

## **ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ДОСВІД РИНКУ ІПОТЕЧНОГО КРЕДИТУВАННЯ**

**І.М. Кречотень, кандидат економічних наук.  
Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка**

© Кречотень І.М., 2015.

*Статтю отримано редакцією 03.11.2015 р.*

**Вступ.** Світова фінансова криза 2007 – 2008 рр. змусила більш критично подивитися на основні засади функціонування ринку іпотечного кредитування. Варто відмітити, що деякі економісти, зокрема Джорж Сорос в «Die Welt» від 14 жовтня 2008 року, визначили роль іпотечного ринку лише як пускового механізму кризи, а не безпосередньо її причини [1]. Однак загально відомим є той факт, що криза розпочалася з іпотечного ринку в США, а саме з кризи високоризикових іпотечних кредитів (subprime).

Subprime ринок охоплює іпотечне кредитування позичальників з високим рівнем ризику і низьким рівнем доходів. Залучення таких позичальників здійснювалося американськими банками з метою розширення клієнтської бази за різкого зниження облікової ставки. У 2004 році облікова ставка знизилася до безпрецедентно низького рівня – 1%, однак уже у 2006 році вона склала 6,25% [2]. В умовах плаваючої ставки по кредитах, позичальники сектора субстандартного кредитування не змогли виплачувати борги кредиторам, що призвело до зменшення кількості продажів нерухомості та зниження її ціни. Оскільки переважна частина іпотечних кредитів була рефінансована шляхом їх перепродажу інвестиційним банкам, які у свою чергу переуступали їх у вигляді облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями, великим інвесторам – пенсійним фондам, хедж-фондам, первинні кредитори досить часто свідомо завищували реальну вартість іпотечних кредитів.

У результаті рейтингові агентства Moody's та S&P оголосили про сукупне зниження вартості облігацій subprime на 12 млрд дол., що спричинило панічну реакцію на фондовому ринку, банкрутство декількох хедж-фондів, інвестиційних банків та в цілому знизило вартість компаній, які були залучені до операцій на вторинному іпотечному ринку.

За цих умов видається доцільним дослідити європейський досвід функціонування іпотечного ринку, оскільки в умовах глобальної фінансової кризи він виявив більшу стійкість.

**Огляд останніх джерел досліджень і публікацій.** Вивченням ринку іпотечного кредитування займаються такі вітчизняні вчені, як В.Д. Базилевич [3], С.І. Кручок [4], Л.О. Коваленко [5], Н.В. Копишинська [6] та інші. Однак переважна частина досліджень у сфері іпотечного кредитування була написана у докризовий період, крім цього менш дослідження залишається саме європейський досвід ринку іпотечного кредитування та інструменти, що використовуються на ньому. Варто окремо відмітити статтю В.Ю. Прокopenко та І.О. Святокума, присвячену особливостям використання одного з видів іпотечних цінних паперів, а саме облігаціям з іпотечним покриттям у країнах Європи [7].

**Постановка завдання.** Метою нашого дослідження є визначення особливостей європейського ринку іпотечного кредитування та фінансових інструментів, що на ньому використовуються.

**Основний матеріал і результати.** В економічній літературі традиційним є підхід, відповідно до якого ринок іпотечного кредитування розглядається через поділ його на дві моделі: американську та європейську. У своїй роботі В. Кудрявцев називає їх «розширеною відкритою» та «усічено-відкритою» відповідно; окремо виділяючи модель Німеччини, він називає її «збалансовано-автономною» [8]. На думку деяких авторів, розмежування моделей функціонування іпотечного ринку за сучасних умов є дещо умовним, оскільки в рамках інтеграції фінансових ринків елементи обох моделей пересікаються. У багатьох випадках ці моделі функціонують паралельно або ж паралельно використовуються окремі елементи моделей [7].

Американський ринок іпотечного кредитування є найбільшим у світі. Основні гравці на ньому – комерційні банки та спеціалізовані іпотечні установи. У 1938 р. була створена державна Федеральна іпотечна асоціація – Фанні Мей (Federal Home Loan Mortgage Association – Fannie Mae), завдання якої полягало у рефінансуванні іпотечних кредитів, шляхом купівлі

закладних у первинних кредиторів. У 60-х рр. минулого століття Фанні Мей було реорганізовано шляхом виокремлення з її структури Державної національної іпотечної асоціації Дженні Мей (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae), одночасно Фанні Мей стала приватною корпорацією. Пізніше на ринку з'явилася ще одна квазідержавна корпорація – Федеральна корпорація іпотечного кредитування – Фредді Мак (Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac). Названі структури є основними учасниками ринку іпотечного кредитування в США і здійснюють рефінансування іпотечних кредитів, шляхом позабалансової сек'юрітизації.

Незважаючи на існуючі недоліки та ризики, американська модель зарекомендувала себе як високоефективна система, яка тривалий час виступала локомотивом розвитку американської економіки, варто лише відмітити, що середня забезпеченість житлом у США є однією з найвищих у світі, на кожного жителя припадає близько 67 м<sup>2</sup> загальної площі. Забезпеченість житлом населення країн Європи відображено у таблиці 1.

В Україні показники забезпеченості житлом є значно нижчими, хоча має місце певна позитивна динаміка, якщо в 1990 р. на кожного жителя країни припадало 17,8 м<sup>2</sup>, то у 2000 р. – 20,7 м<sup>2</sup>, а у 2013 р. – 23,8 м<sup>2</sup>. Одним із факторів такого низького житлового забезпечення є нерозвиненість ринку іпотечного кредитування. Іпотечні цінні папери є одним із найбільш перспективних та актуальних фінансових інструментів в Україні, адже їх використання дає можливість отримати додаткові кошти для розвитку житлового будівництва. Світова практика використовує дві основні групи іпотечних цінних паперів. Перша – базові цінні папери, що випускаються безпосередньо первинним кредитором, друга – похідні цінні папери, емісія здійснюється іпотечним кредитором другого рівня.

**Таблиця 1**

**Забезпеченість житлом населення країн Європейського Союзу [13]**

Країна	Квадратні метри на одного жителя
Польща	22,9
Угорщина	28,0
Чехія	28,7
Франція	37,5
Німеччина	41,9
Голландія	41,0
Італія	36,5
Швеція	44,5
Данія	52,4
Норвегія	74,0

Європейська практика іпотечного кредитування характеризується відсутністю єдиних норм щодо функціонування іпотечного ринку. У кожній європейській країні історично сформувалася власна унікальна система іпотечного кредитування, рівень розвитку кожної також різниться. Так, наприклад, у Німеччині й Великобританії співвідношення між обсягами іпотечного кредитування та ВВП складає 50% і більше. У той же час в Італії, Греції – не перевищує 10% [9]. Відмінним є й рівень охоплення населення іпотечним кредитуванням (див. табл. 2).

Незважаючи на існуючі в кожній європейській країні відмінності, основним джерелом фінансування іпотечних кредитів є депозити – 62% від усіх житлових іпотечних кредитів, на другому рівні – випуск іпотечних облігацій [9].

**Таблиця 2**

**Рівень охоплення населення іпотечним кредитуванням [10]**

Країна	Частка дорослого населення, що має іпотечні кредити, %
Австрія	25
Болгарія	2
Великобританія	31
Іспанія	32
Італія	10
Литва	6
Німеччина	21
Польща	3

Продовження таблиці 2

Румунія	4
Сербія	1
Словенія	10
США	31
Туреччина	1
Франція	27
Чехія	8
Швеція	54
<b>Україна</b>	<b>1</b>
Казахстан	5
Молдова	1
Росія	1

Іпотечна облигація – це цінний папір, що дає його власнику право вимагати від емітента повернення вказаної в ній суми грошей і процента за нею, характеризується високим рівнем надійності, внаслідок наявності забезпечення у вигляді нерухомості.

Банківські іпотечні облигації є одним із найважливіших сегментів європейського ринку капіталу, на кінець 2012 року їх загальний обсяг складав 2716 млрд євро. Найважливішими сегментами цього ринку виступають такі країни, як Німеччина (525 млрд євро), Іспанія (440 млрд євро), Данія (366 млрд євро). Серед країн Центральної Європи можна відмітити Чехію (9 млрд євро), Угорщину (5 млрд євро), Словаччину (3,8 млрд євро) [12].

Іпотечні облигації можна класифікувати за низкою ознак, зокрема: за статусом емітента, механізмом видачі та отримання доходу, механізмом погашення, механізмом фінансування, формою забезпечення. На нашу думку, варто дещо зупинитися саме на останній ознаці, за якою іпотечні цінні папери поділяються на такі, що мають іпотечне покриття, та такі, що мають іпотечне забезпечення [8]. Цінні папери з іпотечним забезпеченням (residential mortgage-backed securities, RMBS) передбачають списання їх із балансу первинного кредитора та передачу інвестору другого рівня. Загальний обсяг RMBS, що знаходилися в обороті на початок 2013 року на європейському ринку, складав 985,9 млрд євро [12].

Більшого поширення в країнах Європи отримали облигації з іпотечним покриттям (mortgagecovered bonds), які належать до більш широкого класу цінних паперів, що одержали загальну назву облигацій з покриттям (covered bonds). Для такого типу цінних паперів є характерним наявність у їх власника права вимоги безпосередньо у первинного кредитора. Тобто використовується методика балансової сек'юрітизації активів, яка передбачає емісію цінних паперів, забезпечених пулом банківських активів, що продовжують залишатися на балансі банку-емітента. Усі ризики в такій операції перерозподіляються за рахунок використання різних структурованих фінансових інструментів. Одночасно із цим банк здійснює емісію боргових цінних паперів (облигацій), які гарантують їх власникам першочергове право вимоги на ці активи в разі банкрутства емітента [11].

Класичним видом облигацій з іпотечним покриттям є німецькі закладні листи (Pfand Briefe), котрі разом із публічними облигаціями є найбільшим сегментом ринку інструментів із фіксованою дохідністю. Німецький ринок Pfand Briefe – найбільший ринок облигацій у Європі, він займає шосте місце у світі після ринків державних облигацій США, Японії, ринку іпотечних облигацій США, комерційних паперів США і муніципальних облигацій США [9].

Європейський центральний банк визначає такі характеристики covered bonds, зафіксовані European Covered Bond Council:

- боргове зобов'язання імітується кредитною організацією, діяльність якої контролюється і регулюється державою;
- вимоги тримачів таких облигацій є першочерговими серед інших активів;
- маса покриття має бути достатньою, щоб задовольнити у будь-який момент вимоги тримачів облигацій;
- наявність динамічного покриття (активи, що стали низькоякісними, мають бути замінені високоякісними) [12].

Не існує єдиного способу організації емісії та обігу таких цінних паперів, Stocker Otmar виділяє п'ять основних моделей, які використовуються у країнах Європи [13].

1. Covered bonds випускаються спеціалізованим фінансовим інститутом. Така модель використовується у Франції, Ірландії та характеризується розподілом функцій між кредитором (parent bank) і емітентом (issuer).

2. Covered bonds випускаються спеціалізованим кредитним інститутом. Модель використовується у Данії, Угорщині, Люксембурзі, Норвегії, Польщі. Право емісії мають лише

спеціалізовані кредитні установи, як правило, іпотечні банки, діяльність яких обмежується операціями з видачі кредитів, що можна включити в пул активів для покриття облігацій [7].

3. Право емісії covered bonds мають універсальні кредитні установи. Модель використовується у Німеччині, Латвії, Литві, Іспанії, Португалії, Швеції тощо. Право видачі кредитів мають усі універсальні банки за наявності відповідної ліцензії. Однак активи, що покривають облігації, виокремлюються серед інших активів банку, крім цього, тримачі облігацій мають першочергове право вимоги у випадку банкрутства кредитної установи. Наочним прикладом такої сек'юритизації активів є німецька схема Pfand Brief, у якій активи перебувають на спеціальних статтях банківського балансу і не можуть бути використані для іншого роду операцій.

4. Право емісії covered bonds мають компанії спеціального призначення SPV (special purpose vehicle). Модель використовується в Італії, Великобританії, Нідерландах. SPV не є емітентом облігації, як у випадку зі спеціалізованим кредитним інститутом, а лише забезпечує виплати за облігаціями.

5. Остання модель характеризується наявністю централізованого емітента, учасниками якого є банківські установи. Використовується у Швейцарії, Франції, Австрії.

У Європі не існує єдиної моделі емісії облігацій з іпотечним покриттям, кожна з них була сформована у процесі еволюції фінансово-кредитної системи кожної країни та має свої переваги й недоліки. У цілому, названі моделі організації емісії та обігу іпотечних облігацій відповідають загальному способу побудови іпотечного ринку країни.

**Висновки.** Дослідження світового досвіду ринку іпотечного кредитування дозволяє стверджувати, що так звана американська модель забезпечує більш широкі можливості притоку капіталу. Її функціонування потребує наявності відповідної інфраструктури дворівневого іпотечного ринку, що здійснює проведення рефінансування іпотечних кредитів шляхом позабалансової сек'юритизації. Основним недоліком такої моделі є її залежність від загального стану фінансового ринку та необхідність безперервного залучення коштів для рефінансування, наслідком чого є як значні піднесення, так і кризові явища.

Європейський досвід ринку іпотечного кредитування характеризується відсутністю єдиних норм щодо функціонування іпотечного ринку. Основним джерелом фінансування іпотечних кредитів є депозити та випуск іпотечних облігацій. Банківські іпотечні облігації – один із важливих сегментів європейського ринку капіталу, разом із публічними облігаціями вони є найбільшим сегментом ринку інструментів із фіксованою дохідністю.

Значного поширення в країнах Європи отримали облігації з іпотечним покриттям (mortgagecovered bonds), випуск яких здійснюється методом балансової сек'юритизації, тобто емісія цінних паперів, забезпечених пулом банківських активів, котрі продвжують залишатися на балансі банку-емітента. Усі ризики в такій операції перерозподіляються за рахунок використання різних структурованих фінансових інструментів. Правомірно буде стверджувати, що так звана європейська модель іпотечного ринку не забезпечує такого стрімкого притоку фінансових ресурсів на іпотечний ринок, оскільки спрямована на максимальне забезпечення стабільності іпотечних інститутів.

У вітчизняній практиці застосовуються елементи як американської, так і європейської моделей ринку іпотечного кредитування, перспективи їх розвитку стануть предметом подальших досліджень.

#### **ЛІТЕРАТУРА:**

1. Финансовый кризис 2007 – 2008 годов [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://ru.wikipedia.org/wiki/>.
2. Кузьмичева Д.А. Ипотечный кризис subprime: глобальные последствия и причины. / Д.А. Кузьмичева // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – №1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу – <http://www.auditfin.com/fin/2008/1/Kuzmicheva/Kuzmicheva%20.pdf>
3. Базилевич В.Д. Ипотечный рынок: монографія / В.Д. Базилевич, Н.П. Погорельцева. – К.: Знання, 2008. – 717 с.
4. Кручок С.І. Ипотечное кредитування: навч. посібник / С.І. Кручок. – К.: Мета. – 2002. – 208 с.
5. Коваленко Л.О. Концептуальні засади розробки кредитної політики для продуктів іпотечного кредитування/ Л.О. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 4. – С. 213 – 216.
6. Копишинська Н.В. Становлення іпотеки в Україні / Н.В. Копишинська // Фінанси України. – 2003. – № 11. – С. 112 – 118.
7. Прокопенко В.Ю. Особенности и разновидности применения облигации с ипотечным покрытием в европейских государствах / В.Ю. Прокопенко, И.О. Святокум // Проблемы економіки. – 2015. – №1. – С. 280 – 284.
8. Кудрявцев В. Основы организации ипотечного кредитования. / В. Кудрявцев, Е. Кудрявцева. – М.: Высшая школа, 1997. – 64 с.
9. Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов / Б.Б. Рубцов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 6. – С. 73 – 80.

10. Науменкова С. Фінансова інклюзивність та проблеми забезпечення доступу до фінансових послуг в Україні / С. Науменкова // Вісник Національного банку України. – Листопад 2014. – С. 31 – 37.
11. Ткачук Н.М. Сек'юритизація банківських активів: характерні типи та особливості проведення. / Н.М. Ткачук // Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 2. – С. 51 – 55.
12. Банковские ипотечные облигации – различные структурные модели эмитентов в Европе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://review.cbonds.info/article/references/457/>
13. Звіт про науково-дослідну роботу «Проведення аналізу та розроблення пропозицій щодо підвищення функціональних властивостей житла у частині доступності та екологічності» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minregion.gov.ua/attachments/files/bydivnitstvo/texnichneregulyuvannya/naukovo-tehnichnyu-rozvytok/Zvitu%202011%20rik/5.pdf>.
14. Dr. Otmar Stöcker. Legal conflict between secured bonds and deposits regarding insolvency remoteness and bail-in [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nbp.pl/badania/konferencje/2013/realestateworkshop/pdf/covered\\_bonds\\_in\\_europe\\_legal\\_conflict\\_between\\_secured\\_bonds\\_and\\_deposits\\_regarding\\_insolvency\\_remoteness\\_and\\_bail-in.pdf](http://www.nbp.pl/badania/konferencje/2013/realestateworkshop/pdf/covered_bonds_in_europe_legal_conflict_between_secured_bonds_and_deposits_regarding_insolvency_remoteness_and_bail-in.pdf)

УДК 336.77.067

**Крекотень Ірина Михайлівна**, кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і банківської справи. Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка. **Європейський досвід ринку іпотечного кредитування.** Досліджено європейську практику ринку іпотечного кредитування й фінансові інструменти, що на ньому використовуються: облігації з іпотечним забезпеченням та облігації з іпотечним покриттям. Проаналізовано способи організації емісії й обігу облігацій з іпотечним покриттям.

**Ключові слова:** іпотечне кредитування, облігації з іпотечним забезпеченням, облігації з іпотечним покриттям, емітент, сек'юритизація, рефінансування.

УДК 336.77.067

**Крекотень Ірина Михайлівна**, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и банковского дела. Полтавский национальный технический университет имени Юрия Кондратюка. **Европейский опыт рынка ипотечного кредитования.** Изучена европейская практика рынка ипотечного кредитования и финансовые инструменты, которые на нем используются: облигации с ипотечным обеспечением и облигации с ипотечным покрытием. Проанализированы способы организации эмиссии и оборота облигаций с ипотечным покрытием.

**Ключевые слова:** ипотечное кредитование, облигации с ипотечным обеспечением, облигации с ипотечным покрытием, эмитент, секьюритизация, рефинансирование.

UDC 336.77.067

**Krekoten I.M.**, PhD, Associate Professor, Finance and Banking Department, Poltava National Technical Yuri Kondratyuk University. **European experience of the mortgage market.** The article deals with European practice in the mortgage market. European mortgage markets are structurally very different for many reasons. Levels of mortgage indebtedness are very different, too, ranging from 50% of GDP in Denmark to just 10% in Greece. The main methods of financing mortgage loans are deposits and mortgage bonds. Mortgage bonds are residential mortgage-backed securities (RMBS) and mortgage covered bonds. Mortgage covered bonds are a type of cover bonds.

European Covered Bond Council defines the basic characteristics of the above bonds: covered bonds are bonds issued by credit institutions which are secured by a protected pool of high-quality assets; they grant the holder privileged claims on the pool of cover assets upon default of the issuer.

Scientific research is focusing on construction of mortgage cover bonds emission models: covered bond issuer is a completely specialized funding institute; the issuer is a legal specialized credit institution; a covered bond issuer is a universal credit institution; the issuer is using SPV to achieve insolvency segregation of cover assets; Covered Bond is a result of pooling models

**Keywords:** mortgage market, residential mortgage-backed securities (RMBS), mortgage covered bonds, the issuer, securitization, refinancing.