООБЕСПЕЧЕННЫХ

Финансирование строительства многоквартирных домов в США также осуществляется за счет ипотечного кредитования, однако такие кредиты в основном направлены на юридических лиц, которые непосредственно финансируют строительство. Физические лица не принимают участия в финансировании строительства, как это часто делается в России. В настоящее время государственные ипотечные агентства владеют примерно 40% невыплаченной ипотечной задолженности за многоквартирные дома. «План жилищной реформы» предусматривает снижение этой доли до 10% за счет расширения доли частного капитала в этом сегменте. Основным аргументом такой позиции является то, что ипотечные кредиты на строительство многоквартирных домов являются относительно короткими — 5, 7 или 10 лет — и не несут риска предоплаты. Таким образом, многоквартирная ипотека не подвергает кредиторов тем же рискам, которые типичны для 30-летних ипотечных кредитов. А значит, частные кредиторы, такие как банки и страховые компании, находятся в лучшей позиции по управлению этими рисками и не должны рассчитывать на гарантии со стороны государства.

«План жилищной реформы» рекомендует Конгрессу установить ограничения на государственные гарантии для ипотечных кредитов на финансирование строительства многоквартирных домов. Единственное направление, где такие гарантии могут остаться, — это финансирование строительства многоквартирных домов для малоимущих и семей с доходом ниже среднего.

Хочется еще раз подчеркнуть, что обсуждаемый «План жилищной реформы» — документ, подготовленный представителями доминирующей республиканской партии. Республиканская партия традиционно относится к программам по поддержке малоимущих с большим подозрением, оправдывая свою политическую позицию отсутствием прозрачности и малой эффективностью расходов. Представители же демократической партии традиционно поддерживают такие программы. Это фундаментальное несогласие и является камнем преткновения в попытках Конгресса прийти к какому-либо заключению по законодательству о реформе жилищного финансирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на неразрешимые задачи в области законодательного реформирования системы финансирования, рынок жилья в США уже многие годы находится на подъеме. Этому способствуют рекордно низкий уровень безработицы и низкие ставки по ипотечным кредитам. Средняя ставка по самому популярному 30-летнему ипотечному кредиту находится на уровне около 4% годовых. Для сравнения: в начале 2000 года эта ставка была 8.5%.

«В ближайшее время жилищное строительство впервые в течение многих лет будет играть ведущую роль в росте реального ВВП, что подтверждает наши прогнозы роста до 2021 года», — полагает Даг Дункан, главный экономист Fannie Mae. Многие аналитики согласны, что жилищный рынок США будет поддержан благополучной ситуацией на рынке труда и высоким уровнем доходов населения в дополнение к низким процентным ставкам. Принимая во внимание эти оптимистические прогнозы, законодатели не видят особой необходимости в немедленных действиях по реформированию жилищного финансирования.

Однако не все считают ситуацию на жилищном рынке совершенно безоблачной. Серьезной проблемой является недостаточное количество жилья для покупателей с семейным доходом ниже среднего. Недостаточно строится многоквартирных зданий, предназначенных для сдачи квартир малоимущим. Неумолимо растет количество бездомных, преимущественно в мегаполисах с высоким уровнем жизни на западном побережье страны. Однако решение социальных задач, как было отмечено ранее, на сегодняшний день не является правительственным приоритетом.