

«وام رهنی خرید مسکن»: مروری بر کلیات؛ ارزیابی تحولات در کشورهای منتخب

حسین درودیان^۱

۱ - مقدمه

«وام رهنی» (Mortgage Loan) که معمولاً به اختصار از آن با عنوان Mortgage (در لغت به معنی «رهن» یا «گرو») نام برده می‌شود، در اصطلاح مالیه به نوعی مرادده مالی اطلاق می‌شود که در آن قرض گیرنده، یک دارایی را برای بهره‌مندی از یک منفعت (وام) نزد وام‌دهنده توثیق می‌کند. به عبارت دیگر وام گیرندگان رهنی شامل کلیه افراد و کسب و کارهایی می‌شود که ملک (در مورد اشخاص) یا دارایی‌های تجاری خود (در مورد کسب و کارها) را در رهن وام‌دهنده گذاشته تا از وی اعتبار دریافت کنند. اگرچه این مفهوم صرفاً به وام‌های رهنی متعلقه به بخش مسکن (residential mortgage) اختصاص ندارد، اما به سبب غلبه مسکن به عنوان وثیقه دریافت وام رهنی، عرفاً مراد از وام رهنی، وام رهنی اختصاص یافته برای خرید مسکن است. خصوصیات مسکن به عنوان یک کالای «ضروری» و در عین حال «تقسیم‌ناپذیر» و در نتیجه «گران‌قیمت»، موجب می‌شود که قاطبه مردم جهت رفع نیاز ضروری خود به سرپناه، از سرمایه مالی کافی (برای خرید یک واحد مسکونی) برخوردار نباشند. خرید یک‌جای واحد مسکونی به اتکای پس‌انداز و دارایی انباشته نیز برای اقلیتی از اشخاص آن‌هم احتمالاً در نیمه دوم زندگی ممکن خواهد بود. در چنین شرایطی است که اعطای وام‌های رهنی برای افزایش سرمایه خریداران مستغلات جهت خرید ملک موضوعیت می‌یابد. وام‌دهنده حاضر می‌شود وامی بلندمدت در اختیار خریدار مسکن قرار دهد و در ازای آن،

۱. پژوهشگر مؤسسه‌ی مطالعات و تحقیقات مبین

ملک خریداری شده توسط او را به عنوان وثیقه بردارد تا اطمینان یابد که قادر است در صورت نکول وام، ملک را مصادره کند. در واقع اگر امکان تملک وثیقه برای وام‌دهنده وجود نداشته باشد، تفاوتی بین وام رهنی با وام‌های عادی وجود نخواهد داشت. خصوصیت دیگر این وام‌ها این است که در صورت ورشکستگی وام‌گیرنده، وام‌دهنده رهنی بر سایر طلبکاران او در فرآیند تسویه بدهی اولویت دارد.

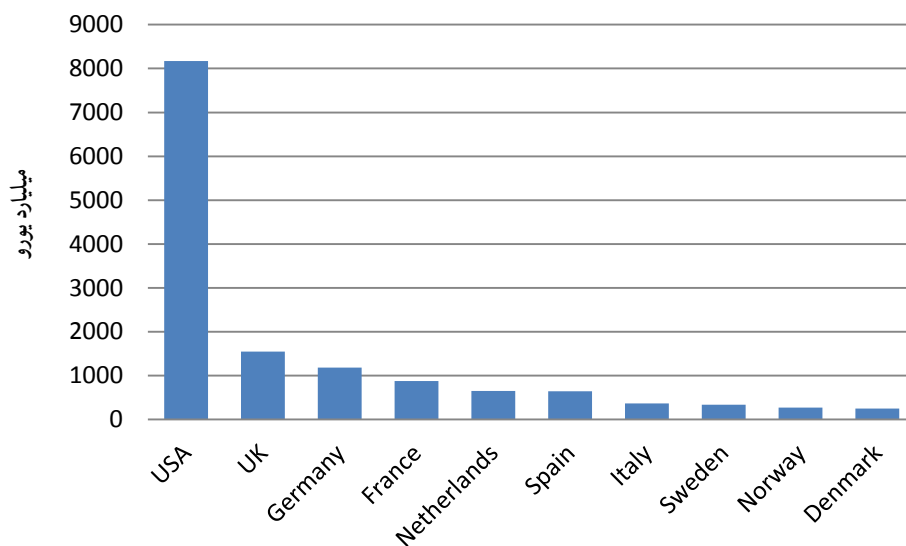
نظر به اینکه واقعیاتی که وام‌دهی رهنی را موجه و ضروری می‌سازد (نیاز به سرپناه، کم بودن پس‌انداز افراد برای خرید یک‌جای واحد مسکونی) موضوعاتی محلی و مربوط به کشور یا شرایط خاصی نبوده و عمومیت دارد، این فعالیت در بسیاری کشورها جایگاهی ویژه و برجسته در نظام مالی و کل نظام اقتصادی یافته است. پیوندهای بخش مسکن با رفاه مردم و همچنین نقش این بخش در ایجاد رشد و رونق اقتصادی از طریق تحریک مستقیم و غیرمستقیم سایر فعالیت‌های اقتصادی و تأثیر معنی‌دار آن بر ایجاد اشتغال و درآمد، همگی موجب شده دولت‌ها نیز همواره یکی از بازیگران اصلی در حوزه وام‌های رهنی باشند. دولت‌ها معمولاً جنبه‌های مختلف وام رهنی را به صورت مستقیم یا غیرمستقیم تحت قاعده درمی‌آورند و در برخی موارد هم ورودی مستقیم و کاملاً مداخله‌گرانه در این صنعت ترتیب می‌دهند از جمله به شکل وام‌دهی مستقیم دولت یا ایفای نقش اسپانسر برای وام‌دهندگان. مرور ادبیات موضوع نشان می‌دهد دولت‌ها همواره در ایفای نقش در بازار وام رهنی تحت تأثیر دو نیرو یا الزام متضاد قرار دارند: از یک سو نقش تقاضای مسکن در تأمین رفاه عمومی و تحریک رشد اقتصادی آن‌ها را به حمایت از بسط و توسعه وام‌دهی رهنی سوق می‌دهد؛ و از سوی دیگر حساسیت بخش مالی و تأثیرپذیری اقتصاد از این بخش، آن‌ها را وادار به رعایت احتیاط از بیم بحران‌های مالی می‌کند. مرور سوابق و تحولات بازار وام رهنی در کشورها نشانگر آن است که وضعیت و شرایط اقتصادی از حیث رکود و رونق یا ثبات و بی‌ثباتی دولت‌ها را به سوی یکی از این دو سر طیف سوق داده است که نمونه بارز آن انبساط و گشاده‌دستی در اعطای وام دهی پیش از بحران مالی ۲۰۰۸ و سپس وضع برخی محدودیت‌ها و سخت‌گیری‌ها پس از آن بود.

نقش و جایگاه وام‌های رهنی در کشورهای اروپایی و آمریکای شمالی بسیار ویژه و درخور تأمل است و غالب مطالعات و بررسی‌ها در خصوص وام‌های رهنی به این حوزه اختصاص دارد. از این رو اگر بخواهیم در بررسی موضوع وام رهنی وارد حوزه آمار و ارقام شویم، در دسترس‌ترین داده‌ها مربوط به این کشورهاست. از این رو ما در ادامه توجه خود را به همین حوزه‌های جغرافیایی معطوف می‌کنیم.

۲- جایگاه وام رهنی در اقتصاد

رقم کلی «ارزش بدهی گیرندگان وام رهنی» یک شاخص کلی از وضعیت و جایگاه وام‌های رهنی در اقتصادها ارائه می‌کند. در شکل (۱) میزان ارزش کل این وام‌ها در کشورها به ترتیب نشان داده شده است.

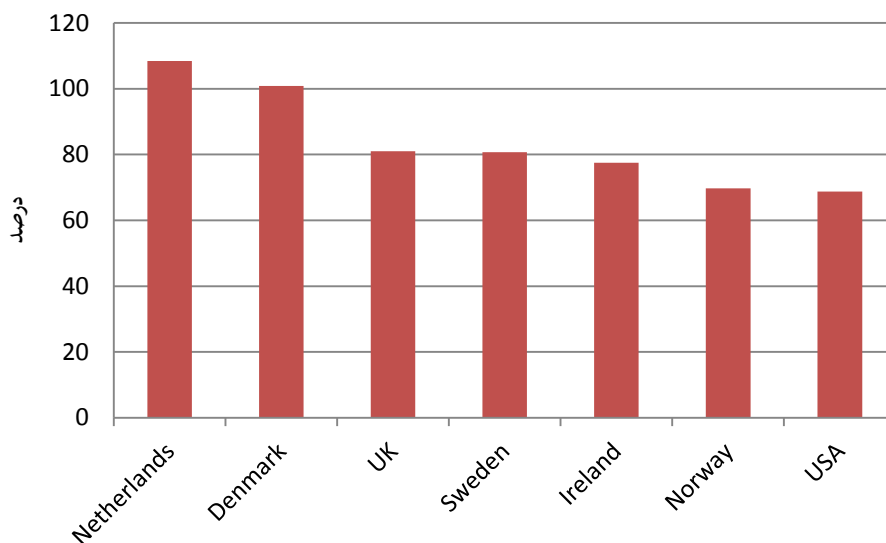
شکل (۱): ارزش بدهی ایجادشده در اثر وام‌های مسکن (۲۰۱۲)



منبع: European Mortgage Federation

ایالات متحده بافاصله بسیار زیادی بیشترین میزان باقیمانده وام خرید مسکن را در بین کشورها دارد. با وجود این، به دلیل تفاوت سبب اقتصادهای منتخب، رجوع به نسبت بدهی وام مسکن به تولید ملی شاخصی دقیق‌تر برای بررسی جایگاه وام‌های مسکن در هر کشور خواهد بود که در شکل (۲) این نسبت گزارش شده است. همان‌طور که دیده می‌شود برای سال مورد بررسی (۲۰۱۲) هلند، دانمارک و انگلستان بیشترین میزان نسبت بدهی مسکن به تولید ملی را دارا هستند. (البته نسبت مذکور در ایالات متحده در دو سال اخیر یعنی پس از سال ۲۰۱۲ و با خروج اقتصاد از تبعات بحران مالی-اقتصادی افزایش یافته است که در ادامه به آن پرداخته خواهد شد).

شکل (۲): نسبت کل بدهی‌های مربوط به خرید مسکن به تولید ملی (۲۰۱۲)

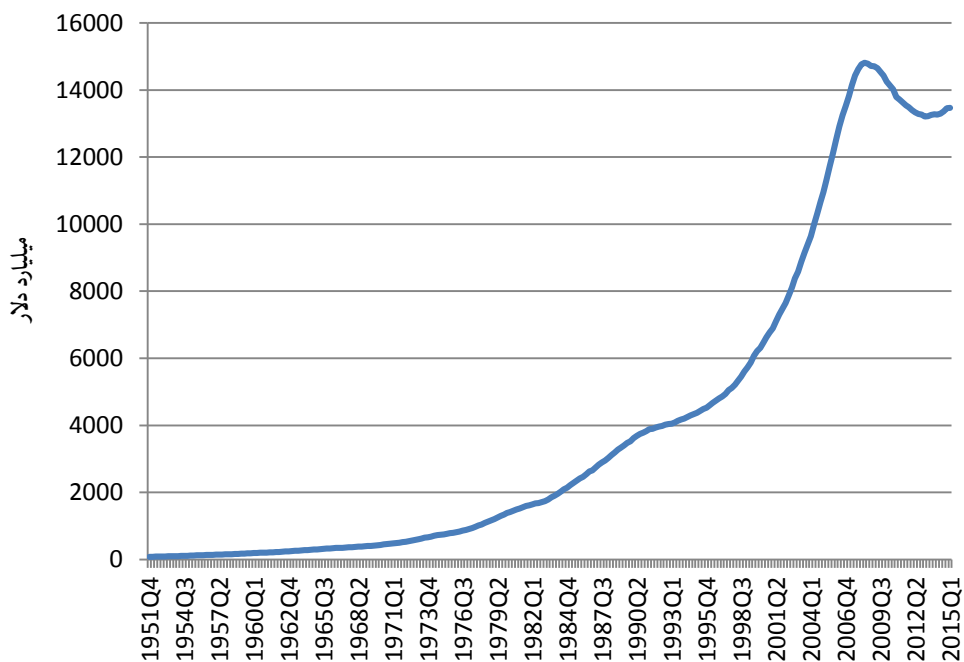


منبع: همان

- ایالات متحده آمریکا

بازار وام رهنی آمریکا به سبب وسعت و گستردگی آن در مقایسه با عمده کشورهای به صورت جداگانه قابل بررسی است. در آمریکا صنعت وام رهنی یک صنعت بسیار مهم و تأثیرگذار است. حجم وام‌های رهنی در اقتصاد آمریکا در روند بلندمدت خود با شیب تندی افزایش یافته است (شکل ۳).

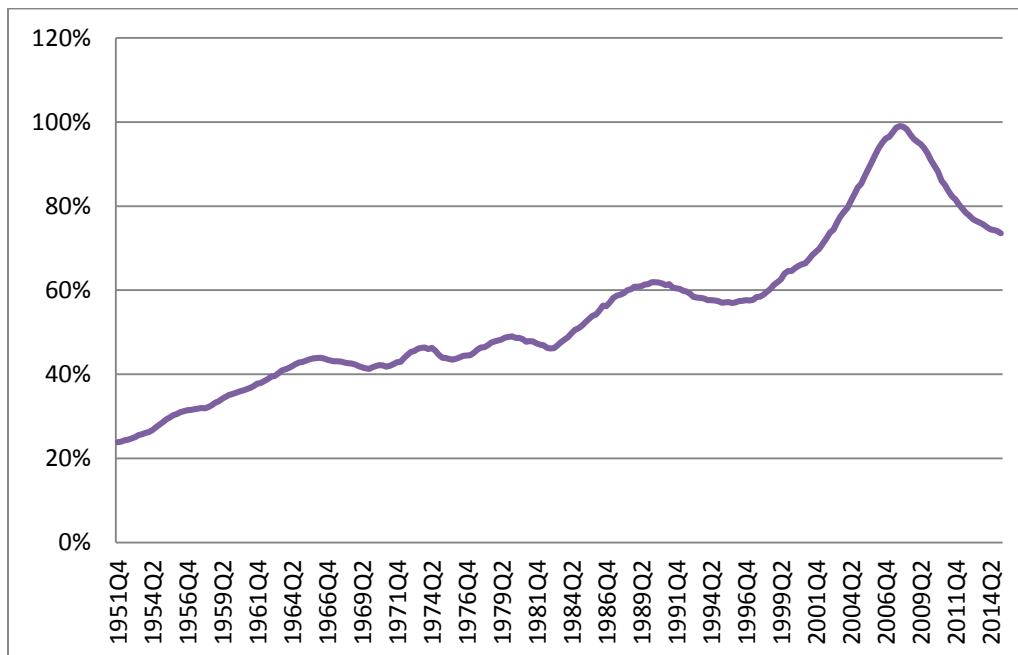
شکل (۳): مانده بدهی وام‌های رهنی در آمریکا



منبع: فدرال رزرو

البته چنانکه از شکل پیداست، روند این متغیر از تبعات بحران مالی در امان نمانده و پس از بحران رو به کاهش گذاشته است. نسبت این مانده بدهی به تولید ملی در ک بهتری از روند تحولات کمی جایگاه وام رهنی در اقتصاد ایالات متحده را نشان می‌دهد. نسبت مذکور پس از طی یک روند بلندمدت افزایشی، پس از اینکه در انتهای سال ۲۰۰۷ به بالاترین سطح تاریخی خود یعنی نزدیک به ۱۰۰٪ رسید، در فاصله‌ای کوتاه در اثر بحران اقتصادی که خود ریشه در تحولات همین بازار داشت، سقوط کرد (شکل ۴).

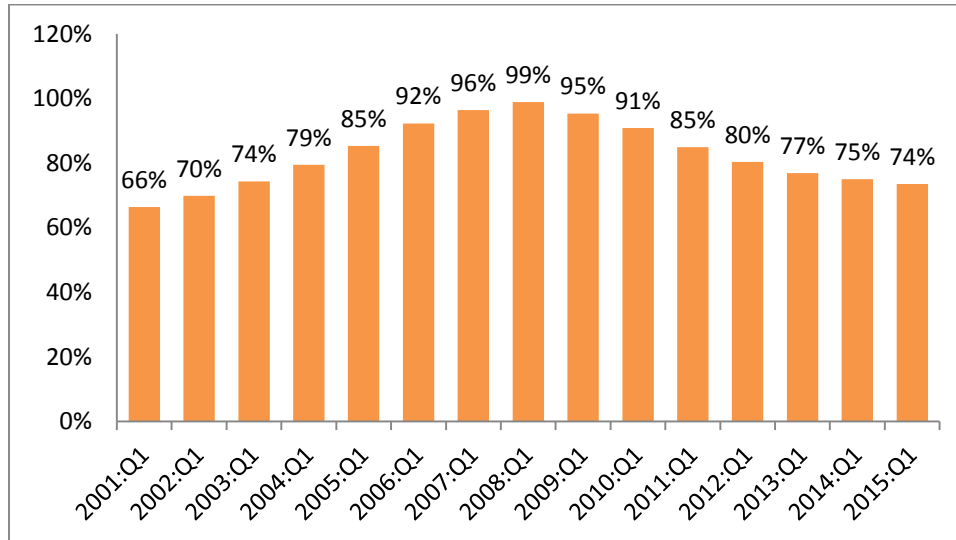
شکل (۴): نسبت مانده بدهی وام‌های رهنی به تولید ملی در ایالات متحده



منبع: همان

در دهه ۲۰۰۰ آمریکا موتور رشد خود را بر بخش مسکن و از طریق تشویق به تملک مسکن با گسترش اعطای وام‌های رهنی قرار داده بود. این سیاست اگرچه رشد اقتصادی بالایی را در این مقطع برای این کشور رقم زد، اما زمینه‌ساز بروز بحران اقتصادی شد که سبب آن، اعطای وسیع وام رهنی به افراد دارای ظرفیت اقتصادی پایین و موج نکول از ناحیه آن‌ها پس از سال ۲۰۰۸ بود. این روند تحولات به خوبی با مشاهده افزایش و کاهش در سهم وام‌های رهنی به تولید ملی در این مقطع در اقتصاد آمریکا قابل دریافت است.

شکل (۵): صعود و سقوط سهم وام رهنی به تولید ملی قبل و پس از بحران اقتصادی - آمریکا



یکی از خصوصیات بازار وام رهنی در ایالات متحده در مقایسه با سایر کشورها، میزان حضور و مداخله دولت در این بازار است. دولت آمریکا بیشترین مداخله در بازار وام‌های رهنی را در مقایسه با بقیه کشورها داشته و برنامه‌هایی وسیع برای این بخش تدارک دیده که از جمله مهم‌ترین این برنامه‌ها، تمهید و ایجاد چند نهاد با تأمین مالی دولتی برای تقویت وام‌دهی رهنی، ساخت‌وساز و تشویق به تملک است. این نهادها شامل «انجمن ملی وام رهنی دولت^۱» (موسوم به **Ginnie Mae**)، «انجمن ملی وام رهنی فدرال^۲» (موسوم به **Fannie Mae**) و «شرکت وام رهنی مسکن فدرال^۳» (موسوم به **Freddie Mac**) هستند. کار ویژه دو نهاد اخیر این است که وام‌های رهنی را از وام‌گیرندگان خریداری کرده و آن را در قالب «اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی^۴» (**MBS**) به سرمایه‌گذاران مالی می‌فروشند و از این طریق با اکتساب منابع جدید، عرضه ثابت وام رهنی را تضمین می‌کنند. این دو نهاد طبق نام‌گذاری دقیق حقوقی نهادهایی با حق امتیاز اعطاشده توسط دولت^۵ هستند و تحت ضوابط تعیین‌شده توسط دولت فدرال عمل می‌کنند. اما **Ginnie Mae** نهادی دولتی است که همان کار را با عرضه اوراق **MBS** تحت ضمانت دولت انجام می‌دهد.

- 1 . Government National Mortgage Association
- 2 . The Federal National Mortgage Association
- 3 . Federal Home Loan Mortgage Corporation
- 4 . Mortgage-Backed Securities
- 5 . Government-Chartered

بخش وام رهنی در آمریکا در مرکز بسیاری از بحران‌های مالی قرار داشته است که علاوه بر بحران اخیر (۲۰۰۸) می‌توان از بحران ملی وام رهنی دهه ۱۹۳۰ و بحران پس‌انداز و وام دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ نام برد.

۳- ابعاد وام رهنی

وام رهنی ترکیبی پیچیده از خصوصیات و ویژگی‌های متفاوت است. وام‌های رهنی از حیث میزان نرخ بهره، نحوه بازگشت اقساط، طول دوره، نسبت وام به ارزش ملک، شرایط لازم قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده، نحوه تأمین منابع مالی، ثابت یا متغیر بودن نرخ بهره و ... متفاوت و دارای اقسامی گوناگون هستند. وضعیت و شرایط وام‌های رهنی در هر کشور از حیث معیارهای فوق متفاوت است که ریشه دارد در شرایط اقتصادی و چارچوب قانونی موجود در آن کشور. در ادامه به توضیحی در باب هر یک از این جنبه‌ها می‌پردازیم.

۳-۱- نحوه تأمین مالی

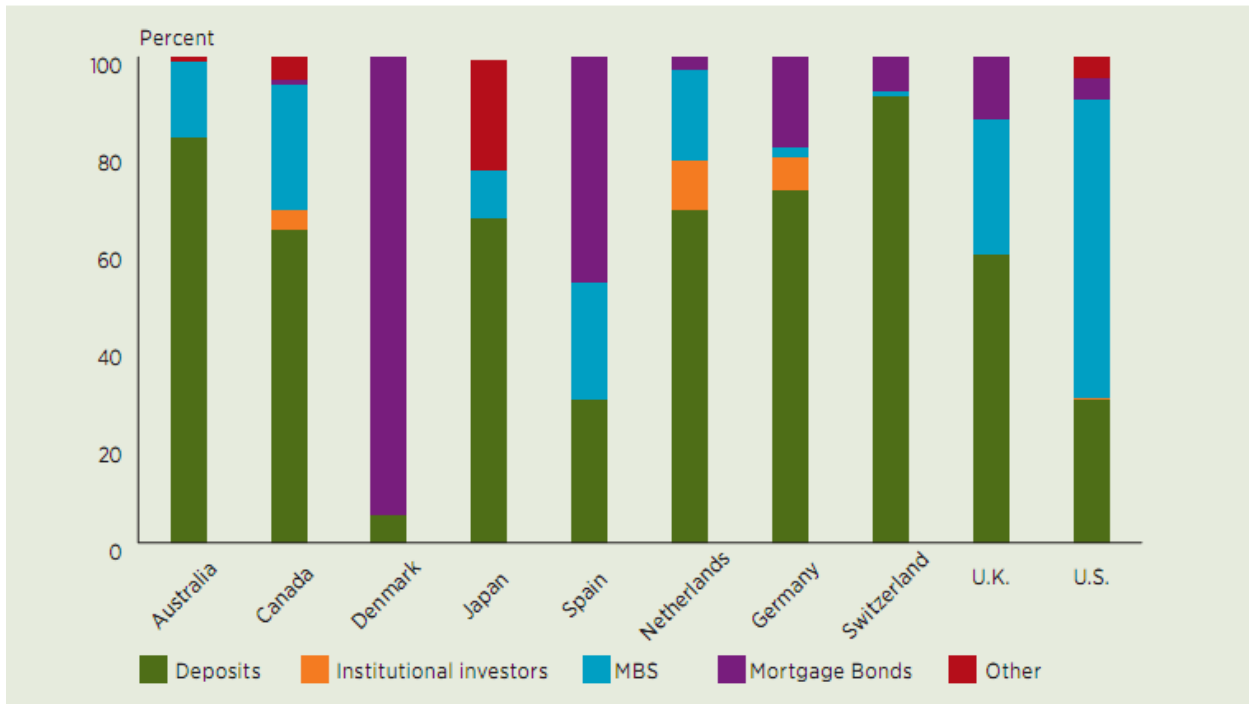
بانک‌ها و دیگر نهادهای اعطاکننده وام رهنی در تأمین منابع لازم برای اعطای این اعتبارات به‌طور کلی به دو منبع اتکا دارند: سپرده‌ها و منابع موجود در بازار مالی. وام‌دهی بر مبنای سپرده رویه متعارف و سنتی وام‌دهی رهنی است، اما یکی از نوآوری‌ها در تأمین مالی وام‌های رهنی، تأمین مالی از بازار مالی از طریق «اوراق بهادارسازی»^۱ است. یکی از انواع این اوراق بهادارسازی انتشار اوراق موسوم به «اوراق قرضه با پوشش وام رهنی»^۲ است که خود نوعی از «اوراق قرضه پوششی» است. به‌طور کلی اوراق قرضه پوششی نوعی از اوراق قرضه است که یک شرکت برای وام‌گیری در بازار مالی منتشر می‌کند اما جریان نقدی یک دارایی (مثلاً «وام رهنی») را به‌صورت حقوقی به‌عنوان پشتوانه این اوراق معرفی می‌کند (به‌عکس اوراق قرضه متعارف که لزومی به تعریف چنین پشتوانه‌ای برای آن نیست). لذا در صورت اعسار وام‌گیرنده، دارنده اوراق قادر است جهت بازیابی بدهی خود به آن دارایی دسترسی یابد. از این رو این نوع اوراق را باید نوعی اوراق قرضه با درصد اطمینان و پشتوانه بالاتر دانست. نهادهای مالی اعطاکننده وام رهنی با انتشار این اوراق به پشتوانه وام رهنی پیش‌تر اعطاشده، منابع جدیدی اکتساب می‌کنند و مجدداً از آن جهت اعطای وام بهره می‌گیرند. ماهیت این اوراق بسیار نزدیک به سپرده‌های بانکی است زیرا منابع جذب‌شده از طریق فروش این اوراق نیز مانند سپرده‌ها، یک «بدهی» بوده و لذا بر طرف «بدهی» در ترازنامه نهاد مالی می‌افزاید. اما نوع دیگر و متداول‌تر اوراق بهادارسازی، انتشار و فروش اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی یا MBS

¹ . Securitization

² . Mortgage Covered Bond

است. در انتشار اوراق بهادار پوششی اگرچه نهاد مالی از این اوراق به‌عنوان پشتوانه انتشار اوراق قرضه استفاده کرده، اما همچنان وام رهنی به‌عنوان یک دارایی در ترازنامه او باقی‌مانده و اوراق قرضه منتشره نیز بدهی او را بیشتر می‌کند. اما در انتشار MBS، وام‌دهنده اساساً اقدام به فروش کلیه منافع (و البته انتقال ریسک‌های) حاصل از اعطای وام رهنی به طرف(های) ثانی در بازار مالی کرده و این دارایی را به غیر منتقل می‌کند. در واقع خریداران اوراق موسوم به MBS آن دسته از سرمایه‌گذاران مالی هستند که علاقه‌مند به دریافت جریان نقدی قرض‌گیرنده وام رهنی هستند. در این حالت وام‌دهنده اولیه به‌عنوان پایه‌گذار^۱ وام رهنی شناخته می‌شود که پس از اعطای وام، آن را در قالب اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران فروخته و از این طریق منابع مالی جدیدی به دست می‌آورد.

شکل (۶): ترکیب تأمین مالی وام رهنی در کشورهای منتخب (۲۰۰۸)



منبع: Lea (2010)

¹. originator

ترکیب کشورها از حیث نحوه تأمین مالی وام رهنی نشان می‌دهد ایالات متحده از این حیث به طور معنی‌داری متفاوت از سایرین است و علت این تمایز، سهم بالای تأمین مالی از طریق اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی (MBS) است. در مقام مقایسه در کشورهای اروپایی منبع اصلی تأمین مالی وام رهنی، سپرده‌های خرد است. تنها در دانمارک و اسپانیا سهم اوراق قرضه وام رهنی بالاست که البته این اوراق نیز همان‌طور که گفته شد عملاً از حیث کارکرد و نحوه تأثیرگذاری بر ترازنامه بانک، تفاوت چندانی با سپرده‌گیری نداشته و تنها می‌توان آن را نوعی سپرده‌گیری دانست که در آن منابع جمع شده در اثر فروش اوراق قانوناً متکی به وام رهنی است. غلبه سهم MBS در تأمین مالی وام رهنی در ایالات متحده را می‌توان ناشی از وجود و کارکرد نهادهای عظیم با پشتوانه دولتی فعال در بازار رهن در آمریکا دانست که قیمت وام‌های اعطایی از محل این منابع را کاهش داده‌اند (Lea, 2010)؛ چنانکه اساساً این نهادها برای تحقق همین هدف شکل گرفتند.

۳-۲- نرخ بهره

نوع نظام وضع نرخ بهره بر وام رهنی مشخصاً از حیث ثابت یا متغیر بودن آن از جنبه‌های بسیار مهم تمایز بین وام‌های رهنی است. در یک تفکیک کلی می‌توان وام‌های رهنی را به دو دسته با «نرخ ثابت»^۱ و با «نرخ متغیر یا قابل تعدیل»^۲ تفکیک کرد. انواع نظام نرخ‌گذاری بر وام رهنی در جدول (۱) نشان داده شده است. تأمل در جدول نشان می‌دهد حالات ثالث در نظام‌های نرخ بهره، تلفیقی از دو حالت نرخ ثابت و متغیر است.

جدول (۱): انواع رژیم نرخ بهره در قرارداد وام رهنی

نوع نرخ بهره	توصیف
نرخ بهره ثابت	نرخ بهره در کل دوره بازپرداخت وام تغییر نمی‌کند
نرخ بهره ثابت در دوره ابتدایی (Initial period fixed rate)	وام با دوره‌ای آغاز می‌شود که در آن نرخ بهره ثابت است. پس از این دوره اولیه، نرخ بهره می‌تواند برای دوره‌ای دیگر ثابت یا متغیر باشد.
نرخ متغیر	نرخ بهره طبق قرارداد در مقاطع زمانی مختلف (به صورت روزانه، ماهانه، فصلی) تغییر کرده؛ یا بعد از ثبات در طول یک سال اولیه، از آن پس تغییر می‌کند
قابل تبدیل (Convertible)	وام می‌تواند ابتدا با نرخ ثابت یا متغیر آغاز شود، و این اختیار به قرض‌گیرنده داده شود که قرارداد را از حیث ثابت یا متغیر بودن نرخ در یک تاریخ از پیش تعیین شده تغییر دهد

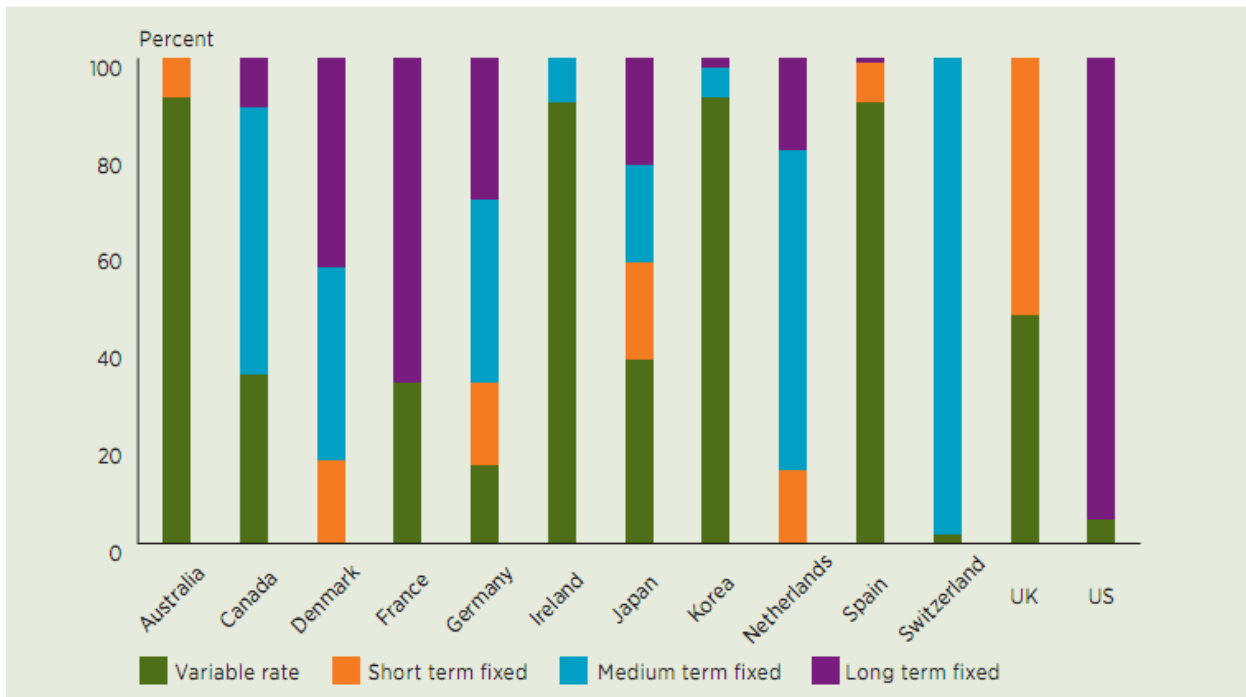
منبع، Lea (2010)

¹ . Fixed interest rate

² . Variable or adjustable rate

علت وضع نظام نرخ بهره متغیر در وام رهنی، طولانی بودن دوره بازپرداخت و امکان تغییر معنی دار نرخ بهره است که ریسکی را از این ناحیه متوجه طرفین قرارداد می کند. این ریسک به ویژه برای نهاد مالی قرض دهنده بیشتر حائز اهمیت است، چه اینکه او دارای هزاران قرارداد مشابه است که در صورت وقوع رخدادی خلاف منافع وی (افزایش نرخ بهره بازار) او در معرض ریسک قابل توجهی قرار می گیرد؛ ضمن اینکه با افزایش در نرخ بهره، هزینه منابع مالی برای بانک افزایش می یابد و این در شرایطی که نرخ بهره وام های پیشتر اعطاشده او ثابت است، برای بانک مضر خواهد بود. از این رو اصولاً هدف قراردادهای با نرخ متغیر این است که بخشی از ریسک نرخ بهره را از وام دهنده به وام گیرنده منتقل کند. در مقابل، ترجیح وام گیرندگان، وام با نرخ ثابت است. وام گیرنده با داشتن شناختی از روند بلندمدت گذشته نرخ های بهره، در صورتی که نرخ موجود را مناسب تشخیص داد، تمایل دارد ریسکی از بابت تغییر در نرخ بهره متوجه وی نشود.

شکل (۷): ترکیب کشورها از حیث ثابت / متغیر بودن نرخ بهره (۲۰۰۸)



منبع: همان

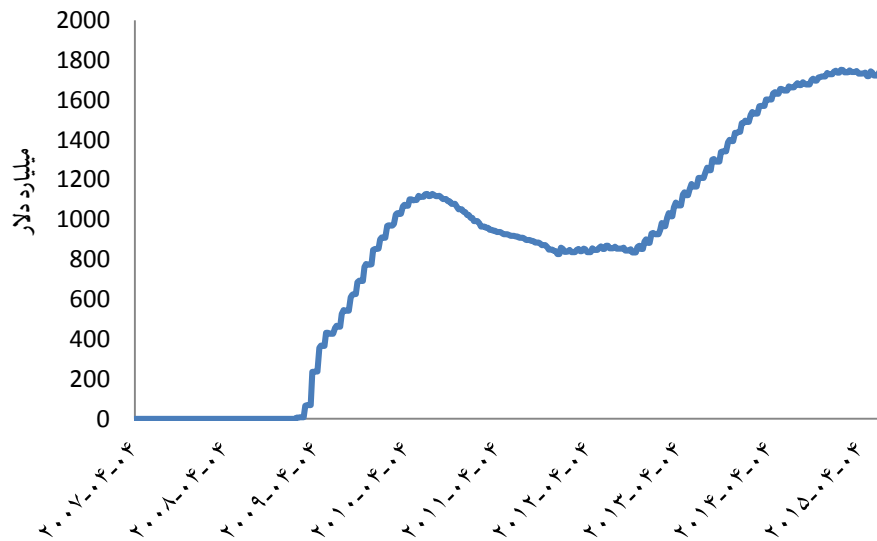
نکته مشهود در ترکیب کشورها از حیث نرخ بهره، سهم قاطع و غالب وام رهنی با نرخ ثابت در ایالات متحده در مقایسه با سایر کشورهاست. علت این امر را باید در سمت عرضه منابع جستجو کرد. در واقع علت این امر شیوه تأمین مالی بانکها به عنوان اعطاکنندگان اصلی وامهای رهنی است. همانطور که در جدول (۶) مشاهده شد در اغلب کشورها، بانکها در اعطای وام رهنی متکی به سپردهها هستند. هر قدر سهم سپرده در تأمین مالی بیشتر باشد، بانکها میل کمتری به استفاده از وامهای رهنی با نرخ ثابت خواهند داشت زیرا امکان تغییرات نرخ بهره سپردهها و در نتیجه افزایش در هزینه منابع، آنها را در معرض مخاطره قرار می دهد. از این رو در چنین شرایطی آنها بیشتر مایل به عقد قراردادهای با نرخ متغیر خواهند بود تا تغییر در نرخ بهره بازار، در نرخ وامهای پیشتر اعطاشده نیز منعکس شود. اما در شرایطی که محل اصلی تأمین مالی فروش اوراق MBS باشد، آنگاه بانک با چنین ریسکی روبه رو نیست زیرا کلیه منافع و ریسکهای وام رهنی اعطاشده توسط خود را به خریداران اوراق واگذار کرده و خود را از این وامها منفک کرده است. به علاوه، در بازارهای مالی قوی تر و وسیع تر (مانند بازار مالی آمریکا) بانکها بیشتر امکان دارند تا در صورت تغییرات نامطلوب در نرخ بهره، اقدام به معاوضه سپردهها با تعهدات میان مدت دارای نرخ ثابت یا انتشار اوراق قرضه با نرخ ثابت در بازار مالی کنند. پس می توان نتیجه گرفت که خصوصیت برجسته بازار وام رهنی در ایالات متحده یعنی سهم بالای وامدهی رهنی با نرخ ثابت، علاوه بر انعطاف پذیری بازار مالی، تا حدی ریشه دارد در خصوصیت برجسته دیگر بازار وام رهنی در این کشور یعنی سهم بالای تأمین مالی از محل MBS. هر دو خصوصیت فوق در درجه اول محصول کارکرد نهادهای مالی تحت حمایت دولت در بازار وام رهنی هستند.

البته شایان ذکر است که یکی از علل نکول بالای وامهای رهنی که منتهی به بحران در این بازار و در نتیجه بحران در کل اقتصاد آمریکا و اقتصاد جهانی در سال ۲۰۰۸ شد، وجود همین وامهای بلندمدت با نرخ ثابت بود که از قضا به دلیل رونق اقتصاد در مقطع منتهی به این دوره، سطح این نرخها نسبتاً بالا بود. وام گیرندگان با هویدا شدن آثار بحران و سقوط در اقتصاد، که یکی از خصوصیات و آثار مهم این دورهها کاهش نرخ بهره است، و با افت در قیمت ملک خود، تصمیم به نکول و عدم بازپرداخت گرفتند. در مقابل در کشورهای اروپایی به دلیل سهم بالاتر نظام نرخ بهره متغیر، سطح نکول پایین تر بود. این در شرایطی بود که نوسان قیمت مسکن در آمریکا از بسیاری کشورها کمتر بوده اما به دلایل فوق الذکر سطح نکول وام در اقتصاد آمریکا به طور معنی داری بیشتر بود که یکی از علل آن عدم انعطاف در نرخ بهره (عدم کاهش نرخ بهره) بود. البته عامل مهم دیگر که میزان نکول در آمریکا را افزایش داده بود، شرایط سهل تر دریافت وام رهنی برای متقاضیان بود که عملاً وام رهنی را دسترس وام گیرندگان سطح پایین نیز قرار داد.

روند اعطای وامهای رهنی با نرخ ثابت در آمریکا پس از بحران اقتصادی حتی تشدید شد. این رخداد به طور ساده به سبب افت نرخ بهره در اقتصاد آمریکا در دوره پس از بحران و اجرای طرحهای نجات بود. در شرایطی که نرخ بهره در اقتصاد آمریکا در این مقطع کاهش یافته بود، نهادهای وامدهی رهنی تحت حمایت دولت نیز از ناحیه طرح «تسهیل مقداری» (خرید داراییهای

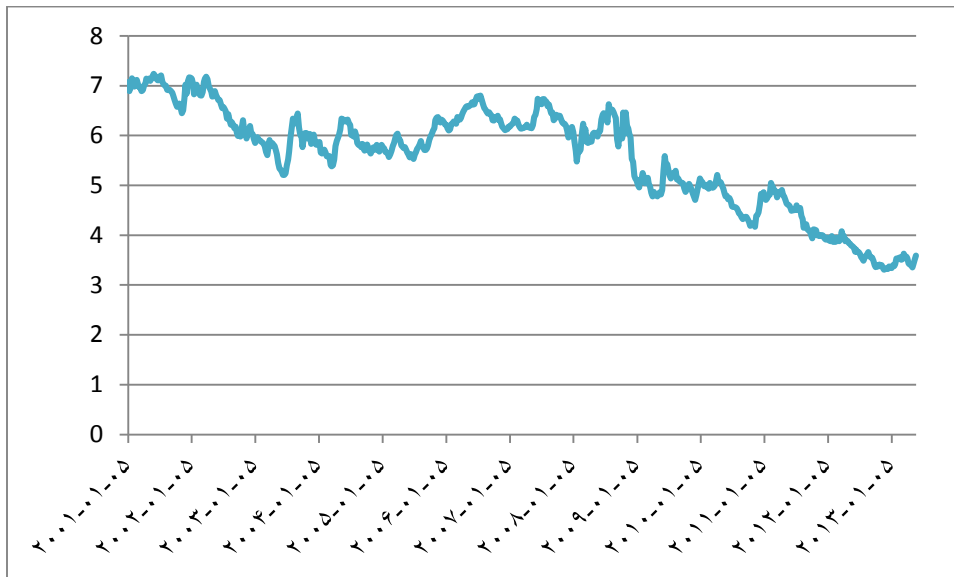
مالی توسط فدرال رزرو) تأمین مالی شدند و ادامه اعطای وام رهنی برای آنها ممکن شد. شکل (۸) سهم MBS در منابع پایه پولی بانک مرکزی آمریکا را نشان می‌دهد. از افزایش شدید این سهم پس از بحران مالی می‌توان دریافت که بانک مرکزی آمریکا برای تحریک اقتصاد در دوره بعد از بحران با توجه به کاهش نرخ بهره (شکل ۹)، منابع مالی لازم برای مؤسسات فروشنده اوراق MBS را از طریق خرید این اوراق فراهم کرد، این در شرایطی بود که به سبب شرایط بحران، تقاضایی برای خرید این اوراق وجود نداشت. در حقیقت بانک مرکزی تقاضایی مصنوعی به پشتوانه منابع پایه پولی برای این اوراق فراهم کرد تا در شرایطی که نرخ‌های بهره به کمترین سطح خود رسیده بود، انگیزه‌ای دوباره برای وام‌گیری رهنی و رونق اقتصاد فراهم کند.

شکل (۸): میزان اوراق MBS نگهداری شده نزد (خریداری شده توسط) فدرال رزرو



منبع: فدرال رزرو

شکل (۹): نرخ بهره وام رهنی - آمریکا



منبع: همان

۳-۳- نسبت وام به ارزش ملک

از مفاهیم مهم در بازار وام رهنی نسبت پوشش ارزش ملک یا نسبت وام رهنی به ارزش ملک^۱ (LTV) است. این نسبت نشان می‌دهد که بانک و مؤسسات وام‌دهنده شبه‌بانکی چه میزان از ارزش ملک را وام داده و چه سهمی باید توسط خود وام‌گیرنده به صورت پیش‌پرداخت تأمین شود. مشاهده این نسبت در کشورهای مختلف نشانگر آن است که سهم قاطعی از ارزش ملک توسط وام رهنی پوشش داده می‌شود.

^۱ . Loan to Value Ratio

جدول (۲): نسبت وام رهنی به ارزش ملک در کشورهای منتخب (درصد)

کشور	حداکثر میزان LTV در دوره:		
	۱۹۸۱-۱۹۹۰	۱۹۹۱-۲۰۰۰	۲۰۰۰-۲۰۰۷
هلند	۷۵	۷۵	۱۲۵
انگلستان	۸۷	۹۵	۱۱۰
آمریکا	۸۹	۸۰	۱۰۰
ایرلند	۹۰	۸۰	۱۰۰
اسپانیا	۸۰	۸۰	۱۰۰
سوئد	۹۵	۷۵	۱۰۰
فنلاند	۸۵	۸۰	۱۰۰
دانمارک	۹۵	۸۰	۸۰
آلمان	۶۵	۸۰	۸۰
ایتالیا	۵۶	۶۰	۸۰

منبع: Almeida et al. (2006) pp. 10; Crowe et al. (2011) pp. 46

ارقام جدول حاکی از آن است که اولاً وام رهنی بخش عمده و اصلی قیمت ملک را تأمین مالی می‌کند و ثانیاً روند این نرخ در بیشتر کشورها رو به افزایش بوده است. این نسبت در برخی کشورها مقید به قانون بوده و در برخی نیز به صورت عرفی تعیین می‌شود. نکته قابل ذکر این است که در سال‌های اخیر و تحت تجربه بحران مالی، کشورها عمدتاً به عکس روال در پیش گرفته شده در دو دهه اخیر، به سوی کاهش در این نرخ حرکت کرده‌اند. برای مثال در هلند سقف این وام‌ها به ۱۰۰٪ محدود شد (Badarinza et al, 2014). هر قدر این نسبت بیشتر باشد، ریسک وام‌دهنده بالاتر است، لذا در فضای بی‌ثباتی و ریسک مالی، افزایش دادن سهم خریدار از پرداخت ارزش ملک، حرکتی در جهت مقابله با ریسک‌های موجود محسوب می‌شود.

۳-۴- شیوه و دوره بازپرداخت

وام‌های رهنی از حیث شیوه بازپرداخت دارای اقسام مختلفی است. رایج‌ترین شکل پرداخت، پرداخت اقساط مشابه در فواصل زمانی یکسان در طول دوره‌ای بین ۲۰ الی ۴۰ سال بسته به وضعیت متعارف و روال قانونی در کشورهای مختلف است.



در آمریکا مرسوم‌ترین دوره بازپرداخت، ۳۰ سال، در اروپا بسته به کشورهای مختلف بین ۲۰ الی ۳۰ سال و در کانادا ۴۰ سال است. با وجود این حتی وام‌های با دوره زمانی بیشتر به صورت موردی در برخی کشورها وجود دارد از جمله در ژاپن و سوئیس وام‌های بین نسلی^۱ با طول دوره بازپرداخت ۱۰۰ ساله نیز موجود بوده و بازهم در سوئیس برخی وام‌های نامحدود^۲ (بی‌پایان) هم عرضه می‌گردد. میزان پرداخت اقساط نیز در وام‌های با نرخ ثابت در کل دوره بازپرداخت ثابت بوده و در وام‌های با نرخ متغیر با تغییر در نرخ بهره، تعدیل می‌گردد.

اما وام‌های رهنی در مواردی متفاوت از چارچوب فوق دارند. یکی از انواع روش‌های بازپرداخت مربوط به وام‌هایی موسوم به «پرداخت صرفاً بهره»^۳ است. همان‌طور که از این نام پیداست، اقساط پرداختی توسط وام‌گیرنده رهنی در بخشی از دوره بازپرداخت یا در تمام آن تنها شامل نرخ بهره متعلقه است. طول دوره‌ای که در آن وام‌گیرنده صرفاً بهره وام را می‌پردازد می‌تواند بخشی یا تمام دوره بازپرداخت را شامل شود. در مواردی که وام‌گیرنده تا زمانی مشخص از دوره بازپرداخت (مثلاً چنانکه در آمریکا متعارف است در ۵ سال اول)، صرفاً به پرداخت بهره مبادرت می‌کند، اقساط متعلقه طبعاً پایین‌تر است و پس از پایان این دوره، از آنجا که اقساط جدید علاوه بر بهره شامل اصل وام هم می‌شود، رقم اقساط افزایش می‌یابد. گونه دیگر این وام‌ها حالتی است که وام‌گیرنده در تمام دوره بازپرداخت صرفاً بهره را می‌پردازد و در سررسید، همچنان اصل وام را بدهکار است. در این تاریخ او باید اصل وام را بازگرداند که این کار از طریق فروش ملک، پسرانداز فرد، یا تأمین مالی از محل دیگری انجام می‌گیرد. هدف از این نوع وام‌ها فراهم کردن انعطاف بیشتر در پرداخت وام‌گیرندگانی است که انتظار بر افزایش درآمد خود در سال‌های آتی دارند. همچنین وام‌هایی که در آن گیرنده تا پایان دوره تنها به پرداخت بهره مبادرت می‌کند، در حقیقت نوعی قمار روی قیمت آتی مسکن است زیرا اگر قیمت افزایش یافته باشد وام‌گیرنده قادر است با فروش ملک و بازپرداخت اصل، عایدی‌ای نصیب خود کند، اگرچه کاهش قیمت ملک شرایطی معکوس را برای او رقم خواهد زد. این نوع وام ریسک بیشتری برای وام‌دهنده در بر داشته و لذا نرخ بالاتری روی آن وضع می‌شود. وام‌های با پرداخت صرفاً بهره در اروپا رواج بیشتری نسبت به آمریکا دارد. در آمریکا دوره‌ای که صرفاً در آن بهره پرداخت می‌شود، ۵ الی ۱۰ سال اول از دوره ۳۰ ساله پرداخت را در برمی‌گیرد.

1. inter-generational mortgages

2. Infinite Mortgage

3. Interest-only Payment

جدول (۳): سهم وام‌های با بازپرداخت صرفاً بهره در کل وام‌های رهنی (درصد)

کشور	سال	
	۲۰۰۵-۲۰۰۶	۲۰۰۹-۲۰۱۰
هلند	۸۸	۷۹
دانمارک	۳۲	۵۰
انگلستان	۲۴	۴۳
کره	۴۸	۴۳
استرالیا	۱۵	۲۷

منبع: Lea (2010)

حالت رایج دیگر در وام‌های رهنی با پرداخت انعطاف‌پذیر، وام‌های رهنی با «بازپرداخت منفی»^۱ است. در این نوع وام‌ها جهت کمک به وام‌گیرنده از طریق کاهش پرداخت‌های اولیه، اقساط وام در اوان دوره بازپرداخت محدود و حتی کمتر از میزان بهره متعلقه است که این خود به منزله افزایش در میزان بدهی وام‌گیرنده نسبت به اصل وام اولیه است. در ادامه دوره بازپرداخت و در سال‌های بعدی (برحسب قرارداد) تدریجاً اقساط وام برای تسویه کامل اصل وام و بهره معوق، در پایان سررسید افزایش می‌یابد. لذا این نوع وام در بردارنده الگویی از افزایش پلکانی در اقساط وام است. این نوع وام در آمریکا رواج بیشتری در مقایسه با دیگر کشورها دارد.

۳-۵- جریمه بازپرداخت پیش از سررسید^۲

ممکن است وام‌گیرنده به هر علتی تمایل داشته باشد پیش از پایان دوره پرداخت (پیش از سررسید) اقدام به تسویه وام کند. چنین امکانی برای وام‌گیرندگان در قراردادهای وام رهنی وجود دارد. این تصمیم عمدتاً نتیجه تغییرات نرخ بهره بازار و انحراف آن از سطح تعیین‌شده در قرارداد وام است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که این مورد در وام‌های با نرخ ثابت بیشتر به وقوع می‌پیوندد. بانک برای جبران و پوشش این ریسک، مبلغی به‌عنوان جریمه بازپرداخت زودتر از موعد تعیین می‌کند که هدف او از این کار بازبایی منافع خویش است. در برخی کشورها قواعد حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان محدودیت‌هایی بر این نرخ وضع کرده و اجازه فراتر رفتن آن از یک سطح قانونی مشخص را نمی‌دهد. معمولاً در چنین شرایطی بانک برای جبران

¹ . Negative Amortization

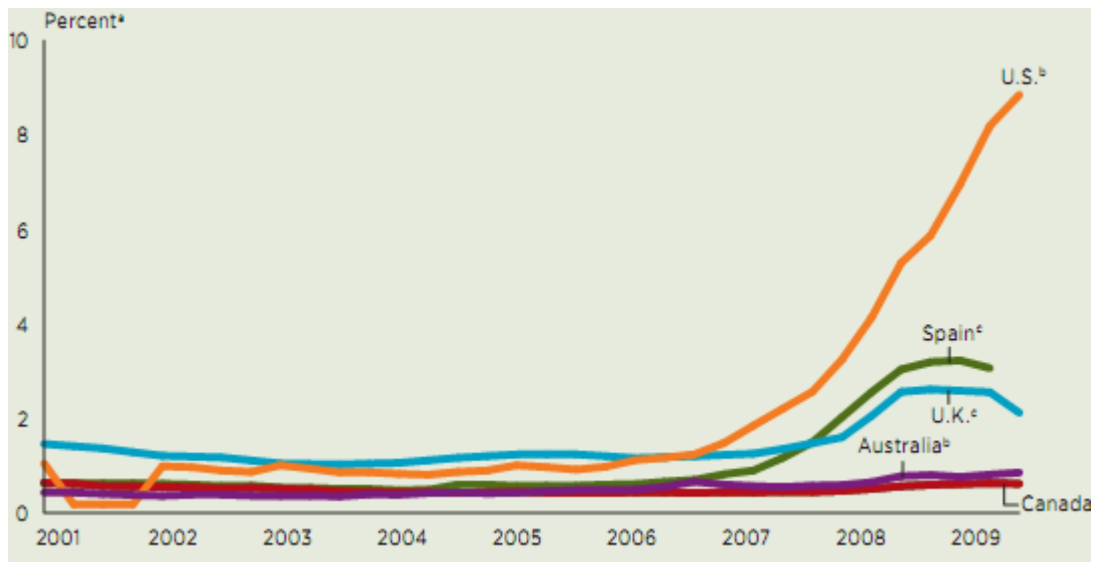
² . Prepayment Penalties

و پوشش ریسک خود، نرخ بهره وام رهنی را اندکی بالاتر وضع می‌کند. در حقیقت یک عامل تفاوت در نرخ بهره بین کشورها و بین انواع وام‌های رهنی در یک کشور، وضعیت قواعد مربوط به این جریمه‌هاست.

۳-۶- توقیف و مصادره^۱

وجه تمایز وام رهنی با سایر وام‌های بانکی، وجود وثیقه‌ای در رهن بانک است که در صورت عدم ایفای تعهدات مربوط به بازپرداخت از ناحیه وام‌گیرنده قابل توقیف و مصادره است. میزان توقیف و مصادره صرف‌نظر از شرایط اقتصادی که مهم‌ترین عامل مؤثر بر نکول وام است، به کیفیت وام‌های رهنی اعطایی و چارچوب قانونی مصادره بستگی دارد. یکی از حقایق مشاهده‌شده در دوره پس از بحران در اقتصاد جهانی، نرخ بسیار بیشتر توقیف و مصادره در آمریکا در مقایسه با دیگر کشورها بود که ابعاد بحران در بازار وام رهنی و به تبع آن کل اقتصاد را در این کشور وسیع‌تر می‌ساخت. این موضوع به وضوح با نکول بیشتر وام‌های رهنی در اقتصاد آمریکا مرتبط بود.

شکل (۱۰): ارزش وام‌های نکول شده به کل وام‌های رهنی در کشورهای منتخب



منبع: Lea (2010)

¹. Foreclosure



وسعت میزان نکول وام و توقیف ملک در آمریکا بیش از آنکه به سهولت قانونی انجام این فرآیند بازگردد، ریشه در شرایط آسان دسترسی به وام رهنی در آمریکا و عدم رعایت دقیق قواعد مربوط به توان بازپرداخت^۱ وام گیرندگان بود. وام‌های رهنی اعطاشده به اشخاص دارای توان پایین بازپرداخت بانام «وام‌های رهنی سطح پایین^۲» شناخته می‌شود که به سبب نقش این عامل در بروز بحران مالی در اواخر سال ۲۰۰۷ این بحران به «بحران وام‌های رهنی سطح پایین^۳» موسوم شد.

۴- بحران مالی و تعدیل در قواعد وام‌های رهنی

همان‌طور که توصیف شد بازار وام رهنی در قلب بحران مالی- اقتصادی آغاز شده از سال ۲۰۰۸ در آمریکا و اروپا قرار داشت. نکول وام‌های رهنی محرک اولیه بحران در نظام مالی بود و نشر وسیع اوراق بهادار به پشتوانه این وام‌ها از مهم‌ترین عوامل انتشاردهنده تأثیر منفی محرک اولیه در کل بود. این واقعیات، نظام‌های تصمیم‌گیری اقتصادی را در دوره بعد از بحران به سوی تجدیدنظر در جهت حاکمیت استواری و اطمینان بیشتر در این بازار سوق داد. در مجموع این پیشنهادها موجب ایجاد محدودیت‌هایی در اعطای وام رهنی و کاهش دسترسی به آن شد.

در آمریکا مصوبه‌ای موسوم به داد-فرانک^۴ (به نام طراحان طرح) در جولای ۲۰۱۰ در واکنش به بحران مالی به تصویب رسید که در آن مفهومی تحت عنوان «وام رهنی واجد شرایط^۵» معرفی شد که با تعریف شرایط وام رهنی استاندارد، دسترسی به وام رهنی را به جهت الزام به برآوری این خصوصیات محدود کرد. از جمله این خصوصیات لزوم پرداخت کامل اصل و بهره اقساط (خارج کردن وام‌های پرداخت صرفاً بهره از دایره وام واجد شرایط)، ممنوعیت تعیین دوره بازپرداخت بیش از ۳۰ سال، حذف جریمه پرداخت پیش از سررسید وام رهنی، و وضع محدودیت‌هایی بر نسبت درآمد به وام‌گیرندگان بود. در مجموع جهت‌گیری این مصوبه به سمت تضعیف عواملی بود که احتمال نکول وام رهنی را افزایش می‌دهند. اگرچه این قانون امکان اعطای وام‌های بدون شرایط لازم را سلب نمی‌کند، اما با وضع محدودیت‌هایی بر آن، هزینه این وام‌ها را افزایش و جذابیت آن را کمتر کرده است. در دیگر کشورها نیز رویه‌هایی توسط قانون یا از سوی وام‌دهندگان در پیش گرفته شد که شرایط وام را سخت‌تر و امکان دسترسی را کمتر می‌ساخت که کاهش در طول دوره بازپرداخت و افزایش سهم پیش‌پرداخت از سوی خریدار (کاهش نسبت وام به ارزش ملک) از جمله این موارد است. در جدول (۳) تغییر در خصوصیات وام رهنی در

1. Creditworthiness

2. Subprime Mortgages

3. Subprime Mortgage Crisis

4. Dodd-Frank

5. qualified residential mortgages

کشورهای مختلف در دوره پس از بحران نشان داده شده است. (خانه‌های ستاره‌دار به‌منزله وقوع محدودیت ذکر شده در ستون موردنظر در هر کشور است)

جدول (۳): تغییر در شرایط وام رهنی در جهت محدودسازی آن در کشورهای مختلف

محدودیت در وام رهنی					کشور
کاهش در دسترسی به وام‌های صرفاً بازپرداخت بهره	کاهش طول دوره بازپرداخت	سخت‌تر شدن قواعد مربوط به نسبت درآمد به وام	کاهش در وام رهنی با پوشش کامل ارزش	کاهش نسبت وام به ارزش ملک	
*		*	*	*	آمریکا
*		*	*	*	انگلیس
		*	*	*	استرالیا
*		*	*	*	ایرلند
*		*	*		هلند
	*	*		*	اسپانیا

منبع: همان

این قاعده‌گذاری‌های محدودکننده به‌وضوح واکنشی به گشاده‌دستی و عدم احتیاط در اعطای وام رهنی به‌ویژه در اقتصادی چون ایالات متحده بود. در حالی که طی دهه‌های گذشته، سیاست رسمی و محبوب در بین اقتصاددانان و سیاست‌گذاران مالی، مقررات‌زدایی^۱ و کاهش قواعد دولتی بر فعالیت مؤسسات اقتصادی بود، تحولات اخیر مجدداً حرکتی به سمت اعمال قاعده‌گذاری^۲ و وضع مقررات کنترلی توسط نهادهای دولتی در بازار مهمی مانند بازار وام رهنی خرید مسکن است.

۵- نتیجه‌گیری

اعطای وام رهنی با پوشش بالای ارزش ملک توسط نهادهای مالی وجهی مهم از اقتصادهای امروزی است. کارکرد این وام‌ها تقویت تقاضای مسکن و افزایش توان تملک واحد مسکونی از سوی خانوارهاست که پیامدهای مثبت اقتصاد کلانی گسترده‌ای نیز بر رونق بازار مسکن از این ناحیه مترتب است. با توجه به این اهمیت، دولت‌ها حتی در کشورهای موسوم به

^۱ . Deregulation

^۲ . Regulation



اقتصاد بازار، دغدغه‌ها و اهداف مهمی را در این بازار تعقیب می‌کنند. وام‌های رهنی دارای جنبه‌های مهمی از حیث حقوقی و اقتصادی است که هر یک از آن‌ها منشی برای شکل‌دهی به یک گونه خاص از این وام‌هاست. مهم‌ترین این جنبه‌ها عبارت‌اند از میزان پوشش ارزش ملک، طول دوره بازپرداخت، ثابت یا متغیر بودن نرخ بهره، نحوه تأمین منابع مالی در طرف عرضه، الگوی تغییر در اقساط و وضعیت مصادره. کشورهای مختلف از حیث این معیارها دارای نظام‌هایی متفاوت از اعطای وام رهنی هستند. ایالات متحده از دو حیث نسبت به سایر کشورها کاملاً متمایز است: سهم بالای وام‌های رهنی با نرخ ثابت، و سهم بالای MBS (اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی) در تأمین مالی از سوی عرضه‌کنندگان. تساهل در اعطای وام رهنی در دوره منتهی به بحران مالی اواخر سال ۲۰۰۷، موجب تجدیدنظر در شرایط وام‌دهی و اکیدتر ساختن شرایط لازم برای دسترسی به وام شد.

تجارب مرور شده حکایت از آن دارد که سهل‌گیری در اعطای وام رهنی زمینه‌ساز بروز ریسک در این بازار و کل اقتصاد است. باید توجه داشت که کارکرد وام‌های رهنی، افزایش در تقاضای مسکن و آسان‌سازی ورود به این بازار برای متقاضیان است که خود می‌تواند انگیزه‌های سفته‌بازانه را بیش از گذشته به کار اندازد. مقامات پولی و مالی در کشورهای پیشرفته پس از سه دهه حاکمیت گرایش‌های مقررات‌زدایی و کاهش مداخله، به تجربه بحران مالی دریافتند رهاسازی این بخش می‌تواند لطمات جبران‌ناپذیری به سلامت و ثبات نظام اقتصادی وارد کند. از این رو در کشور ما لازم است در صورت الگوگیری از کشورهای غربی، در اعطای وام‌هایی که امکان وجود اهداف سفته‌بازانه در آن بیشتر است، سخت‌گیری به عمل آید. با توجه به دوره طولانی وام رهنی، وضع نرخ بهره ثابت بر این وام‌ها مستلزم تحمل ریسکی قابل‌توجه است. با کاهش در نرخ منابع مالی ممکن است متقاضیان پیشین وام رهنی، میل به فروش واحد مسکونی و تسویه وام پیدا کنند که این رفتار جمعی بازار مسکن و کل اقتصاد را در معرض یک شوک منفی قوی قرار می‌دهد.

با وجود این در اقتصاد ایران سطح بالای نرخ بهره و پایین بودن نسبت درآمد به قیمت مسکن امکان اعطای وام‌های رهنی با پوشش بالای قیمت مسکن در یک بازه زمانی بیش از دو دهه (مشابه کشورهای پیشرفته) را بسیار محدود کرده است. با توجه به تأثیر مرکب نرخ بهره بر افزایش بدهی، نتیجه یک نرخ بهره بالا روی یک وام طولانی‌مدت، افزایش شدید و چشمگیر اقساط است که جذابیت این نوع وام را به شدت کاهش می‌دهد. برای مثال تسهیلات اخیراً مصوب ۸۰ میلیونی خرید مسکن در تهران (با مبلغ کمتر در سایر شهرها)، اقساطی معادل ۱،۱۵۰،۰۰۰ تومان در ماه بر وام‌گیرنده تحمیل می‌کند که دقیقاً معادل نیمی از متوسط درآمد خانوار در تهران^۱ است. این در حالی است که مبلغ این وام تنها پوشش‌دهنده ۲۵٪ متوسط ارزش یک

۱. بر اساس آخرین آمار هزینه و درآمد خانوار مربوط به سال ۱۳۹۲ (رجوع شود به گزارش هزینه و درآمد خانوار در سال ۱۳۹۲، مرکز آمار ایران).



واحد مسکونی ۸۰ متری در شهری نظیر تهران^۱ است، ضمن اینکه لزوم سپرده گذاری نیمی از این مبلغ در طول یک سال، بازهم به منزله افزایشی فاحش در نرخ مؤثر تحمیل شده بر متقاضی است. این شرط، عملاً نرخ بهره مؤثر این وام را از رقم اسمی ۱۴ درصدی آن بیشتر کرده است. در مقام مقایسه، در دیگر کشورها نسبت استاندارد اقساط وام رهنی به درآمد خانوار معادل یک سوم (کمتر از این نسبت در ایران) است آن هم با این تفاوت که اولاً دوره بازپرداخت این وام‌ها دست کم ۲۰ سال است؛ ثانیاً هیچ لزومی به سپرده گذاری توسط متقاضی نزد بانک وام‌دهنده برای هیچ مدتی وجود ندارد و ثالثاً و از همه مهم‌تر، وام اعطایی در این کشورها دست کم ۸۰٪ قیمت ملک را پوشش می‌دهد حال آنکه وام ۸۰ میلیونی اعطاشده در ایران در حالی نیمی از درآمد خانوار را به خود اختصاص داده که حتی یک چهارم ارزش ملک را نیز پوشش نمی‌دهد. تمامی این کاستی‌ها مستقیماً ریشه در نرخ بهره بالا در اقتصاد ایران دارد. لذا پیش از کاهش معنی‌دار نرخ بهره، رواج و گسترش وام رهنی در ایران و از قبل آن ایجاد یک رونق نسبی پایدار در بخش مسکن را باید غیرممکن دانست.

منابع

- ۱- مرکز آمار ایران، متوسط درآمد کل سالانه‌ی یک خانوار شهری/روستایی، ۸/۱۰/۹۳.
- ۲- وزارت مسکن و شهرسازی، فصلنامه اقتصاد مسکن، شماره ۵۱.
- 3- Lea, Michael (2010), International Comparison of Mortgage Product Offerings, Research Institute for Housing America.
- 4- Badarinza Cristian; Campbell John Y.; Kankanhalli Gaurav; Ramadorai Tarun (2012), International Mortgage Markets: Products and Institutions, <http://hhf.oxford-man.ox.ac.uk/>.
- 5- Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Data.
- 6- European Mortgage Federation, <http://www.hypo.org/Content/Default.asp>.

۱. متوسط یک متر مربع قیمت آپارتمان در تهران در سال ۱۳۹۲ معادل ۳/۹ میلیون تومان بوده است (رجوع شود به فصلنامه اقتصاد مسکن، شماره ۵۱، وزارت مسکن و شهرسازی)