

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИКО-МАТЕМАТИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ  
CENTRAL ECONOMICS AND MATHEMATICS INSTITUTE

РОССИЙСКАЯ  
АКАДЕМИЯ НАУК

RUSSIAN  
ACADEMY OF SCIENCES

В.М. Полтерович, О.Ю. Старков

ПРОБЛЕМА ТРАНСПЛАНТАЦИИ  
ИПОТЕЧНЫХ ИНСТИТУТОВ  
В ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИКАХ:  
РОЛЬ СТРОЙСБЕРКАСС

Препринт # WP/2006/210

МОСКВА  
2006

**Полтерович В.М., Старков О.Ю.** Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс. / Препринт # WP/2006/210. – М.:ЦЭМИ РАН, 2006. – 92 с. (Рус.)

Трансплантация (заимствование) институтов – важнейший элемент реформ, осуществляемых в развивающихся и переходных экономиках. Однако принципы и методы трансплантации недостаточно разработаны, поэтому многие попытки заимствования институтов терпят неудачу. В частности, многочисленные проекты ускоренного создания наиболее передовых институтов ипотечного кредитования практически во всех странах «догоняющего» развития привели к дисфункциям – образованию неработоспособных институциональных форм, замедляющих становление ипотеки.

В данной работе для создания массовой ипотеки в России предлагается стратегия промежуточных институтов, включающая отбор эффективных трансплантатов, их приспособление к условиям реципиента и управление их последующим развитием (Полтерович, 2001). Чтобы найти рациональную стратегию, мы изучаем историю и эволюцию ипотечных институтов в развитых странах; сопоставляем различные стратегии трансплантации в переходных экономиках; предлагаем модель, позволяющую сравнить эффективность в российских условиях двух наиболее перспективных трансплантатов: банковской ипотеки и стройсберкасс. Показано, что в современной России на стадии становления ипотечного рынка слегка модифицированный институт стройсберкасс наиболее предпочтителен для большинства населения, обеспечивает максимальную эффективность государственных субсидий и способствует формированию более эффективных ипотечных институтов. После того как качество системы кредитования достаточно улучшится, роль стройсберкасс должна уменьшаться. Этот процесс может быть ускорен за счет постепенного снижения государственной премии на стройсбережения и переключения поддержки на субсидирование начального взноса в рамках банковской ипотеки.

Развитый подход к разработке стратегии промежуточных институтов может найти применение и при решении других трансплантационных задач, связанных с институциональными реформами в развивающихся экономиках.

Работа выполнена при финансовой поддержке гранта государственной поддержки ведущих научных школ РФ # НШ-6417.2006.6

**Polterovich V.M., Starkov O.Y.** The Problem of Transplantation of Housing Finance Institutions in Transition Economies: the Role of Contractual Savings for Housing. / Working paper # WP/2006/210. – Moscow, CEMI Russian Academy of Science, 2006. – 92 p. (Rus.)

Transplantation of institutions is an important part of reforms in many developing and transition economies. However principles and methods of transplantation are not developed and therefore many transplantation attempts failed. This is a case for numerous projects of accelerated building the most advanced market institutions of mortgage markets in almost all «catching-up» countries; these projects bring to dysfunctions, i.e. to formation of disable institutions slowing emergence of modern hypothecs.

In order to build effective mortgage markets in Russia we propose a strategy of interim institutions that includes selection of effective transplants, their adjustment to the recipient's environment and control of subsequent transformations of the transplanted institutions (Polterovich, 2001). To elaborate an effective strategy we study the history and the evolution of housing finance institutions in developed countries, compare different strategies of transplantation in transition economies and suggest a model to compare under Russian conditions two most promising candidates for transplantation: bank mortgage financing and Bausparkassen. It is shown that in contemporary Russia at the emergence stage of mortgage market the adjusted institution of Bausparkassen is more preferable to the majority of population, provides the maximal effectiveness of state subsidies and facilitates emergence of more advanced housing finance institutions. However, the role of Bausparkassen has to be diminished at a point where credit markets turn out to be developed enough. This process may be accelerated by gradual decrease of the Bauspar premiums on savings and switching of policy on subsidizing banking down payment.

We suppose that our approach to the elaboration of interim institutions strategy may be applicable to transplantation problems concerning other institutional reforms in transition economies.

The financial support of the grant # NSH-6417.2006.6, School Support, is gratefully acknowledged.

ISBN 5-8211-0394-0

© Полтерович В.М., Старков О.Ю., 2006 г.

© Центральный экономико-математический институт Российской академии наук, 2006 г.

# СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ЧАСТЬ 1. ТРАНСПЛАНТАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ ИНСТИТУТОВ: АНАЛИЗ НАКОПЛЕННОГО ОПЫТА.....	8
1.1. Эволюция ипотечных институтов.....	8
1.2. Развитие ипотеки в передовых странах и опыт переходных экономик.....	14
1.3. Шоковая трансплантация: Польша и Россия.....	17
1.3.1. Стратегия создания современного рынка ипотеки и опыт Польши.....	17
1.3.2. Проекты создания передовых институтов жилищного кредитования и строительства в России в 1992–2003 гг.....	19
1.3.3. Оценка издержек шоковой трансплантации жилищных институтов.....	25
1.3.4. Результаты инвестиций в ипотечные институты в 1991–2003 гг. и последствия принятия жилищного пакета 2004 г.....	26
1.3.5. Дисфункции рынка ипотечных ценных бумаг в развивающихся странах.....	31
1.4. Стратегия промежуточных институтов: Словакия и Чехия.....	37
1.4.1. Массовый старт стройсберкасс.....	37
1.4.2. Роль государства в становлении ипотеки.....	38
1.4.3. Становление современной ипотеки.....	40
1.4.4. Развитие финансового сектора.....	41
1.5. Стратегия успешной трансплантации ипотеки.....	42
1.5.1. Преимущества стройсберкасс при становлении ипотеки.....	42
1.5.2. Стратегия успешной трансплантации ипотеки.....	44
ЧАСТЬ 2. ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СТРОЙСБЕРКАСС В РОССИИ.....	46
2.1. Сравнение эффективности стройсберкасс и банковской ипотеки: описание модели.....	47
2.1.1. Модель финансирования в стройсберкассе.....	49
2.1.2. Модель банковской ипотеки.....	53
2.1.3. Сравнение эффективности субсидий.....	54
2.2. Доходы, сбережения и цены на жилье.....	57
2.3. Параметры накопления, кредитования и субсидирования.....	59
2.4. Результаты расчетов.....	61
2.5. Ответы на возражения против внедрения стройсберкасс.....	69
2.6. Перспективы внедрения стройсберкасс.....	74
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	79
ЛИТЕРАТУРА.....	82
ОБ АВТОРАХ.....	88

## ВВЕДЕНИЕ\*

Большинство институтов во всех государствах мира возникли преимущественно путем трансплантации. Будучи «изобретены» в той или иной стране, они заимствовались другими и распространялись по всему земному шару. В двадцатом веке трансплантация стала важнейшей частью реформ, проводимых многими развивающимися и переходными экономиками.

Нередко считается бесспорным, что отстающие страны должны внедрять самые передовые институты, уже доказавшие свою эффективность в современных развитых системах. Однако такие институты не всегда подходят для менее развитой институциональной среды, поэтому многие попытки трансплантаций терпят неудачу. Большое число трансплантационных провалов наблюдалось в 90-х годах прошлого века в переходных экономиках. В России оказались неэффективными такие широко распространенные на Западе институты как многоступенчатый подоходный налог, рынок ГКО, рыбные аукционы, закон о банкротстве и многие другие.

Несмотря на важность проблем трансплантации, им посвящено совсем немного работ.

Норт (1990, гл. 11) отмечает, что «пересадка» развитых институтов в отсталую экономическую и культурную среду реципиента не гарантирует дальнейшего развития трансплантата по образцу донора. Stiglitz (2000, с. 32–33) указывает, что преобразование институциональных систем посредством имитации «требует более тонких методов... нежели простой выпуск распоряжений или принятие новых законов».

В статье Berkowitz et al (2003) исследована трансплантация систем общего и гражданского права. Авторы продемонстрировали, что адаптация трансплантируемых законов к специфическим условиям страны-реципиента, а также культурная общность реципиента и донора являются важными факторами работоспособности заимствованных правовых институтов. Vittas (1995) описал историю трансплантации сберегательных институтов. Олейник (2000) приводит обзор ряда работ посвященных «импорту» правовых норм и норм управленческой культуры. В этих работах успех трансплантации связывается со степенью конгруэнтности неформальных норм, господствующих в стране-реципиенте, и формальных норм, на основе которых функционирует трансплантируемый институт.

---

\* Работа представляет собой переработанный и существенно расширенный текст доклада на конференции «Доступное жилье для россиян: перспективы», проведенной Росстроем 29–30 июня 2005 г. в Москве. Ее промежуточная версия была представлена на конференции «Научные чтения им. проф. Ю.В. Пашкуса», проведенной НИИ Менеджмента СПбГУ 28 октября 2005 г. в Санкт-Петербурге (см. Полтерович, Старков (2005a)).

Авторы пользуются случаем выразить признательность за помощь в поиске данных и полезные обсуждения Мариушу Сочацки (Mariusz Sochacki), президенту польского научно-исследовательского института PAB-Polish Construction Research&Forecasting; Яцеку Лазжеку (Jacek Laszek), советнику по жилищному сектору президента Центрального банка Польши; Мартину Люксу (Martin Lux), руководителю проекта социологии и экономики жилья Института социологии Чешской академии наук; Иосифу Монтагу (Josef Montag), научному сотруднику Института социологии Чешской академии наук; Грегору Шнайдеру (Gregor Schneider), директору, начальнику департамента управления делами и международных рынков и Андреасу Гётцу (Andreas Geotz), вице-президенту, начальнику управления международных рынков стройсберкассы LBS Westdeutsche Landesbausparkasse; Юргену Монцеку (Jurgen Moncsek), старшему консультанту международного департамента стройсберкассы Bausparkasse Schwaebisch Hall AG; Герберту Пфайфферу (Herbert Pfeiffer), вице-президенту стройсберкассы Prva stavebna sporitelna.

Попытка создать общую теорию трансплантации экономических институтов была предпринята в работе (Полтерович, 2001). В ней проанализированы парадоксальные особенности рынка трансплантатов (где нередко платит продавец, а не покупатель), дана классификация дисфункций трансплантированных институтов и показано, что стратегия трансплантации является ключевым фактором ее успеха, обеспечивающим ускорение институционального развития. Основные задачи теории трансплантации заключаются в выявлении принципов отбора трансплантатов, разработке эффективных технологий их заимствования и изучении возможностей управления их дальнейшей эволюцией в новой экономике.

Полтерович описывает три стратегии трансплантации: шоковую терапию, «выращивание» и стратегию промежуточных институтов. Шоковая трансплантация предусматривает быстрые изменения посредством издания соответствующих законов с целью внедрения передовых институтов. «Выращивание» опирается на подбор и модификацию местных или заимствованных институтов и поддержку их дальнейшей эволюции к более эффективным формам. Согласно стратегии промежуточных институтов, для создания эффективного института строится последовательность промежуточных институциональных форм, которые способны функционировать в несовершенных условиях страны-реципиента. Эта стратегия включает выбор трансплантатов, их модификацию и «пересадку», контроль над их последующей трансформацией и обеспечение своевременной смены промежуточных институтов. Она сочетает преимущества «выращивания» и конструирования, и позволяет управлять темпом институционального строительства<sup>1</sup>.

Настоящая работа посвящена проблеме трансплантации рынка ипотечного кредита.

Создание современного рынка жилья – одна из насущных задач для всех переходных экономик. В начале 1990-х годов большинство экспертов рекомендовали им сразу же внедрять институты вторичного рынка ипотечных кредитов (см., в частности, Lea, Renaud (1995); Diamond (1999)). Эти рекомендации базировались на двух аргументах. Во-первых, минимальные издержки кредитования в развитых странах обеспечивают институты рынка капитала, основанные на секьюритизации ипотечных кредитов (Diamond, Lea (1992a)). Во-вторых, на протяжении 1980-х годов в развитых странах происходило снижение роли институтов «более низкого уровня» – стройсберкасс, кооперативных обществ и ссудно-сберегательных ассоциаций, причем страны, сократившие государственную поддержку этих институтов значительно больше других, добились более существенного увеличения эффективности системы жилищного кредитования (Diamond, Lea (1992b)). Отсюда заключение: чтобы создать современную ипотеку в развивающихся и переходных экономиках, необходимо сосредоточить усилия на разработке соответствующей законодательной базы (Struyk, Kosareva (1993); Kosareva et al (1995); Jaffee, Renaud (1996)); после ее внедрения все препятствия исчезнут сами собой.

---

<sup>1</sup> Дальнейшая разработка соответствующей теории и многочисленные примеры содержатся в Полтерович (2006 а, b), где, в частности, показано, что фактически стратегии промежуточных институтов широко применялись китайскими реформаторами.

Эта стратегия была принята Россией и до некоторой степени Польшей. Однако она не принесла ожидаемых результатов (Развитие рынков ИЖК в РФ (2003), Lea et al (2004), Суворов (2005a)). Обнаружилось, что рынок ипотечных бумаг требует сложной инфраструктуры, включающей правовые и регулирующие системы, которые не могут быть созданы за короткий период. Серьезными препятствиями для создания массовой ипотеки являются низкое отношение доходов населения к цене жилья, высокая банковская маржа и низкая склонность населения Восточной Европы к длительному накоплению (Diamond (1999)). Руководители целого ряда проектов USAID и Всемирного банка провели исследование 28 попыток внедрения ипотечных ценных бумаг в 19 развивающихся экономиках Латинской Америки, Африки, Азии и Восточной Европы за последние 30 лет. Рассмотрев накопленный опыт, они отнесли к успешным лишь 2 эпизода – в Чили в 1978 г. и Малайзии в 1986 г. (Lea et al (2004)). Тем не менее, некоторые авторы склонны рассматривать неудачи рынка ипотечных ценных бумаг как издержки становления и продолжают настаивать на целесообразности внедрения передовых институциональных моделей, хотя и говорят о необходимости их адаптации к уровню развития переходных стран (Lea et al (2004), Суворов (2005b), Секьюритизация в России (2005)).

Эти рекомендации выглядят сомнительными в свете результатов, полученных Старковым (Старков (2004)). На основе анализа 89 эпизодов возникновения ипотечных институтов, имевших место в 48 странах за последние 200 лет, им показано, что при росте разрыва между уровнями развития среды донора и реципиента попытки ускоренного внедрения наиболее передовых институциональных форм оказывались малоэффективными. Из общего числа рассмотренных эпизодов в 16 случаях возникали неработоспособные институты, из них 14 попыток представлены неудачами ипотечных ценных бумаг. 41 эпизод связан с заимствованием банковской ипотеки, которая в относительно менее развитых экономиках стран-реципиентов достигла позитивной адаптации, однако в течение длительного времени обслуживала лишь узкий слой привилегированных граждан. Напротив, внедрение ссудно-сберегательных институтов оказалось успешным и обеспечило массовость кредитования малоимущих социальных групп во всех 18 случаях. Кроме того, в ряде стран после периода расцвета коллективных ссудосбережений наблюдалось успешное заимствование и массовое распространение более совершенных институтов банковского кредитования (11 эпизодов) и вторичного рынка ипотек (3 эпизода). Затраты на внедрение и поддержку, казалось бы, неэффективных промежуточных институтов коллективных ссудосбережений с лихвой окупались, способствуя постепенному совершенствованию массовой культуры и созданию работоспособных законов.

Некоторые исследователи отмечают, что в послевоенное время европейские страны успешно использовали механизм стройсберкасс. В течение 25–30 лет благодаря государственным субсидиям удалось приучить население к сберегательной дисциплине, преодолеть недостаток информации о надежных заемщиках, сформировать кредитные ресурсы (Lea, Renaud (1995)). В ряде работ подчеркиваются преимущества механизма стройсбережений. Стиглиц замечает, что солидарная ответственность членов кооператива заставляет их оказы-

вать давление на недобросовестных коллег (Stiglitz (1990)). Осведомленность участников друг о друге и социальные связи помогают преодолеть проблемы отбора и принуждения заемщиков, что открывает доступ к кредиту для основной части жителей бедных стран (Besley et al (1993)). Высказывается мнение о том, что даже в развитых странах стройсберкассы и кредитные кооперативы продолжают приносить экономические выгоды (Deutsch, Tomann (1995); Scholten (2000); Plaut, Plaut (2004)).

В работе Полтерович et al (2005) выдвигается и аргументируется тезис о том, что создание системы ссудно-сберегательных институтов (ССИ) – строительно-сберегательных касс и строительно-сберегательных кооперативов – является необходимым этапом в становлении массового рынка ипотечного кредита. Попытки «перескочить» этот институциональный этап сопряжены с большими издержками и почти наверняка обречены на неудачу. Авторы, однако, целиком базируются на качественном анализе, и не приводят каких-либо расчетов.

Данная работа преследует две основные цели. Во-первых, мы попытаемся предложить рациональную стратегию создания массового ипотечного рынка в современных российских условиях. Во-вторых, мы демонстрируем общий подход к отысканию и обоснованию стратегии промежуточных институтов, который не только помогает достичь первой цели, но, как мы надеемся, может быть использован для решения других трансплантационных задач.

Предлагаемый подход к решению рассматриваемой проблемы трансплантации включает следующие шесть этапов.

А. Анализ эволюции и трансплантации ипотечных институтов в развитых странах.

В. Сопоставление стратегий трансплантации, применяемых переходными экономиками.

С. Изучение российского опыта создания ипотеки и выявление причин неудач.

Д. Отбор возможных трансплантатов, их модификация и сопоставление с учетом российских условий.

Е. Выбор эффективной технологии трансплантации.

Ф. Выбор последовательности промежуточных институтов и метода управления их трансформацией.

Наше исследование опирается на три аналитических приема.

На этапе А, развивая результаты Старкова (2004), мы рассматриваем эволюцию альтернативных институциональных форм в различных странах. Главная цель анализа заключается в составлении дерева эволюции институтов и анализе связей между последовательными формами (стадиями) в процессе изменений. История указывает на то, что некоторые стадии исключительно важны и не могут быть пропущены. Конечно же, это не означает обязательного копирования пути, проделанного институтами в прошлом. Мы можем усовершенствовать и ускорить их развитие. Коль скоро последовательность стадий известна, оказывается возможной своевременная переориентация государственной поддержки, чтобы в подходящий момент уменьшить роль устаревающих форм и стимулировать развитие перспективных.

На этапах В и С, дополняя анализ, проведенный в Полтерович et al (2005), мы сопоставляем стратегии трансплантации, применявшиеся в России и в других переходных эконо-

миках. Качество современной институциональной среды в России, массовая экономическая культура и среднедушевые доходы не слишком отличаются от тех, которые были характерны для стран Восточной Европы в 1991–1993 гг. Эти страны использовали широкий спектр трансплантационных стратегий, и весьма резонно предположить, что в России аналогичные стратегии приведут к похожим – негативным или позитивным – последствиям.

На этапе D мы предлагаем модель оптимального динамического поведения потребителя, осуществляющего выбор между двумя наиболее перспективными кандидатами на трансплантацию: стройсберкассами и банковской ипотекой. Допуская, что оба института получают эквивалентные государственные субсидии, мы сравниваем их эффективность в условиях, близких к российским реалиям<sup>2</sup>.

Полученные на этапах A-D результаты позволяют предложить возможное решение для этапа F. В заключении работы мы кратко обсудим пункт E.

---

<sup>2</sup> Возможное влияние российских ипотечных программ и инструментов субсидирования на доступность жилья изучалось в работе Rogozhina et al (2004). Авторы, как и эксперты Всемирного банка (Развитие рынков ИЖК в РФ (2003)) показывают, что субсидирование процентной ставки по ипотечному кредиту является неэффективным способом повышения доступности кредитов. Эксперты рекомендуют федеральному и региональным правительствам поддерживать становление банковской ипотеки путем субсидирования начального взноса и страхования ипотечных кредитов. Однако институт стройсберкасс ими не рассматривался.



## ЧАСТЬ 1.

# ТРАНСПЛАНТАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ ИНСТИТУТОВ: АНАЛИЗ НАКОПЛЕННОГО ОПЫТА

### *1.1. Эволюция ипотечных институтов*

Для обоснованного выбора стратегии трансплантации, полезно изучить эволюцию ипотечных институтов в мире. Цель подобного анализа состоит в выявлении логики возникновения и смены институтов. Важнейший вопрос состоит в том, с какого именно института следует начать постепенное «выращивание» современной ипотеки.

Набор потенциальных трансплантатов – институтов жилищного кредитования весьма разнообразен. Он включает в себя ссудно-сберегательные институты (ССИ), ссудно-сберегательную ассоциацию, ипотечный банк, сберегательный банк и агентство вторичного рынка (которое проходит три стадии эволюции – торговлю первичными закладными, облигациями и ипотечными сертификатами участия).

Практически во всех странах мира основой развития массовой ипотеки и исходной точкой быстрой эволюции жилищных финансов служили ссудно-сберегательные институты<sup>3</sup> (ССИ, см. рис. 1). Это **организации, реализующие контракты со своими членами на предоставление кредита для приобретения или реконструкции жилья, причем получение кредита обусловлено не только залогом и обязательствами заемщика по обслуживанию долга, но и предварительным выполнением плана по накоплению сбережений**. От других ипотечных институтов они отличаются тем, что предоставляют права на ссуду только своим вкладчикам.

Различают два типа ссудно-сберегательных институтов: **строительно-сберегательные кооперативы**<sup>4</sup> и **строительно-сберегательные кассы (стройсберкассы, ССК)**. Как правило, кооперативы являются некоммерческими организациями и находятся в собственности своих членов, несущих солидарную ограниченную ответственность по внешним обязательствам, а стройсберкассы принадлежат внешним инвесторам и являются акционерными обществами, либо обществами с ограниченной ответственностью. Впрочем, немецкие общественные стройсберкассы весьма близки к непрерывному кооперативу. Они отно-

---

<sup>3</sup> В западной литературе термин «ссудно-сберегательные институты» (contractual savings institutions) включает также пенсионные и страховые институты. В нашей работе данный термин используется лишь для обозначения организаций, специализирующихся на выдаче кредитов на жилищные цели.

<sup>4</sup> В мире широко распространены ссудно-сберегательные кооперативы, для обозначения которых в разных странах используются термины, часто не совпадающие по буквальному смысловому содержанию. Обычно они предоставляют кредиты не только на жилье. В современной англоязычной литературе принят термин «rotating savings and credit association» (сокращенно ROSCA), иногда переводимый как «общество взаимного кредитования». Строительно-сберегательный кооператив можно рассматривать как специализированное общество взаимного кредитования. В России недавно появился термин «жилищно-накопительный кооператив», по смыслу близкий используемому нами термину «строительно-сберегательный кооператив».

сятся к некоммерческим организациям и находятся в собственности своих членов – жителей соответствующего муниципального образования или региона.

В кооперативах процентные ставки и по депозитам, и по кредитам обычно равны нулю (небольшой процент от депозитов отчисляется на покрытие административных расходов кооператива). Если же они различны и кооператив получает прибыль, то она направляется на уставные цели. В стройсберкассах проценты по депозитам и кредитам ниже рыночных, но маржа является основным источником прибыли, получаемой акционерами. Как правило, члены сберкассы получают от государства премию на сбережения и другие льготы.

Строительно-сберегательные кооперативы и стройсберкассы — это институты, способные функционировать в рискованной институциональной среде, в обществах с низким уровнем экономической культуры, где основная часть населения не получает достаточных доходов, не располагает кредитными историями и потому не имеет доступа к банковским кредитам.

Какие же черты ССИ делают их необходимым звеном в процессе создания ипотеки?

ССИ – строго специализированная организация. Это ограничивает риски его деятельности для членов ССИ. Поскольку не предполагается, что менеджеры ССИ имеют высокую квалификацию, ССИ нередко запрещается делать внешние заимствования, что также ограничивает риск.

ССИ нередко объединяют тех, кто не имеет доступа к формальному кредитному рынку из-за отсутствия кредитной истории и надежной информации о доходах. Однако в структуре ССИ предусмотрены особые «нерыночные» механизмы для преодоления проблем информационной асимметрии и принуждения к выполнению обязательств.

Строительно-сберегательные кооперативы, как показано в работе Besley et al (1993), обычно организуются группой людей, тесно связанных друг с другом, например, живущих на одной территории или работающих в одной отрасли<sup>5</sup>. Благодаря этому кооператив имеет достаточно полную информацию о своих членах и может отбирать тех, кто заслуживает доверия, обеспечивая социальные санкции за нарушение контрактов, весьма действенные даже в отсутствие эффективной судебной системы.

Члены стройсберкасс (ССК) не обязательно связаны друг с другом. Для завоевания доверия и привлечения широких слоев населения сберкассы получают от государства премию на сбережения и другие льготы. Кроме того, в большинстве стройсберкасс участник, получивший право на кредит, не обязан его брать; он может выйти из ССК, изъяв свой вклад (включая премию). Благодаря этой возможности хранение денег в стройсберкассах оказывается достаточно выгодным даже для тех, кто не собирается приобретать жилье. Вклады стройсберкасс гарантируются государством или включены в систему страхования, причем ССК, как правило, осуществляют страховые взносы по льготным тарифам.. Указанные черты снижают риск слишком длительного ожидания в очереди или даже утери вклада при отсутствии притока новых участников (Полтерович et al (2005).

---

<sup>5</sup> Еще раз подчеркнем, что специализированные строительно-сберегательные кооперативы распространены гораздо меньше, чем общества взаимного кредитования. Здесь речь идет об ипотечных программах этих обществ.

В процессе длительного накопления сбережений проявляются не только материальные возможности будущего должника, но и уровень его добросовестности, способность к самодисциплине. Тем самым ССК обходят непреодолимую для банка трудность, связанную с отсутствием кредитных историй и необходимой текущей информации о потенциальных заемщиках (Lea, Renaud (1995)). В эмпирической работе Cieleback (2002) показано, что по поведению члена ССК в процессе выбора контракта и накопления можно судить о его поведении в процессе выплаты долга. Этим подтверждается, что участие в ССК фактически формирует кредитную историю агента. Стройсберкассы тщательно следят за поведением своих вкладчиков на стадии накопления. Поэтому успешное окончание плана сбережений служит позитивным сигналом и для других кредиторов, облегчая получение рыночных кредитов гражданам со средними и низкими доходами ((Lea, Renaud (1995)); Housing finance: key concepts (1998, Ch. III.5)).

Миллионы потребителей, пройдя через стройсберкассы, приобретают не только кредитные истории, но и навыки долгосрочного планирования семейного бюджета. По мере того, как укрепляется взаимное доверие населения и финансовых институтов, совершенствуется культура и увеличивается масса надежных заемщиков, банковская маржа уменьшается. Благодаря этому и общему росту благосостояния правительство может постепенно сокращать государственные субсидии стройсберкассам.

По мере снижения субсидий стройсберкассы теряют свою привлекательность и вынужденно преобразуются в специализированные банки – **ссудно-сберегательные ассоциации**, в которых условия кредитования уже не связаны с планом сбережений. Для того чтобы избежать разрушения ССК и облегчить их трансформацию, отмена субсидий частично компенсируется налоговыми льготами вкладчикам ассоциаций. В дальнейшем различия между ссудно-сберегательными ассоциациями и коммерческими банками в наборе разрешенных операций, налоговом и банковском регулировании практически стираются; увеличивается их общая доля в массе выдаваемых ипотечных кредитов.

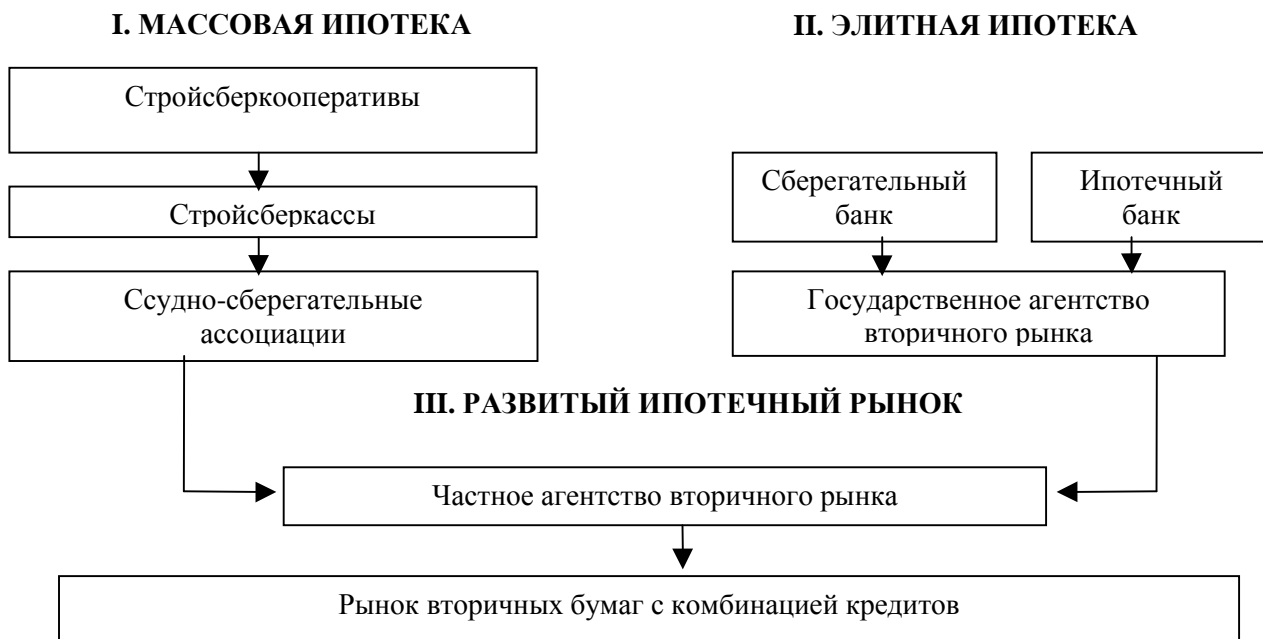
Впрочем, некоторые авторы считают, что даже в развитых странах стройсберкассы и кредитные кооперативы продолжают приносить экономические выгоды (Deutsch, Tomann (1995); Scholten (2000); Plaut, Plaut (2004)). Сыграв промежуточную роль по созданию условий для успешного функционирования более совершенных форм массовой ипотеки, стройсберкассы по-прежнему остаются эффективным инструментом социальной политики снабжения жильем малоимущих слоев населения. Кроме того, в структуре их кредитов все большую долю начинает занимать финансирование расходов на ремонт жилья. Банкам этот бизнес не интересен из-за низкого объема каждого кредита и относительно высоких транзакционных издержек. Поэтому в некоторых развитых странах (Австрии, Германии) их роль остается значительной.

Альтернативная линия эволюции, как показано на рис. 1, возникла в 1852 г. во Франции на основе другого важнейшего ипотечного института – **ипотечного банка**. Чтобы уменьшить риск дефолта банка, государство ограничивает его деятельность выдачей ипотечных кредитов, контролирует его операции и запрещает принимать депозиты. Клиентами

ипотечного банка в течение долго являлись представители имущего класса. Первоначально банки занимались кредитованием землевладельцев под залог земли. Кредиты на приобретение жилья стали важной частью их бизнеса лишь со второй половины 19 века. Банковская ипотека, как правило, обслуживает состоятельных граждан и начинает быстро развиваться лишь после того, как стройсберкассы привлекут достаточное количество заемщиков на кредитный рынок.

Наконец, наиболее передовой ипотечный институт зародился в США во время Великой Депрессии. Правительство, пытаясь обеспечить ссудно-сберегательные ассоциации деньгами для выдачи доступных кредитов по ставкам ниже рыночных, учредило в 1938 г. **ипотечное агентство вторичного рынка Fannie Mae**. Кредиты частично дотировались государством. В 1968 г. из Fannie Mae было выделено Ginnie Mae, оставшееся в собственности правительства, само Fannie Mae стало частным. В 1970 г. для выкупа обычных рыночных кредитов было образовано еще одно государственное агентство – Freddie Mac.

На протяжении более чем 40 лет эти агентства поддерживали ассоциации в экстренных случаях и выполняли ограниченные государственные социальные программы. Создание полноценного рынка закладных требует больших объемов жилищного кредитования и не может базироваться исключительно на государственных дотациях. В 1977 г. агентствам принадлежали лишь 11,5% от общего объема действующих ипотечных кредитов (Voleat (1985, p. 65)). Лишь к началу 1990-х годов доля вторичного ипотечного рынка в финансировании жилищных кредитов стала доминирующей на американском рынке. В 1971 г. американские агентства стали создавать и продавать производные ценные бумаги, обеспеченные пулами закладных. Огромные масштабы пулов, возможность их «упаковок» в ценные бумаги с разнообразными комбинациями риска и доходности, а также масштабные государственные гарантии и страхование обеспечили спрос на услуги агентств со стороны развившихся к этому времени страховых компаний и пенсионных фондов. Вслед за США, вторичный рынок закладных появился и в Европе. Однако здесь его масштабы значительно меньше.



**Рис. 1. Эволюционное дерево ипотечных институтов**

Как показывает рис 1, эволюция институтов ипотечного кредитования шла по двум главным направлениям. Во-первых, увеличивалась эффективность ипотечных институтов, то есть снижался общий уровень потребительских издержек (временных и финансовых), связанных с получением права на кредит и его погашением. Во-вторых, «ипотека для бедных» и элитная ипотека некоторое время развивались независимо друг от друга, но на определенном этапе объединялись в единый рынок. Кроме того, по мере эволюции форм кредитования возрастал уровень их требований к качеству институциональной инфраструктуры и культуре сберегательного поведения потребителей.

До сих пор проблема отбора ипотечных институтов для внедрения в новую менее развитую среду не подвергалась систематическому исследованию. Нередко преобладает стихийное стремление внедрить их наиболее передовые формы, минуя необходимый начальный этап – ссудно-сберегательные институты.

Это стремление поддерживается многими западными фондами и некоторыми исследователями. Подавляющее большинство работ, затрагивающих вопросы становления ипотеки в развивающихся странах, опираются на данные, относящиеся к современному рынку ипотечных кредитов в передовых экономиках, и оставляют за рамками изучения историю этого рынка.

Сравнению институциональных систем США, Великобритании, Франции, Дании и Германии, обладающих развитыми рынками ипотечного кредита, посвящена работа Diamond, Lea (1992a). Авторы показывают, что минимальные издержки на предоставление кредитов обеспечивают институты рынка капитала, основанные на секьюритизации ипотечных кредитов. В другой статье те же авторы отмечают, что на протяжении 1980-х годов происходило снижение роли стройсберкасс, кооперативных обществ и ссудно-сберегательных ассоциаций (Diamond, Lea (1992b)). Причем страны, сократившие государственную под-

держку этих институтов значительно больше других, добились более существенного увеличения эффективности системы жилищного кредитования.

В этих и в ряде других публикаций (Lea, Renaud (1995), Diamond (1999)) указаны недостатки «небанковских» институтов жилищного кредитования. В частности, утверждается, что субсидирование ссудно-сберегательных планов является «неэффективным использованием общественных ресурсов» (Diamond (1999, p. 27)). Отмечается, что в цене жилья доля основных кредитов, предоставляемых стройсберкассами, невелика, а потому их роль в стимулировании жилищного строительства незначительна (Diamond, (1999)). Кроме того, многие клиенты стройсберкасс, прекращают членство после получения премии на сбережения, не приобретая жилье. Членство в стройсберкассах будто бы не слишком выгодно тем, кто намерен взять кредит, поскольку он предоставляется на сравнительно короткий срок (5 лет в Венгрии, 8 лет в Чехии), и его получение может быть сопряжено с длительным ожиданием.

Далее, по мнению этих авторов, введение стройсберкасс мешает росту конкуренции в банковском секторе, поскольку ССК пользуются пониженными резервными требованиями и снижают стимулы вкладчиков к получению рыночных кредитов. На старте работы стройсберкасс, когда еще никто из участников не получил право на льготный заем, возникает соблазн развернуть рискованные операции на финансовом рынке в погоне за рентой от вложений в дешевых коллективных сбережениях. Более других от субсидирования сбережений, по предположению западных экспертов, должны выигрывать обеспеченные слои населения, способные инвестировать крупные средства при помощи нескольких членов семьи. Наконец, стройсберкассы плохо защищены от быстрой инфляции, когда реальная стоимость накопленных резко падает, а бюджетные обязательства увеличиваются. Сокращение же субсидий может привести к уменьшению притока новых вкладчиков и финансовой нестабильности ССК. Сохранение системы стройсберкасс в Австрии и Германии объясняется, по мнению Даймонда и Ли, тем, что политические и социальные ограничения препятствуют преобразованию единожды созданных субсидируемых институтов, даже если они неэффективны (Diamond (1999, 2002)).

Отсюда делается вывод о том, что в развивающихся и переходных экономиках следует с самого начала развивать наиболее передовые институты (Lea, Renaud (1995); Diamond (1999)). Для этого необходимо сосредоточить усилия на создании соответствующей законодательной базы (Struyk, Kosareva (1993); Kosareva et al (1995); Jaffee, Renaud (1996)), внедрение которой и устранил основные препятствия для быстрой организации современной и массовой ипотеки.

На первый взгляд, этот вывод кажется убедительным. Он, однако, полностью противоречит имеющемуся опыту.

## ***1.2. Развитие ипотеки в передовых странах и опыт переходных экономик***

Первые ссудно-сберегательные программы строительства жилья возникли в глубокой древности, в Китае и Индии, в рамках обществ взаимного кредитования. Подобные кооперативы, получившие в англоязычной литературе название «rotating savings and credit associations» (сокращенно – Rosca), широко распространены в развивающихся странах и до сих пор играют определенную роль в передовых экономиках<sup>6</sup>. Однако наиболее важную роль строительно-сберегательные кооперативы сыграли в конце 18-ого – начале 19-ого веков.

Родоначальницей первых кооперативов в Европе считается Англия, где после промышленной революции и исчезновения сословий возник новый слой наемных работников. Их массовая миграция в поисках работы выявила потребность в городском жилье. В те времена квартира была ненадежным залогом, поскольку выселение рабочих вызывало социальную напряженность и не поощрялось судами (совсем как в нынешней России). Поэтому кредитные ставки коммерческих банкирских домов и ростовщиков были слишком высоки для основной массы населения. Препятствия для кредитования малоимущих были преодолены благодаря созданию строительно-сберегательных кооперативов.

Между 1775 и 1825 г. было создано 250, а в последующие 50 лет еще 3000 таких кооперативов. Каждый из них объединял 20–30 человек и функционировал 10–14 лет.

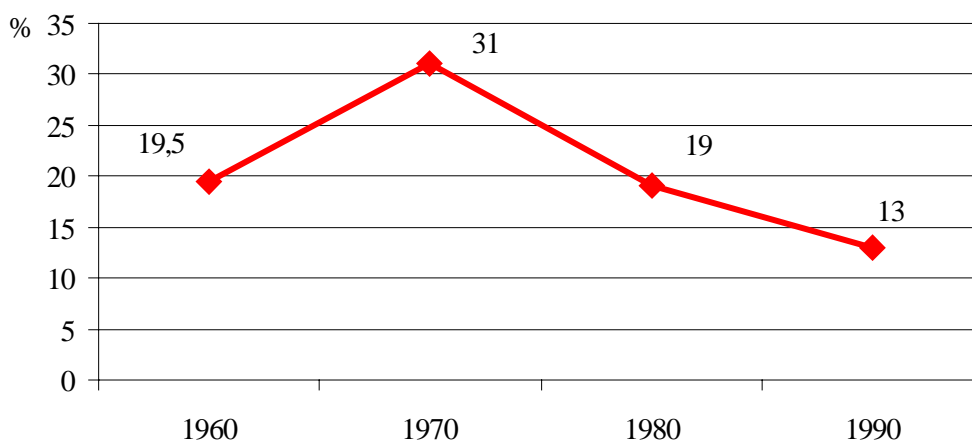
В дальнейшем ссудно-сберегательные институты были заимствованы другими странами. В Германии первые стройсберкооперативы появились в 1885 г. Спустя 39 лет, в 1924 г., там возникли стройсберкассы, играющие в этой стране важнейшую роль и по сей день. В 1925 германский опыт был перенесен в Австрию, а в 1965 г. во Францию.

Стройсберкассы оказались особенно востребованы в послевоенных Германии и Австрии, в период экономических трудностей, упадка государственных институтов и кризиса доверия. Именно после войны в 1952 г. германское правительство ввело государственную премию по стройсбережениям. Изначально была установлена весьма высокая премия в 25–35% от ежегодного депозита. Впоследствии она постепенно снижалась: в 1975 – 23%, в 1976 – 18%, в 1982 – 14% и затем в 1989 – 10%. Роль стройсберкасс в ежегодно выдаваемых жилищных кредитах достигла пика к началу 1980-ых годов, а затем, по мере развития рынка капитала, стала падать (см. рис. 2). В 1973 г. стройсберкассы обслуживали 14 млн контрактов (22,5% населения), в 1983 – 24 млн (39,2% населения), а в настоящее время – около 32 млн контрактов (38,7% населения)<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> В конце 90-х годов XX в. около 10 миллионов американцев состояли в так называемых рождественских клубах, разновидности Rosca. Ликвидируемый ссудно-сберегательный кооператив был организован служащими Международного валютного фонда. В середине 1990-х годов членами аналогичных кооперативов состояло около 80% взрослого населения Тайваня, который к тому времени имел довольно развитый кредитный рынок.

<sup>7</sup> Стоит отметить, что воссоединение Германии привело к резкому росту числа контрактов, заключенных стройсберкассами, ибо эта форма ипотеки, как отмечалось выше, особенно привлекательна для низкодоходных групп населения.



*Источники:* Housing finance (1974, p. 61), Diamond, Lea (1992b, p. 752, 770).

**Рис. 2. Динамика доли стройсберкасс в выданных ипотечных кредитах, % в год**

Кооперативы в Англии служили массовым ипотечным институтом 70 лет, пока в 1845 г. не преобразовались в ссудно-сберегательные ассоциации – розничные банки, специализирующиеся на кредитовании жилья<sup>8</sup>.

В США стройсберкооперативы появились в 1831 г. Уже через 20 лет в Америке вслед за Англией на их основе возникли ссудно-сберегательные ассоциации, однако они вытеснили кооперативы лишь через 60 лет, в 1890-е годы.

Подчеркнем, что развитие системы ССИ отнюдь не препятствует становлению других ипотечных институтов, таких как ипотечные банки или ипотечные программы универсальных банков, поскольку речь идет об обслуживании разных доходных групп. Покупателю с высоким доходом легче доказать свою кредитоспособность; он располагает начальным взносом и согласен на более дорогой кредит для немедленного приобретения жилья. Другое дело, что создание полноценного рынка залковых требует больших объемов жилищного кредитования и не может базироваться исключительно на кредитовании элиты. Обычно массовый рынок ипотек возникает как результат деятельности ссудно-сберегательных институтов.

Более того, многочисленные факты свидетельствуют о том, что институт, эффективный в современных западных экономиках, может оказаться бесполезным и даже деструктивным в экономической среде менее развитых стран. Подобные примеры можно найти как в истории развитых стран, так и в недавнем опыте переходных экономик в Восточной Европе (Старков (2004)).

Например, в 1872 г. в Австрии и Венгрии была сделана попытка заимствовать французский акционерный ипотечный банк. Однако вместо выдачи кредитов, ипотечные банки занялись спекуляцией собственными акциями и недвижимостью, что привело к краху рынка ценных бумаг (в том числе, и ипотечных облигаций) в 1873 г.

<sup>8</sup> Преобразованные английские ипотечные институты, в отличие от американских, сохранили старое название «строительное общество» (building society).



Ни Филиппинам в 1979 г., ни Польше в 1991 г. не удалось заимствовать американский вторичный рынок закладных. Он оказался невостребованным, да еще и способствовал неэффективному перераспределению государственных расходов на предоставление гарантий по ценным бумагам.

Акционерным ипотечным банкам, созданным в начале 1990-х годов в Польше, Чехии, Словакии, Венгрии и Латвии, кредитование жилья оказалось экономически невыгодным. Используя предоставленные им льготы, они занялись кредитованием коммерческой недвижимости.

После 12 лет реформ в Чехии объем выданных жилищных кредитов в ВВП достиг 20%, в Словакии – 12,7%, тогда как в Польше он составил менее 3%, а в России – менее 0,2% (Табл.1). Принимая во внимание, что передовые институты наиболее эффективны, чем можно объяснить резкие различия между переходными экономиками? Может ли служить объяснением то, что более успешные Чехия и Словакия трансплантировали современный вторичный рынок ипотечных кредитов, тогда как Польша и Россия отстали из-за неверного выбора? К удивлению, эти страны действовали прямо противоположным образом: Чехия и Словакия в начале реформ ввели стройсберкассы, а Польша и Россия отказались от них в пользу вторичного рынка и банковской ипотеки.

Таблица 1

**Объем жилищного кредита в ВВП переходных и развитых стран, %**

Страна	Доля задолженности по ЖК в ВВП, %		Страна	Доля задолженности по ЖК в ВВП, 2002 г., %
	«Старые займы» в 1989–1996 гг.	1996–2002 гг.		
Чехия	1,3	20,0	Дания	75
Словакия	1,9	12,7	Англия	62
Венгрия	2,2	4,6	США	58
Польша	1,1	2,6	Германия	54
Россия	0,28 (к 1990 г.)	0,16 (к 2004 г.)	Франция	23

Источники: расчет по данным Diamond (1999, p. 3), Полтерович et al (2005, с. 78), Suarez, Vassallo (2004, p. 12–13).

Анализ эволюции ипотечных институтов приводит к заключению, что для переходных экономик на этапе становления системы жилищных кредитов имеется два кандидата на трансплантацию: стройсберкассы и банковская ипотека. Действительно, с одной стороны, кооперативы могут быть успешными лишь при специальном подборе членов, пользующихся высоким взаимным доверием. Однако в современных переходных странах, как и в России, общинные связи разрушены, население сосредоточено в больших городах. Поэтому эта форма ссудно-сберегательного института не может обеспечить массовость ипотеки; она не была широко использована странами Восточной Европы. С другой стороны, агентство вторичного рынка не может эффективно функционировать пока банковский рынок не достигнет значительного масштаба.

Банковская ипотека была заимствована всеми странами. Их стратегии различаются, прежде всего, тем, был ли на начальном этапе введен институт ССК или нет. Ниже будет по-

казано, что для стран с переходной экономикой от этого решающим образом зависел успех создания рынка ипотечных кредитов.

### ***1.3. Шоковая трансплантация: Польша и Россия***

#### **1.3.1. Стратегия создания современного рынка ипотеки и опыт Польши**

В начале 1990-х годов и польское и российское правительства прибегли к помощи международных фондов для создания рыночной системы ипотечного кредитования. Американское Агентство по международному развитию (USAID) наряду с другими организациями-донорами (the World Bank, EBRD, Fannie Mae, IFC) оказывало поддержку обоим странам на протяжении более 10 лет<sup>9</sup>. Его программа технической помощи началась в 1991–1992 гг. и была направлена на «создание инфраструктуры: институциональной инфраструктуры в виде вторичного рынка ипотек, создание кадрового потенциала путем интенсивных обучающих программ, и законодательной и административной инфраструктуры через децентрализацию управления и внедрение основных законов, призванных направлять развитие жилищного сектора и жилищных финансов» (Merrill et al (2000, p. 2)).

Суть рецептов USAID состояла в радикальном отказе от государственной поддержки некоммерческих форм кредита. Упор был сделан на скорейшем преодолении разрыва между местными несовершенными нормами жилищного финансирования и самыми эффективными зарубежными моделями рыночного кредитования: универсальными коммерческими банками и рынком ценных бумаг, основанным на американских институтах секьюритизации ипотечных кредитов (Struyk, Kosareva (1993); Kosareva et al (1995)).

Другой важной компонентой стратегии реформ, предложенной USAID, являлись демонстрационные и обучающие проекты, финансируемые организациями-донорами. На основе вновь созданной институциональной инфраструктуры USAID, Всемирный банк и IFC предоставляли гранты, кредитные линии или гарантии по займам коммерческим банкам для выдачи ипотечных кредитов населению. Донорские средства выделялись посредством специально организованных фондов, спроектированных как институты рефинансирования. На первом этапе банки должны были обучиться создавать портфели ипотечных кредитов, соответствующие западным стандартам оценки заемщиков, залога, ценообразования, управления платежами и т.д. Пилотный опыт кредитования должен был тиражироваться в регионах. Предполагалось, что на втором этапе банкам будет выгодно продавать накопленные пулы кредитов агентствам вторичного рынка, которые в свою очередь предложат на рынке капитала надежные ипотечные ценные бумаги, привлекательные для страховых и пенсионных компаний.

---

<sup>9</sup> Отметим наличие конкуренции между немецкими и американскими организациями за право руководить созданием системы жилищных финансов в Восточной Европе. Первые одержали победу в Чехии, Словакии, Венгрии, а вторые – в Польше и России.

Создание массового рынка ипотечного кредитования планировалось к 1999–2000 гг. Эти планы не реализовались. Российская и польская ипотеки оказались востребованными лишь элитой. Чтобы расширить узкий рынок, обе страны ввели государственные субсидии и другие формы поддержки. Потраченные ресурсы все же не приносят результата, что вынуждает федеральное и региональные правительства искать иные пути решения проблемы (Mints (2000); Опыт и проблемы развития ИЖК в регионах России (2004)).

В Польше в 1991 г. был создан Ипотечный фонд, задуманный как институт рефинансирования, повышающий ликвидность банков, выдающих адаптированные к инфляции рыночные ипотечные кредиты. Капитал Фонда должен был быть сформирован за счет льготных кредитов и грантов USAID, Всемирного банка, ЕБРР и правительства Польши на общую сумму 425 млн долл. Однако единственный транш был перечислен USAID в 1992 г. на сумму 10 млн долл., после чего программа финансирования была ликвидирована. Фонду удалось рефинансировать лишь несколько сот кредитов. Польский коммерческий банк, один из учредителей Фонда, попытался вернуться к розничному ипотечному кредитованию за счет донорских средств. Но это предложение было отвергнуто Всемирным банком, поскольку в этом случае Фонд вступал в конфликт с банками – участниками программы рефинансирования (Building on progress (1997, p. 38)).

В результате Ипотечный фонд преуспел лишь в распространении стандартов и демонстрации банкам и общественности выгод ипотечного кредитования (Lea et al (2000, p. 57)). Подводя итог деятельности Фонда в 2000 г., эксперты USAID заключили, что он «должен будет прекратить существование...» (Merrill (2000, p. 47)). Всеми польскими банками к концу 1999 г. было выдано только 130 тыс. банковских кредитов, что составляет всего 0,3% от численности населения. Источником ресурсов для кредитования послужили депозиты, а не рынок ценных бумаг. Сравнивая результаты Польши и других стран Восточной Европы, участники проектов USAID признаются в финальном отчете: «Мы не располагаем достаточными доказательствами того, что системы, развившиеся с донорской помощью, «лучше» тех, которые обошлись без нее» (Lea et al (2000, p. 58)).

После неудачных проектов трансплантации развитых западных институтов в Польше были предприняты две попытки организовать ссудно-сберегательные институты. В 1995 г. был введен институт строительно-сберегательных кооперативов в виде накопительных спецсчетов в коммерческих банках. Однако премии не были предусмотрены, а налоговые льготы были недостаточны для привлечения массы вкладчиков (особенно в условиях широкого распространения теневых отношений). Короткий накопительный период и отсутствие прибыли сделали этот бизнес не слишком интересным для банков. С конца 1996 по 1998 гг. кооперативы заключили 40000 контрактов и выдали незначительное количество займов.

В 1997 г. в Польше была предпринята еще одна попытка ввести ссудно-сберегательные институты. На этот раз польский парламент принял решение о создании института стройсберкасс. Однако принятый закон содержал ряд лакун и ошибочных положений. В 2001 г. он был отменен, так и не начав действовать.

### 1.3.2. Проекты создания передовых институтов жилищного кредитования и строительства в России в 1992–2003 гг.

В России, как и в Польше, основные усилия были направлены на создание кредитных институтов по образцу успешных рыночных экономик на западе. Однако и у нас попытки внедрения передовых институтов, минуя промежуточные стадии развития, не привели к успеху, несмотря на финансовую и техническую помощь из-за рубежа. Начиная с 1992 г., на протяжении 14 лет международные организации-доноры – Агентство США по международному развитию (USAID), Всемирный банк (WB) и Международная финансовая корпорация (IFC) – предприняли пять широкомасштабных проектов по реформированию жилищного сектора, включая создание рынка ипотеки<sup>10</sup>. Их основные цели, сроки выполнения, запланированный и освоенный бюджеты, а также экспертная оценка достигнутых результатов приведены в табл. 2.

Согласно зарубежным экспертным оценкам ни один из рассмотренных проектов шокковой трансплантации не достиг своей основной цели по организации эффективных массовых рынков жилья и ипотеки. Негативный опыт заставлял постепенно менять подходы к проектированию институциональных преобразований.

---

<sup>10</sup> В 1992 г. Всемирный банк в рамках Соглашения о техническом сотрудничестве с российским правительством инициировал подготовку Жилищного проекта (Housing Project). В апреле 1993 г. его подготовка была ускорена на встрече Большой семерки, составившей план долгосрочных структурных и отраслевых реформ в России. Предложенная Всемирным банком концепция Жилищного проекта, программа займов, инструменты и график реализации были в явной форме поддержаны правительством США, согласившимся выделить 10 млн долл. для ускорения разработки проекта (Implementation completion report (2004, p. 2–3)).

**Основные характеристики международных проектов создания рынков жилья и ипотеки в России в 1992–2003 гг.**

№	Инициатор проекта	Основные цели	Сроки	Финансирование		Экспертиза	Оценка проекта
				План	Факт		
1	Агентство США по международному развитию (USAID)	Разработка базового законодательства и жилищной политики государства, регионов и городов: 1) внедрение законов об ипотеке, кредитных бюро, страховании кредитов, обучение банков стандартам жилищного кредитования и создание агентства вторичного рынка; 2) внедрение стандартов банковского кредитования застройщиков; 3) внедрение рыночных принципов финансирования городами коммунальной инфраструктуры и назначения тарифов; 4) введение полной оплаты услуг ЖКХ населением и программы субсидий для малообеспеченных граждан; 5) внедрение кондоминиумов для подомового управления жильем; 6) внедрение тендерного распределения подрядных контрактов и отбора управляющих компаний в ЖКХ.	Февраль 1992 – сентябрь 1998 гг.	Техническая поддержка – 23,9 млн долл.	Техническая поддержка – 23,9 млн долл. плюс 4 транша не установленного объема по контракту, связанному с проектом.	Нанятая USAID консалтинговая фирма из США (команда включала двух американских и двух российских экспертов, выполнявших прежде многочисленные контракты с USAID).	В целом проект признан очень успешным, так как 85% из 130 целей были достигнуты. Было внедрено 160 нормативно-законодательных актов. В сфере ипотеки результаты признаны неоднозначными: целевые значения достигнуты по 11 из 13 показателей, кроме самых важных – объемов ипотечного кредитования и выпуска ипотечных ценных бумаг.
2	Всемирный банк (World Bank)	Создание рынка земли, стимулирование предложения жилья и совершенствование местного жилищного законодательства: 1) организация кредитования муниципальных инвестиций в инфраструктуру участков под застройку; 2) организация аукционов по продаже муниципальной земли; 3) организация кредитования застройщиков коммерческими банками; 4) организация льготного кредитования коммерческими банками проектов внедрения новых строительных технологий и материалов; 5) внедрение стандартов банковского кредитования застройщиков и населения; 6) разработка системы регистрации собственности на землю, недвижимость и сделки с ними; 7) разработка новых строительных норм и правил регулирования землепользования.	Март 1995 – декабрь 2001 гг. (продлен до июня 2003 г.).	Техподдержка – 33 млн долл. Инвестиции – 723,5 млн долл.	Техподдержка – 57,1 млн долл. Инвестиции – 354,4 млн долл.	Внутренний экспертный департамент Всемирного банка.	В целом результаты проекта признаны неудовлетворительными. Несмотря на введение около 20 законодательных актов и кодексов, инвестиционный план проекта выполнен всего лишь на 49%. Власти не увеличили предложение обустроенной земли посредством аукционов; банковское кредитование застройщиков отсутствовало; перевооружение строительной отрасли не удалось.

№	Инициатор проекта	Основные цели	Сроки	Финансирование		Экспертиза	Оценка проекта
				План	Факт		
3	Всемирный банк (World Bank)	Повышение роли государства в продвижении рыночных реформ ипотечного кредитования и предложения жилья: 1) организация государственного страхования ипотечных кредитов; 2) рационализация стандартов функционирования региональных государственных агентств и кредитования в банках; 3) повышение эффективности субсидирования банковских кредитов (отказ от субсидирования процентной ставки в пользу начального взноса); 4) внедрение принципа «одного окна» при получении разрешений на застройку; 5) внедрение тендерного распределения аренды земельных участков под застройку; 6) разработка принципов механизма смешанных инвестиций в инфраструктуру участков под застройку.	Октябрь 2003 г.	Техническая поддержка и инвестиции – 100 млн долл.		Проект был отклонен Всемирным банком.	
4	Австрия в рамках сотрудничества с Международной финансовой корпорацией (IFC)	Внедрение институтов секьюритизации банковских активов, в т.ч. ипотечных кредитов: 1) выбор рациональной модели рефинансирования и типа ценных бумаг; 2) консультирование органов власти в процессе принятия законов и экономической политики, способствующих становлению вторичного рынка ипотек; 3) обучение банков технологиям секьюритизации.	2003 г. (продолжен в 2004–2005 гг.)	Нет данных	Нет данных	Нет данных.	Несмотря на принятия в 2003 г. закона об «Ипотечных ценных бумагах» до сих пор не состоялось ни одного выпуска. Консультации органов власти по внесению изменений в законодательство были продолжены в 2004–2005 гг.
5	Международная финансовая корпорация (IFC), Государственный секретариат Швейцарии по экономике (Seco), Агенство Международного Делового Сотрудничества (EVD) Королевства Нидерландов	Стандартизация институтов банковского кредитования на первичном рынке ипотеки с целью увеличения доверия потребителей к банкам и повышения надежности ипотечных ценных бумаг: 1) адаптация мировых стандартов выдачи кредита к местным условиям; 2) стандартизация государственных процедур оценки и регистрации недвижимости; 3) формирование потребительского понимания выгод и рисков ипотеки.	Июнь 2004 – май 2007 гг.	Техническая поддержка – 3,2 млн долл.	Срок проекта не окончен.		

*Источники:* Evaluation Report (1999); Implementation completion report (2004); Integrated safeguards data sheet (2003); IFC and housing finance (2005); Report to the Donor Community (2005); Russia: Primary Mortgage Market Development Project (2005).

Начальные проекты представляли собой попытку одним ударом изменить фундаментальные правила игры во всех отраслях жилищной экономики за весьма короткое время. Например, проект USAID предусматривал в течение 6 лет достижение 130 целей в области построения массовых рынков ипотечного кредита, строительства жилья, услуг ЖКХ, ипотечных ценных бумаг, ипотечного страхования, оценки имущества, кредитных бюро, а также формирования системы общественных услуг в этих сферах. Естественно, что реализация подобных проектов оказалась не под силу ни российским властям, ни организациям-донорам. Запланированные расходы на институциональные преобразования постоянно возрастали. Например, в проекте Всемирного банка эта статья была превышена в 1,7 раза, а реализация всего проекта затянулось на полтора года. Последующие проекты оказались спроектированы более реалистично: они сконцентрированы на отдельных институтах и нормах поведения, а срок их выполнения фактически составляет несколько лет.

Ранние проекты были нацелены на внедрение самых передовых рыночных институтов: вторичного рынка ипотек, коммерческого обращения земли в частном секторе и обслуживания жилищного фонда частными компаниями. Однако условия, необходимые для их успешного функционирования, отсутствовали. В результате доноры были вынуждены перейти к созданию менее сложных институтов первичного рынка ипотечного кредита, распределения земельных участков на основе долгосрочной аренды и улучшению системы коммерческого предоставления коммунальных услуг государственными предприятиями ЖКХ.

Изначально роль государства в институциональных преобразованиях ограничивалась созданием правовых рамок для осуществления агентами рыночных операций. Но со временем и доноры, и государство вынуждены были допустить «нерыночные» инвестиции и субсидировать работу вновь созданных передовых институтов. Вопреки ожиданиям, наращивание поддержки привело к незначительным результатам, а зачастую – к потере вложений. Дело в том, что несовершенства массового экономического поведения населения делают слишком развитые рыночные институты практически неработоспособными в новой среде. Убытки заставляют федеральные власти и международных доноров вновь и вновь возвращаться к поиску институциональных решений проблем развития жилищного сектора.

В качестве иллюстрации рассмотрим проект Всемирного банка по стимулированию предложения жилья<sup>11</sup>. Его основные предположения заключались в том, что жилищное строительство сдерживается монополизацией рынков земли и строительства местными властями, недостатком ресурсов для обустройства участков под застройку и отсутствием банковского кредитования застройщиков на период освоения участков и возведения домов. Преодолеть эти проблемы планировалось за счет кредитования муниципалитетов Всемирным банком. Муниципалитеты должны были инвестировать полученные средства в создание участков под застройку и обустройство их необходимой инфраструктурой. Затраты должны были окупиться за счет продажи участков на аукционах, тем самым стимулировалась демо-

---

<sup>11</sup> Анализ причин неудачи данного проекта особенно важен, поскольку инициированный недавно российским правительством проект «Доступное жилье» во многом основан на аналогичных предположениях и рецептах по стимулированию предложения земли и строительства жилья.

нополизация владения землей. Коммерческие банки, по замыслу проекта, должны были на средства Всемирного банка кредитовать расходы частных застройщиков по выкупу земли и возведению жилья. Готовое жилье предназначалось для продажи населению, чей спрос обеспечивался бы ипотечными кредитами банков.

Проект Всемирного банка должен был опираться на ипотечные институты, созданные в рамках предшествующего проекта USAID (см. строку 1 табл. 2)<sup>12</sup>. Однако эти институты не работали, платежеспособный спрос на массовое относительно дешевое жилье по-прежнему отсутствовал. В отсутствие стройсберкасс строители искали механизм привлечения средств, который мог бы действовать при низком взаимном доверии потребителей, банков и строительных фирм. В результате вместо успешного внедрения банковского кредита по западному образцу произошла активизация альтернативного института кредитования застройщиков – долевого участия граждан в строительстве жилья<sup>13</sup>.

Предварительная продажа квартир на этапе строительства обеспечивала застройщиков дешевыми кредитными ресурсами и сокращала риски сбыта квартир. Нередко начальная цена продажи в момент закладки дома была на 30% ниже, чем после окончания строительства. Поэтому долевое участие в строительстве жилья было выгодно потребителям, приобретающим квартиру для проживания, и еще в большей степени выгодно инвесторам, рассчитывающим на рост цены, несмотря на значительные риски вложений.

Важным фактором широкого распространения долевого кредитования строительства стало успешное сопряжение этой схемы с институтами бартера и уклонения от уплаты налогов, ставшее возможным из-за неработоспособности судов и коррупции<sup>14</sup>. Во время быстрого роста цен средства от продажи участков обесценивались, так что власти не успевали выполнять обязательства перед очередниками по строительству социальных объектов. В рамках неформальных соглашений с застройщиками местные администрации начали налагать «социальные обременения» на застройщиков, финансировавших строительство детских садов, больниц и выделявших часть бесплатных квартир муниципалитетам. Таким образом, покупатели квартир подвергались скрытому налогообложению. Не рассчитывая на судебную за-

---

<sup>12</sup> Достижениями USAID на пути организации российской ипотеки, по мнению американских экспертов, стали внедрение в 1992 г. законов «Об основах федеральной жилищной политики» и «О залоге», «Об ипотеке» (1998 г.); проект Жилищного кодекса РФ; федеральные целевые программы «Дом для Вашей семьи», «Свой дом» и «Государственные жилищные сертификаты», государственная программа «Жилище»; создание Института экономики города (1995 г.); обучающие семинары и курсы, в том числе «Сертифицированный ипотечный кредитор»; распространение международных стандартов кредитования населения и застройщиков; основание Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (1993 г.); и, наконец, инициация пробных программ кредитования в 47 коммерческих банках (Evaluation Report (1999, p. 14, p. 18–23); Housing sector reform project II. Final report (1998, p. 28–30)). В рамках всего жилищного проекта USAID внесло вклад в принятие 160 федеральных законов, президентских указов, государственных целевых программ, постановлений правительства и регулирующих актов; его работники непосредственно внесли 37 проектов законов и оказали поддержку принятию огромного числа региональных и муниципальных законодательных актов (Evaluation Report (1999, p. 18)).

<sup>13</sup> Согласно статье Полтерович (2001) возникновение альтернативного института является реакцией системы на неверный выбор трансплантата. В данном же случае речь идет скорее о реакции системы на отсутствие подходящего механизма, которым мог бы стать правильно выбранный трансплантат.

<sup>14</sup> О роли эффекта сопряжения в процессе возникновения и закрепления неэффективных институтов см. Полтерович (1999)).



щиту, власти контролировали выполнение договоренностей, заключая договора аренды участков. Отсутствие банковского контроля предоставляло чиновникам и застройщикам широкие возможности для коррупции.

Несмотря на очевидные несовершенства и риски схемы долевого строительства, именно она стала массовой в условиях российской экономики. Как отмечается в докладе о реализации проекта Всемирного банка, «к концу 2000 г. отношение фактически строящегося и завершенного строительством жилья по отношению к плану застройки составило всего 7% в Барнауле, 4% в Нижнем Новгороде, 30% в Новгороде и 16% в Твери, тогда как в других районах этих городов (не входивших в проект) жилищное строительство процветало» (Implementation completion report (2004, p. 10)).

В результате институты, внедренные Всемирным банком, оказались невостребованными<sup>15</sup>.

Банки столкнулись с высокими транзакционными издержками и рисками кредитования застройщиков, которым не принадлежали участки под строящимися домами. Лишь 7 из 38 банков-партнеров проекта приняли фактическое участие в распределении проектных кредитных линий застройщикам. Строители в свою очередь отказывались от участия в проекте, поскольку не рассчитывали на то, что предложенное жилье (предназначенное для граждан со средними доходами) будет пользоваться спросом.

Процесс инвестирования удалось продвинуть лишь после того, как начальные целевые показатели расположения домов, размера квартир, себестоимости и удельного объема займа на единицу жилья были существенно увеличены. Например, продажная цена была увеличена вдвое. Только одно из 12 строителей проходило на участке, проданным с аукциона в рамках проекта (Implementation completion report (2004, p. 9–10)).

Власти также были лишены стимулов к расширению предложения земли, несмотря на то, что в рамках проекта предусматривалось обеспечение их инвестициями. Аукционы оказались механизмом, не защищенным от неформальных договоренностей властей и застройщиков. По данным Всемирного банка, в аукционах участвовали один или два застройщика. Они не только приобретали права на участки или их аренду, но и выигрывали контракты на создание инфраструктуры. Финальные цены на аукционах едва превышали начальные ставки властей. Более того, фактическая плата за участки, как правило, не покрывала затраты на их обустройство, а иногда она составляла всего 10% от цены, зафиксированной на аукционе (Implementation completion report (2004, p. 9)).

В итоге инвестиционные результаты проекта оказались неудовлетворительными. На программу развития земельных участков было потрачено лишь 21% от изначально запланированного объема инвестиций, а площадь освоенных участков составила 19% от проектного показателя (Implementation completion report (2004, p. 9)). В целом бюджет инвестиций всего Жилищного проекта, запланированного Всемирным банком, был выполнен меньше, чем наполовину.

---

<sup>15</sup> В работе Полтерович (2001) этот тип дисфункции трансплантированных институтов назван атрофией.

Институциональные результаты проекта также были незначительными. После закрытия кредитных линий ни один из банков, принимавших участие в проекте, не продолжил кредитование застройщиков, 95% земли остается в руках властей, а применение земельных аукционов было редким (Implementation completion report (2004, p. 12)). По данным В.С. Казейкина, первого вице-президента МАИФ, к 2006 г. посредством долевого участия населения в строительстве обеспечивалось около 75% финансирования покупки нового жилья (Казейкин (2006, с. 4)).

По окончании действия проекта, специалисты Всемирного банка провели заключительное исследование рынков жилья и ипотеки в России (Развитие рынков ИЖК в РФ (2003)). Они заключили, что в 2003 г. требовалась существенная работа по совершенствованию политики, регулирования и институтов, чтобы ипотечное кредитование успешно стимулировало предложение жилья. Сразу же после отчета, они подали заявку на новый жилищный проект Всемирного банка в России объемом 100 млн долларов. Хотя его главной целью была очередная попытка усовершенствовать вторичный рынок ипотек, на этот раз целесообразным признавалось временное использование относительно несовершенных институтов и установление партнерства государства и бизнеса (Развитие рынков ИЖК в РФ (2003), с. 1-4)). Однако, этот проект не был одобрен (Integrated safeguards data sheet (2003)).

В завершении анализа международных проектов по реформированию жилищного сектора экономики в России необходимо отметить, что до сих пор действия доноров и государства по пересмотру своих проектов носят спорадический характер. Задача же трансплантации подразумевает использование систематического подхода к выработке стратегии институциональных преобразований.

Одним из инструментов отбора институциональных проектов могла бы стать экономическая оценка их эффективности. Однако точная оценка выгод и издержек реформ весьма затруднена. В описанных выше проектах подобный анализ не был проведен не только в отношении альтернативных предложений, но и для избранного направления реформ. Расчет экономической нормы доходности в проекте USAID не предусматривался вовсе, а в проекте Всемирного банка не был проведен из-за «отсутствия необходимых данных» (Implementation completion report (2004, p. 28)). Впрочем, эксперты банка предполагают, что «чистая приведенная стоимость компоненты проекта, связанной с аукционами обустроенных участков, должна быть особенно сильно отрицательной» (Implementation completion report (2004, p. 12)).

### 1.3.3. Оценка издержек шоковой трансплантации жилищных институтов

Далее мы попытаемся оценить затраты на проекты шоковой трансплантации передовых институтов в жилищном секторе. Согласно подходу Полтеровича (2001), трансплантационные расходы связаны с осуществлением трех стадий: выбором трансплантата и стратегии трансплантации, созданием инфраструктуры трансплантации и осуществлением мер, облегчающих адаптацию экономических агентов к новому институту. Дополнительные издержки связаны с возможными дисфункциями внедряемых институтов и блокированием развития более перспективных форм кредитования. На основании имеющихся у нас данных о

затратах на статью «техническая поддержка» (см. описание расходов выше на примере польского проекта USAID) мы можем оценить издержки первых двух стадий процесса трансплантации.

Средства проекта USAID (HSRP I и HSRP II) были целиком направлены на техническую поддержку и составили 23,9 млн долларов (Evaluation Report (1999, P. 10)). В рамках проекта Всемирного банка по данной статье было израсходовано 32,2 миллиона долларов со стороны самого банка и еще 24,9 млн – с российской стороны (Implementation completion report (2004, p. 4, 62). Дополнительно USAID выделило 10 млн долларов для ускоренной подготовки жилищного займа Всемирного банка (Implementation completion report (2004, p. 3)). Наконец, издержки трехлетнего проекта IFC по развитию стандартов первичного рынка ипотеки также относятся к технической поддержке и составляют 3,2 млн рублей (Проект «Развитие первичного рынка ипотечного кредитования в России» (2004)).

Суммируя перечисленные цифры, получаем, что за прошедшие 14 лет на осуществление всего двух стадий процесса шоковой трансплантации институтов в российском жилищном секторе было израсходовано не менее 94,2 млн долларов. Лишь часть из них была потрачена непосредственно на институциональное строительство ипотеки. Предположим, что половина средств проекта USAID была направлена на создание ипотеки (то есть 11,95 млн долл.) и прибавим к ним средства текущего проекта IFC (3,2 млн долл.). Получаем, что внедрение передовых институтов рыночного ипотечного кредитования стоило не меньше 15,2 млн долларов. Полученная цифра является нижней оценкой, поскольку нам недоступны данные о затратах на разработку иных ипотечных проектов, в частности, Фонда США–Россия, Московского ипотечного агентства (созданного американскими консультантами по заказу московского правительства), нескольких региональных агентств, а также расходы на многочисленные доработки программ вторичного рынка после завершения основных проектов, потери уставных капиталов агентств и принятие пакета жилищных законов в 2004 г.

Поскольку главной статьёй расходов в технической поддержке является заработная плата консультантов, представим себе, что потраченная сумма была бы направлена на наем российских специалистов со средней зарплатой тысяча долларов в месяц. Тогда 15,2 млн долларов достаточно, чтобы оплатить около 1260 человеко-лет в России, то есть работу группы экспертов из 130 человек в течение 10 лет. Всего же расходы доноров на создание жилищного рынка составили 7850 человеко-лет. Трудно поверить, что эти средства не могли быть использованы более эффективно.

#### 1.3.4. Результаты инвестиций в ипотечные институты в 1991–2003 гг. и последствия принятия жилищного пакета 2004 г.

Несмотря на многочисленные проекты, правительственные постановления, непрерывное совершенствование законов и значительные издержки, до сих пор в России так не удалось создать эффективный рынок жилья. Вместо ожидаемого к 1999 г участия на ипотечном рынке 3–5% населения, фактически к началу 2006 г. банковской ипотекой (кроме Сбербанка) и программами вторичного рынка смогли воспользоваться не более 170 тыс. человек, или 0,3% от

числа российских семей. По плану USAID, через 7 лет после старта его проекта доля непогашенных кредитов в ВВП должна была достигнуть 50% от аналогичного отношения в развивающихся странах. Однако даже спустя 14 лет после начала реформ этот показатель в России (всего 0,7% от ВВП) был менее 17% от уровня Индии и 6% от уровня Мексики<sup>16</sup>.

Из 1500 коммерческих банков, возникших с 1991 по 1993 гг., лишь немногие пробовали выдавать ипотечные кредиты. Федеральные и региональные власти пытались заставить их увеличить жилищное кредитование. Однако банки столкнулись с высокими транзакционными издержками, необходимыми для привлечения долгосрочных ресурсов, оценки платежеспособности заемщиков, регистрации залога, выселения должников и т.д. Несопоставимо более выгодными были другие виды деятельности – обслуживание государственных расчетов, инвестиции в ГКО, перераспределение средств промышленных предприятий, спекуляции с недвижимостью.

Чтобы создать стимулы для банков и достигнуть массовости жилищного кредита, в России были инициированы несколько проектов организации современного «двухуровневого» рынка закладных (АИЖК, Московское ИА, Фонд США–Россия – аналог польского Ипотечного фонда, Иркутское РИА, Самарское ИА). Однако риски кредитования, которые должны были быть снижены за счет введения соответствующей законодательной базы, оставались слишком высокими, и партнерство между агентствами и банками оказалось невыгодным. До сих пор не выпущено ни одного пула ипотечных кредитов, обращающихся в виде ценных бумаг. Не дали сколько-нибудь значительного эффекта и попытки опереться на более простой институт жилищного кредитования – ипотечные банки.

Преждевременные попытки трансплантации американского рынка закладных блокировали усилия по расширению первичного рынка жилищных кредитов. Произошло перерождение<sup>17</sup> новых институтов, их фактические цели не вполне соответствуют тем задачам, для решения которых они создавались. Программа DeltaCredit Фонда США–Россия, задуманная изначально как институт рефинансирования (источник «длинных и дешевых» денег для банков), сама преобразовалась в ипотечный банк. Доход АИЖК от основной деятельности в виде процентов от выкупленных жилищных кредитов составил в общей сумме доходов в 2002 г. – 33%, в 2003 – 5,38% и в 2004 – 18,18% (Ежеквартальный отчет (2005, с. 32)). Из общей суммы 1253,9 млн руб. ипотечных кредитов, выданных Московским ипотечным агентством (МИА) на июнь 2004 г. жилищные кредиты составляют 27,6 млн руб., всего лишь 2% от портфеля активов ([www.mia.ru](http://www.mia.ru)). При этом объем прав требования по ипотечным кредитам, выкупленных за счет эмиссии облигаций, составляет всего 19,8 млн руб. Фактически МИА не взаимодействует с коммерческими банками, а конкурирует с ними.

Чтобы избежать убытков, возникающих в рамках основной деятельности, институты вторичного рынка, получающие целевые государственные средства и гарантии, вынуждены

---

<sup>16</sup> В 2004 г. в Мексике отношение объема непогашенных кредитов к ВВП равнялось 11%, Хорватии – 10%, Бразилии – 5% и Индии – 4% (Chiquier (2006, p. 3)).

<sup>17</sup> В теории трансплантации под перерождением институтов понимается изменение характера их основной деятельности при функционировании в чужеродных институциональных условиях (Полтерович (2001)). Подчеркнем, что термин «перерождение» не означает, что институт бесполезен.

заниматься кредитованием под залог коммерческой недвижимости, инвестированием в ценные бумаги, либо вексельным кредитованием застройщиков, банков, паевых фондов, инвестирующих далее в строительство элитной недвижимости.

Как и в Польше, трудности с внедрением передовых ипотечных институтов, особенно после финансового кризиса 1998 г., а также завершение в 1998 г. американского проекта технической помощи (осуществлявшегося USAID), вынудили российских предпринимателей и региональные власти, искать выход на пути организации ссудно-сберегательных институтов.

В 1996 г. в Уфе был создан потребительский кооператив «Своими руками». В 2000 г. московский ЖСК «Строим вместе» объединил опыт немецких стройсберкасс образца 1972 г. с опытом советских ЖСК и касс взаимопомощи. Разработка проекта, учредительных и финансовых документов, регистрация московского кооператива потребовали усилий не более 10 человек в течение шести месяцев ([www.stroimvmeste.ru](http://www.stroimvmeste.ru), раздел «О нас» «Летопись»). Если учесть, что оригинальных проектов создания кооперативов было не более 4 и они не использовали инфраструктуру трансплантации предшествующих ипотечных проектов (новые законы, обучающие программы, политики), то совокупные затраты на заимствование ссудно-сберегательных институтов следует не превышать 240 тыс. долларов или 20 человеко-лет (работа 20 человек с зарплатой одна тысяча долларов в течение года).

За короткое время примеру лидеров последовало 66 кооперативов в 45 городах России. Всего они объединили около 42 400 пайщиков. К июню 2004 г. заселено более 18 тысяч кооперативных квартир, объем соответствующих кредитов составил около 145 млн долл.

Фактически многие российские ЖНК функционируют по принципам стройсберкасс. Однако широкое участие населения в сберкассах возможно лишь при высоком доверии к частным финансовым институтам. Для завоевания доверия члены сберкасс в Германии, Австрии, Чехии, Словакии, Венгрии получают от государства премию на сбережения и другие льготы. Как уже отмечалось, в большинстве западных стройсберкасс участник, получивший право на кредит, не обязан его брать; он может выйти из СО, изъяв свой вклад, включая премию. Вклады стройсберкасс гарантируются государством. В российских же ЖНК государственная премия и гарантии отсутствуют, а досрочное изъятие вклада сопряжено с потерями. Это сдерживает начальные когорты участников, не верящих в приток последующих членов. При отсутствии достаточной государственной поддержки ЖНК интегрируются с риэлторским, страховым, строительным или банковским бизнесом. В нынешних условиях такую интеграцию следует оценивать положительно, поскольку она облегчает доступ к жилищному кредиту для определенных слоев населения. Следует, однако, иметь в виду, что возможности подобных интегрированных форм недостаточны для создания массовой ипотеки.

Наконец, третье направление развития институтов жилищного кредитования реализовывалось с середины 1990-х гг. региональными администрациями, строительными и промышленными фирмами, внедрявшими новые схемы предоставления и субсидирования кредитов. Главным препятствием на пути массового кредитования при помощи новых схем (в основном, на некоммерческой основе) стала ограниченность бюджетных фондов и низкая прибыльность проектов. В ряде случаев, добиваясь возвратности бюджетных средств, власти

были вынуждены по существу отказаться от развития системы кредитования в пользу коммерческого строительства жилья. Небольшая доля займов или частичная рассрочка платежа служат лишь для сохранения привилегированного статуса «ипотечной программы».

Основные попытки развития ипотечного кредитования в России за последние 13 лет и их результаты систематизированы в табл. 3. Результаты никак нельзя считать удовлетворительными. Наименее удачными были проекты создания вторичного рынка закладных, а наибольшую способность к расширению рынка жилищных кредитов продемонстрировали ссудно-сберегательные институты (кооперативы) – и это несмотря на отсутствие адекватного законодательства и государственной поддержки на федеральном уровне. Всего с 2000 по 2003 гг. жилищным кредитом смогли воспользоваться около 130 370 заемщиков, тогда как в одном только 1990 г – 170 000 заемщиков. Доля жилищных кредитов в жилищных инвестициях – около 1,6%. Даже в 1990 г. аналогичная величина составляла 7%. К 2004 г. доля жилищных кредитов в российском ВВП составила менее 0,2%.

Таблица 3

**Результаты становления институтов жилищного кредита в 1992–2004 гг.**

Институты	Затраты на создание			Результаты выдачи жилищных кредитов в 1992 – май 2004 гг.	
	Годы	Млн долл.	Человеко-лет	Число кредитов, тыс./ % населения	Объем, млн долл.
<b>Эволюция советских институтов</b>					
Сбербанк	12			17 / 0,01	313
<b>Трансплантация западных институтов</b>					
Коммерческие банки	12			11 / 0,007	210
Рынок ценных бумаг (АИЖК, Московское ИА)	12	не менее 15,2	1260	4 / 0,003	46,4
Строительно-сберегательные кооперативы (ПК «Своими руками», ОАО «ССК» г. Москва, Гильдия ЖСК, Межрегиональ. Федерация ЖК)	4	не более 0,24	20	18 / 0,01	145,2
<b>Инновации в сфере жилищного кредита</b>					
Бюджетные и отраслевые фонды строительства и кредита при администрациях регионов, городов, министерствах и крупных предприятиях	9			50 / 0,03	50

Источник: Полтерович et al (2005, с. 82-83).

Несмотря на прогресс ссудно-сберегательных институтов и неудачи более сложных форм ипотечного кредитования, пакет из 27 законов, принятый в 2004 г., был по-прежнему нацелен на развитие вторичного рынка закладных. Главными задачами преобразований были завершение создания правовой базы рынка ипотечных ценных бумаг, ликвидация административных барьеров, а также снижение рисков массовых, но относительно несовершенных схем приобретения жилья посредством накопительных кооперативов и долевого участия в

строительстве. Плановые показатели на первые два года реформ и реальная динамика рынка представлены в табл. 4.

Таблица 4

**Прогноз разработчиков жилищного пакета 2004 г. и реальная динамика рынка кредитов**

Показатель	2002	2003	2004	2005	Прогноз (инерция)		Прогноз (реформы)	
					2004	2005	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ввод жилья, млн кв.м	33,8	36,4	41,0	43,6	38,3	40,7	41,2	46,4
Объем банковских ипотечных кредитов, млрд руб.	3,27	9,86	17,77	52,79	30	60	53	149
Эмиссия ценных бумаг, млрд руб.: ипотечные банки	–	–	–	0,5			20	80
агентства	2,2	1,1	3,7	8,1	н/д	н/д	3	9
Цены на жилье (средние на первичном и вторичном рынке), тыс. руб.	12,2	15,1	19,4	23,6*	14,5	16,8	14,5	18,8
Инвестиции в жилье, млрд руб.	215,01	275,48	371,25	196,5	н/д	н/д	н/д	н/д

\* оценка

Источники: РСЕ (2005, с. 482, 663, 688); СЭП (2005, с. 87, 161); Основные показатели инвестиционной и строительной деятельности в РФ в 2005 г. (2005, с. 6); Результаты обследования ИЖК в РФ в 2001–2002 гг. (2003); Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение (2006, с. 61); Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение (2005, с.62); Оценка масштабов и динамики (2004, с. 34–35)); данные сайта www.rusipoteka.ru.

Таблица 5

**Темпы роста показателей жилищного рынка по прогнозу разработчиков жилищного пакета 2004 г. и фактические темпы, %**

	2002	2003	2004	2005	Факт 2005 г. к факту 2003 г.	Прогноз 2005 г. к факту 2003 г.	
						Инерция	Реформы
1	2	3	4	5	6	7	8
Ввод жилья	106,6	107,7	112,6	106,3	119,7	111,8	127,5
Объем банковских ипотечных кредитов	190	301	180	297	535	608	1511
Цены на жилье	124,6	123,7	128,1	121,9*	156,3	111,2	124,5
Инвестиции в жилье	125,3	128,1	134,7	–47,0			

\* оценка

Источники: РСЕ (2005, с. 482, 663, 688); СЭП (2005, с. 87, 161); Результаты обследования ИЖК в РФ в 2001–2002 гг. (2003); Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение (2006, с. 61); Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение (2005, с. 62); Оценка масштабов и динамики (2004, с. 34–35)).

Прогноз разработчиков жилищного пакета, составленный в марте 2004 г., предусматривал, что «при условии проведения всех реформ» жилищное строительство вырастет в 2004–2005 гг. по отношению к 2003 г. на 27,5%, объем банковского жилищного кредитования – в 15 раз, а средние цены на рынке жилья на 24,5% (см. столбец 8 таблицы 5). Реальные достижения оказались далеки от запланированных показателей. Частный рынок ипотечных ценных бумаг не возник вовсе (столбец 5, табл. 5). Фактический прирост жилищного строительства в 2004–2005 гг. уступал плановому на 30%, прирост банковского кредитования – в 3,2 раза, зато рост

цен на жилье, наоборот, опережал прогнозное значение в 2,3 раза (столбцы 6 и 8, табл. 5). Если бы реформы полностью отсутствовали, то, по представлению разработчиков, на жилищном рынке произошло бы резкое торможение (столбец 7). Но даже в этих условиях банковское кредитование росло бы быстрее, чем мы наблюдаем в настоящее время (по инерции оно бы увеличилось в 6 раз, а в действительности после реформ – всего в 5,3 раза).

Шоковое внедрение «рыночного» законодательства не привело ни к росту эффективности жилищного сектора, ни к снижению рисков. В 2005 г. темпы ввода жилья упали до 6%, хотя в предшествующем реформам 2004 г. они составляли 12% (столбцы 4, 5). Объем новых жилищных инвестиций в 2005 г. сократился почти в 2 раза! Хотя уровень общих инвестиций в основной капитал в 2005 г. вырос на 10,5% (СЭП (2005, с. 154)).

Отток жилищных инвестиций вынудил строителей замедлить повышение цен. Если учесть динамику курса рубля в 2004–2005 гг., то ежегодный прирост цен в долларовом выражении снизился с 36% в 2004 г. до 19% в 2005 г. Именно последний фактор вместе с резким наращиванием донорского и государственного субсидирования вызвали значительное, но неэффективное продвижение ипотечного кредитования. Таким образом, очередная попытка добиться немедленного запуска современных рыночных институтов не обеспечила стабильности в жилищном строительстве и, вопреки ожиданию взрывного роста ипотеки, закрепило тенденцию ее медленного и затратного развития.

#### 1.3.5. Дисфункции рынка ипотечных ценных бумаг в развивающихся странах

Негативные результаты российского и польского опыта шокового построения ипотечного рынка не являются исключительными случаями, связанными с особенностями социалистического наследия или неблагоприятными макроэкономическими условиями. Похожая судьба сложилась у проектов, подобных польскому и российскому, там, где кредитный рынок не достиг нужного уровня развития. Многочисленные попытки создать в развивающихся и переходных экономиках самый эффективный ипотечный механизм – вторичный рынок пулов ипотек – ни в одной стране не привели к успеху.

Руководители целого ряда проектов USAID и Всемирного банка провели исследование 28 попыток внедрения ипотечных ценных бумаг в 19 развивающихся экономиках Латинской Америки, Африки, Азии и Восточной Европы за последние 30 лет. Рассмотрев накопленный опыт, они с уверенностью отнесли к успешным лишь 2 эпизода – в Чили в 1978 г. и Малайзии в 1986 г. (Lea (2004)). Причем в обоих случаях были организованы самые примитивные формы ипотечного рынка капитала: обращение индивидуальных закладных и корпоративных облигаций.

Несмотря на неудачи проектов создания вторичного рынка в остальных 26 случаях, эксперты WB и USAID продолжают настаивать на целесообразности его внедрения, хотя и говорят о необходимости его адаптации к уровню развития переходных стран (Lea (2004)).

В 2002 г. создание американской двухуровневой ипотеки было рекомендовано консультантами USAID даже в Монголии, где практика ипотечных кредитов отсутствует вовсе,



банковская система не развита, а процентные ставки достигают 60% годовых (The development of MBS market in Mongolia (2002, p. 10)).

Подобные предложения игнорируют описанную выше логику развития эволюции ипотечных институтов и, прежде всего, тот факт, что сами ипотечные институты должны способствовать изменению массовой сберегательной культуры и расширению спроса на кредиты.

Несмотря на интенсивное совершенствование законодательной базы и стандартов кредитования, а также значительную государственную поддержку ценных бумаг качество массовых институтов и культуры остается низким в течение десятилетий. Поэтому в подавляющем большинстве случаев шоковой трансплантации современной западной ипотеки вместо эффективных форм кредитования в развивающихся экономиках образуются неработоспособные институты. В теории трансплантации явление, при котором институт не выполняет в стране-реципиенте ту же роль, что и в экономике-доноре, называется институциональной дисфункцией (Полтерович (2001)). Используя классификацию дисфункций экономических институтов, предложенную Полтеровичем (2001), мы попытаемся описать несколько примеров институциональных «болезней», характерных для ипотечного рынка капитала в развивающихся странах и России.

Наиболее распространенной дисфункцией, с которой сталкиваются ранние проекты трансплантации, является постепенная **атрофия** и исчезновение передовой формы ипотечных ценных бумаг – траншей сертификатов с разными приоритетами выплат (субординированных траншей ценных бумаг). Примеров успешных частных агентств по секьюритизации ипотечных кредитов в развивающихся странах не существует. Несмотря на многолетние усилия по их организации в подавляющем большинстве стран их деятельность ограничивается несколькими пробными эмиссиями (Lea et al (2004, p. 32)).

В развивающихся странах создание института комбинирования и обращения пулов закладных часто несовместимо с системой идентификации и регистрации прав собственности<sup>18</sup>. Эту несовместимость не удалось преодолеть в России при создании федерального

---

<sup>18</sup> В литературе имеются две гипотезы, объясняющие данную несовместимость. Первая связана с фундаментальными отличиями юрисдикций стран континентального и англо-саксонского права. В странах континентального права заемщик получает право собственности на приобретенную недвижимость, а кредитор – права требования по кредиту. Для вовлечения прав требования в гражданский оборот требуется развитая система их регистрации. Необходимость идентификации и перерегистрации прав требования на каждую закладную подрывает как концепцию комбинирования, так и оборота пулов кредитов, в которых денежные потоки (права требования) должны перемещаться между траншами в зависимости от исполнения исходных кредитов. В англо-саксонском же праве есть возможность расщепления вещного права (владение, пользование, распоряжение). После выдачи ипотечного займа кредитор приобретает право собственности на заложенную недвижимость, а заемщик фактически арендует недвижимость по праву пользования до полной оплаты долга. Поэтому агентства, покупающие залоги, также приобретают на них и права собственности, что облегчает идентификацию, комбинирование структуры и оборот пулов.

Вторая гипотеза состоит в недостаточной развитости института регистрации прав требования. На ранней стадии развития права возможно вовлечь в оборот лишь те права, которые уже идентифицированы в прошлом. А для секьюритизации требуется заключать сделки на некоторый срок вперед, в рамках которого права требования могли бы быть идентифицированы при необходимости (в суде, например) (Секьюритизация в России (2005, с. 26)). Без второго элемента комбинирование и обращение субординированных траншей невозможно. Проблема расширения правовых возможностей, однако, является более глубокой. Без рос-

агентства в 1993 г. и ряда региональных агентств в 2000 г. Подобный вид бумаг оказался невостребованным в 1976 г. в Филиппинах, в 1990-х гг. в Колумбии, Бразилии, Таиланде (Lea et al (2004, p 32)).

В этих условиях настойчивое стремление создать рынок субординированных пулов ипотек иногда приводит к **парадоксу передачи**, когда в результате (бесплатной) передачи более эффективных институтов донор выигрывает за счет реципиента. Поскольку международные инвесторы способны привлечь средства путем выпуска самых эффективных ценных бумаг, то местным банкам оказывается выгодно продавать кредиты на запад, при этом западные инвесторы получают возможность отбирать для покупки наиболее качественные кредиты. Например, в Аргентине закон о секьюритизации ипотек, принятый в 1995 г., был изначально нацелен на выпуск бумаг на внутреннем рынке. Однако первые эмиссии траншей ипотек (часть которых была изначально выдана в местной валюте) в 1996–2001 гг. были размещены на рынке США (Lea et al (2004, p. 20)). В России попытки внедрить субординированные ипотечные бумаги предпринимаются с 1993 г. Тем не менее, первая сделка по секьюритизации российских ипотек, возможно, произойдет лишь в 2006 г.: международным инвесторам будут предложены ценные бумаги, обеспеченные ипотечным портфелем Внешторгбанка (Investment projects in Russia: «Rus Mortgage Sec» (2006)). В мае 2006 г. в российской прессе было объявлено об учреждении Русской ипотечной акцептной компании (RuMAC), которая планирует привлекать международный капитал для секьюритизации российских кредитов, предлагая ставку на 0,5–1% ниже рыночной ([www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)).

Невостребованный институт обычно либо отторгается (ликвидируется), либо **перерождается**, переключаясь на иные виды деятельности, нередко деструктивные, которые в экономике страны-донора либо невыгодны, либо подавляются более развитой средой. В условиях высоких кредитных рисков и транзакционных издержек прибыльная работа рынка капитала невозможна, поскольку отсутствуют необходимые масштабы сделок. Чтобы привлечь банки-партнеры и сделать ставки привлекательными для конечных заемщиков, агентствам приходится настолько сильно снижать ставки рефинансирования, что основная деятельность по выкупу кредитов становится убыточной. Поэтому они стремятся к максимальному извлечению дополнительных доходов путем рискованного управления «временно свободными средствами». Для этого они стремятся к увеличению привлекаемых государственных гарантий и капитала, используя их не по назначению, стараются переложить кредитный риск на банки.

Примерами институтов, страдающих такой дисфункцией, служат рассмотренные выше российское АИЖК, программа Фонда США-Россия, а также украинское агентство вторичного рынка «Государственное ипотечное учреждение» (ГИУ), созданное в декабре 2004 г. Согласно результатам проверки Счетной палаты Украины, ГИУ в 2005 г. рефинансировало всего 4 кредита объемом 0,8 млн гривен, разместив оставшиеся 19 млн гривен уставного фонда на депозитные счета в комбанках по заниженным ставкам (Витковская (2006)). Дру-

---

та общественного доверия и эффективности судебной системы преждевременное расширение возможностей оборота прав требования по будущим сделкам может провоцировать дисфункции.

гим примером перерождения является спекуляция ипотечными банками собственными акциями и облигациями, приведшая к краху рынка ценных бумаг в Австрии и Венгрии в 1873–1874 гг. В конечном итоге эта дисфункция делает институт нежизнеспособным.

Избежать перерождения рынка капитала не удалось даже при заимствовании простых форм ценных бумаг в относительно передовых развивающихся странах, хотя в этом случае оно принимает не столь опасный характер. В начале 1990-х годов попытки создать ипотечные банки в Польше, Чехии, Словакии, Венгрии и Латвии в виде отдельных специализированных компаний оказались экономически невыгодными. Для повышения надежности облигаций их разрешили выпускать универсальным банкам, сохранив к ним формальные требования для современного ипотечного банка (выделение кредитов, служащих обеспечением облигаций, из общей массы активов; предоставление преимущественного права требования владельцам облигаций; контроль за соблюдением принципов покрытия и конгруэнтности финансовых параметров кредитов и облигаций). В результате, в отличие от их обособленного немецкого образца, они начали использовать эмиссию облигаций, которым были предоставлены существенные льготы, для кредитования более доходной коммерческой недвижимости. Кредитование же жилищных займов осуществляется в банках за счет более дешевых депозитных ресурсов (Diamond (1999)).

Как мы отмечали выше, Московское ипотечное агентство, задуманное как институт рефинансирования, было преобразовано в банк и на выпущенные облигации также занялось кредитованием коммерческой недвижимости и строительных фирм. Гонконгская ипотечная корпорация начала кредитование государственных министерств, коммунальных и строительных фирм (Lea et al (2004, p. 26)). В Чили на потребительское кредитование было направлено 42% от объема ипотечных закладных, находящихся в обращении в 1997 г. (Pardo (2000, p. 4)). Несмотря на то, что в Малайзии в последнее время правительство сократило заимствования на рынке и у финансовых учреждений возник избыток средств, ипотечная корпорация не смогла увеличить предложение облигаций за счет выкупа жилищных кредитов. Вместо этого она начала выкуп промышленных кредитов ((MBS markets in Asia (1999, p. 353–358)).

Различия в исходных институтах, опыте или культуре между страной-донором и реципиентом могут породить **институциональный конфликт**, когда вновь созданный институт выполняет свои основные функции, но благодаря конфликту формальных и неформальных норм оказывается неэффективным. При попытках создания рынка ипотечных ценных бумаг наблюдалась дисфункция и этого типа. Чтобы компенсировать недостаточность спроса на эти бумаги, правительства принуждают к их покупке пенсионные и страховые компании – мера, вполне согласующаяся с неформальными нормами переходных и развивающихся (но не западных) стран. В ряде случаев государство обычно предоставляло покупателям ценных бумаг налоговые или регулятивные преференции без учета соответствующих рисков, что приводило к финансовому арбитражу, скупке облигаций и ослаблению надежности финансовой системы. Подобные дисфункции характерны для ипотечных корпораций Малайзии (MBS markets in Asia (1999)) и Гонконга (Lea et al (2004)).

Еще одним примером институционального конфликта является вынужденное использование инструмента секьюритизации государственным Жилищным фондом Финляндии. С 1995 г. фонд начал выпуск на международном рынке траншей секьюритизированных пулов ипотек, обеспеченных кредитами на постройку социального жилья. Однако за 10 лет выпущено всего 6 траншей на сумму около 3 млрд евро. Дело в том, что стоимость подобных заимствований выше, чем издержки государственных займов за рубежом, поскольку секьюритизация осуществляется при помощи специально созданного агентства Fennica и требует дополнительных транзакционных расходов. Тем не менее, финский фонд вынужден прибегать к рынку капитала из-за необходимости соблюдения ограничения ЕС на долг государства по отношению к ВВП (Evaluation of Finnish housing finance and support systems (2002, p. 18))

Если внедряемый трансплантат оказывается несовместимым со средой реципиента, ответная реакция системы может выразиться в виде **активизации** неожиданного **альтернативного института**. Необходимым условием его возникновения является меньшая величина соответствующих ему транзакционных издержек по сравнению с исходным трансплантатом для части экономических агентов. Примером служит работа ипотечной компании, созданной в 1999 г. в Колумбии для секьюритизации ипотек. Вместо расширения нового кредитования за счет продажи ценных бумаг она используется банками с целью факторинга – дисконтной продажи накопленных социальных и безнадежных долгов. После кризиса 1998 г. часть колумбийских банков нуждалась в реструктуризации балансов. В первых 4 выпусках доля социальных кредитов составила 30%. Начиная с 2002 г. из 6 эмиссий 3 выпуска были полностью обеспечены безнадежными ипотеками. Их погашение должно происходить за счет продаж заложенного жилья. Всего социальные и плохие долги составили около 50% объемов всех выпусков (но их номинал гораздо выше, поскольку при продаже учитывается значительный дисконт). К 2005 г. 78% рискованных ипотечных ценных бумаг была скуплена спекулятивными инвесторами (Gutierrez (2006, pp. 11, 15)).

Этот вид дисфункции может стать актуальным в ближайшее время в России. Согласно публикациям в прессе, идет бурный, но неэффективный рост кредитования населения, без тщательных проверок возможностей заемщиков и координации их кредитных историй. Доля безнадежных долгов стремительно нарастает. Подобные явления являются ярким примером последствий шокового становления кредитного рынка.

Чили – единственная среди развивающихся стран, где относительно успешно функционирует ипотечный рынок капитала, правда, в самых примитивных формах. На наш взгляд, этот успех объясняется массовым использованием ссудно-сберегательных институтов на начальной стадии развития ипотеки с 1960 по 1976 гг. Впрочем, их преобразование в универсальные банки и переход к рынку ценных бумаг в конце семидесятых годов (аналогичный процесс в это же время происходил в США) оказались преждевременными. Рынок капитала в Чили в течение долгого времени служит лишь для финансирования элитной ипотеки. В 1987 г., через 10 лет после старта рынка ипотечных ценных бумаг, отношение объема обращающихся бумаг к ВВП равнялось 8,6%. В течение последующих 10 лет работы этот показатель практически не увеличился, составив в 1997 г. – 10% (Pardo (2000, p. 14)). Для

сравнения отметим, что в 1983 г. (после 23 лет работы) накопленные жилищные активы бывших ссудно-сберегательных ассоциаций составляли 21 млрд долларов или около 70% ВВП (Boleat (1985, p. 333, 336)).

Отсутствие доступного жилищного рынка вынудило чилийское правительство в 1990 г. повторить попытку создания ипотеки, опираясь на модификацию стройсберкасс<sup>19</sup>. Данная программа предназначена для семей со средними и низкими доходами, не способными пройти кредитную квалификацию в банковском секторе. Она позволила расширить спрос на дешевый сектор жилищного строительства (по цене 8 тыс. долларов) в условиях, когда рыночная ипотека финансирует в основном покупку элитных квартир (стоимостью около 40 тыс. долларов) (Pardo (2000, p. 4)).

Значительные средства, которые государство тратит на поддержку новой программы стимулирования сбережений<sup>20</sup>, дают впечатляющий результат. Программа сбережений и государственных сертификатов за 7 лет работы привлекла 1,38 млн участников, что составляет 9,2% населения Чили. Для сравнения заметим, что институтом рынка ипотечных закладных за 20 лет его работы смогли воспользоваться приблизительно 3% населения (Pardo (2000, p. 15)). (Pardo (2000, p. 5–6)).

**Главные причины неудач ипотечного рынка в Польше и России – как и в других развивающихся странах мира – в недооценке роли государства, с одной стороны, и культурных и институциональных препятствий, – с другой, наивная уверенность в том, что условия для развития передовых форм кредитования могут быть созданы за короткое время. Следствием этого заблуждения стало отсутствие продуманной государственной стратегии.**

---

<sup>19</sup> Вынужденный возврат к менее развитым институтам типичен для неудачно организованных процессов трансплантации (см. Полтерович (2001))

<sup>20</sup> Вместо премии на сбережения государство, после окончания периода накопления, обязуется предоставить вкладчикам сертификаты на оплату от 7% до 70% цены дешевой квартиры. Регулярные взносы производятся, как правило, на счета в государственном и коммерческом банке; на них начисляется рыночных процент. Сумма сертификатов и отбор их получателей осуществляется на основе оценки времени и суммы предварительных накоплений и ряда социальных критериев (Pardo (2000, p. 5–6)).

## ***1.4. Стратегия промежуточных институтов: Словакия и Чехия***

### **1.4.1. Массовый старт стройсберкасс**

Словакия, Чехия и Венгрия пошли по другому пути создания ипотеки, нежели Польша и Россия. Они поддерживали обе формы ипотеки – банки и стройсберкассы – наиболее подходящие для внедрения в несовершенную институциональную среду. Словакия ввела стройсберкассы в 1992 г., Чехия – в 1993 г. Венгрия в начале реформ попыталась внедрить вторичный рынок ипотечных кредитов, но позже отказалась от этого проекта и в 1997 г. также ввела стройсберкассы.

В Словакии, Чехии, Венгрии стройсберкассы создавались при поддержке немецких и австрийских стройсберкасс, их организационная помощь и инвестиции сыграли важную роль в становлении коллективных стройсбережений в Восточной Европе. Однако главными акционерами стройсберкасс являются крупные национальные коммерческие банки, которые таким образом не только получают прибыль, но и воспитывают своих потенциальных клиентов.

Член ССКа должен делать регулярные взносы на депозит в течение 4–6 лет и накопить 50% суммы, оговоренной в контракте, для того, чтобы получить кредит на остальные 50% по льготной ставке 6% годовых. Ставка по депозитам равна 3%. Как и ставка за кредит, она не зависит от темпов инфляции. На сбережения ежегодно начисляется премия в размере от 20 до 40%, выплачиваемая из государственного бюджета. Ежегодный объем премии не может превосходить установленного предела. Проценты на сбережения и премии не облагаются налогом. Сбережения стройсберкасс включены в систему страхования вкладов. При выполнении определенных условий клиент может снять свой вклад вместе с процентами и премией, не используя свое право на кредит. Благодаря этой возможности хранение денег в стройсберкассах оказывается более выгодным, чем в банках, даже для тех, кто не собирается приобретать жилье. Именно этим и объясняется громадный успех стройсберкасс среди населения в Восточной Европе (см. табл. 6).

В Чехии в первый же год членами ССКа стали 2% жителей (около 200 тыс. чел.), в Словакии 0,9% (ок. 50 тыс. чел.). Через 10 лет работы уже 44,6% чехов и 20% словаков были вовлечены в систему стройсбережений.

Расходы государства на премии вкладчикам росли, составив через 7 лет около 1% чешского госбюджета. Однако сбережения росли быстрее. **В среднем за 7 лет каждая крона премии привлекла около 11 крон долгосрочных сбережений.** Всего к 2003 г., через десять лет работы стройсберкасс действующие сберегательные контракты имели 4,6 млн чехов (45% населения). В 2003 г. доля стройсбережений в ВВП возросла в Чехии в 49 раз (до 4,9% от ВВП на 7 году работы).

*Стартовые результаты функционирования стройсберкасс в Чехии и Словакии*

No	Показатель	Словакия	Чехия
1	Население, млн чел	5,5 (1998 г.)	10,3 (1995 г.)
2	Начало работы стройсберкасс, год	1992, ноябрь	1993, сентябрь
3	Число действующих контрактов после 10 лет, % населения	20	45
4	Число выданных кредитов за 10 лет, % населения	5	6
5	Средняя доля чистых сбережений в ВВП, в 1-й год / в 7-й год, %	0,08 / 0,95	0,1 / 4,9
6	Среднее отношение чистых сбережений к премиям, раз	8,5 (за 5 лет)	10,8 (за 6 лет)

Источники: Полтерович et al (2005, p. 77)

В Чехии и Словакии по числу выдаваемых кредитов стройсберкасс (ССКа) намного превосходили все остальные финансовые институты вместе взятые. В Словакии к 2003 г. ССКа выдали 270 тысяч займов, ипотечные кредиты банков насчитывали 22 тысячи и кредиты государственного фонда – еще 28 тысяч. (Hager (2004, p.7)); *Housing finance system of Slovak Republic* (2002, p. 15, 23)). Через 7 лет работы (к концу 1999 г.) чешские ССКа выдали 307 тысяч кредитов (3% населения), тогда как число ипотечных кредитов, выданных банками, составило всего 29 тысяч, включая 8 тысяч ипотечных займов с субсидией ставки. (*Czech Republic. Country note* (2000, p. 15)). Спрос на услуги стройсберкасс продолжает быстро расти во всех трех странах.

Следуя примеру более успешных соседей, другие восточноевропейские страны начали вводить стройсберкассы: Хорватия в 1998 г., Словения в 1999 г., Казахстан в 2000 г., Румыния в 2002 г., Китай в 2004 г. Разработка планов запуска стройсберкасс ведется в Болгарии, Латвии и Литве.

#### 1.4.2. Роль государства в становлении ипотеки

Активная поддержка государства является необходимым условием успешного становления ипотеки. Ни одна из рассматриваемых стран не избежала бюджетных расходов на поддержку жилищных финансов. При наличии продуманной стратегии государственные расходы на эти цели оправданы не только с социальной, но и с чисто экономической точки зрения, поскольку радикально преобразуют существующий рынок кредитов, вовлекая в него слои населения с низкими и средними доходами. Тем самым ускоряется экономический рост. Анализ истории жилищных финансов в западных странах и недавнего опыта восточноевропейских стран показывает, что основным элементом такой стратегии должно быть создание системы ссудно-сберегательных институтов.

Именно эта стратегия была реализована в Чехии и Словакии, где расходы на выплату премий по сройсбережениям являлись главной статьей жилищного бюджета. В Венгрии основная часть государственных расходов тратилась на субсидирование процентной ставки и начального взноса в банках. Польша, несмотря на медленный рост жилищного кредитования,

не избежала серьезных бюджетных затрат. Польское правительство, ожидая спонтанного возникновения рынка жилищного кредитования, не стало переориентировать бюджетную поддержку в его пользу и сосредоточило усилия на сохранении старых форм кредитования строительного сектора. Россия также продолжала прямое финансирование строительства социального жилья для очередников, хотя его объемы резко снизились. Как видно из табл. 7, государственные расходы Польши и России на жилищные нужды значительно превысили издержки стран-соседей (строка 2), тогда как их достижения в жилищном кредитовании (строка 3) и строительстве (строки 4, 5) оказались гораздо более скромными.

Благодаря умеренным расходам на премии и деятельности стройсберкасс доля жилищных кредитов в ВВП Словакии достигла 12,7% в 2002 г. В результате расширения кредитного рынка сформировался массовый спрос на дешевое жилье; в 2002 г. по сравнению с 1996 г. ввод жилья увеличился в Словакии в 2,4 раза. Венгерское правительство ввело стройсберкассы позже, чем словацкое, и потратило на субсидирование банковских ипотечных кредитов намного больше средств. В итоге в 1999–2003 гг. Венгрии удалось стимулировать развитие кредитного рынка, но его объем почти в 3 раза меньше, чем в Словакии. Кроме того, широкомасштабное субсидирование банковских кредитов на чрезвычайно льготных условиях привело к резкому росту цен на рынке жилья (строка 6), что в результате даже снизило его доступность для основной массы населения. Ошибка с выбором инструмента государственной поддержки не позволила венгерскому правительству добиться стабильного роста жилищного строительства (строка 5).

Таблица 7

**Роль правительства в развитии жилищного кредитования и строительства**

	Средняя доля бюджетных субсидий на жилье в ВВП за 1992–2002, %	Жилищный кредит, доля в ВВП в 2002 г., %	Ввод, кв. метров на душу в 2002 г.	Рост ввода жилья в 2002 относительно 1996, раз	Рост реальных цен на жилье в 2003 относительно 2000, раз
1	2	3	4	5	6
Словакия	1,07	12,7	0,30	2,4	нет данных
Венгрия	0,74	4,6	0,29	1,1	2,51
Польша	1,33	2,6	0,25	1,7	0,91
Россия	1,30 (2003)	0,16 (2004)	0,23	1,0	1,30

*Источники:* расчет по данным: Poland. Statistical appendix 2 (2002, p. 5); Zapletalova (2004, p. 7); Country Note of Hungary (2000, p. 7; 4); Hegedüs, Somogyi (2004, p. 8); PCE (2004, с. 218, 638); Dobricza (2004, p. 17–23, p.20); Полтерович et al (2005, с. 78); PAB-PCR&F (Polish construction research and forecasting, www.pab.waw.pl)

В Польше уровень бюджетных субсидий строительным кооперативам сократился в меньшей степени, нежели в других странах. Благодаря такой политике, а также росту в первые годы реформ покупок жилья имущим классом за свой счет Польша испытала менее глубокий спад в жилищном строительстве, чем Словакия и Чехия. Однако в процессе восстановления жилищное строительство столкнулось с отсутствием кредитных институтов, доступных широким слоям населения. Уже с 2000 г. в Польше начало сокращаться число одобренных заявок и реально начатых новостроек, что в 2002 г. привело к изменению тенденции



в завершенном строительстве – снова в сторону спада с 68% от уровня 1989 г. до 63%. В 2004-2005 гг. в Польше наблюдается стагнация жилищного строительства.

На протяжении всего периода реформ в России уровень бюджетного финансирования жилищного сектора неуклонно снижался, однако надежды на то, что рынок быстро восстановит снабжение населения жильем, не оправдались. Отсутствие стройсберкасс как в России, так и в Польше не привело к спонтанному развитию передовых институтов, а скорее, затормозило их становление. В результате российский рынок жилищного кредитования и строительства едва функционирует.

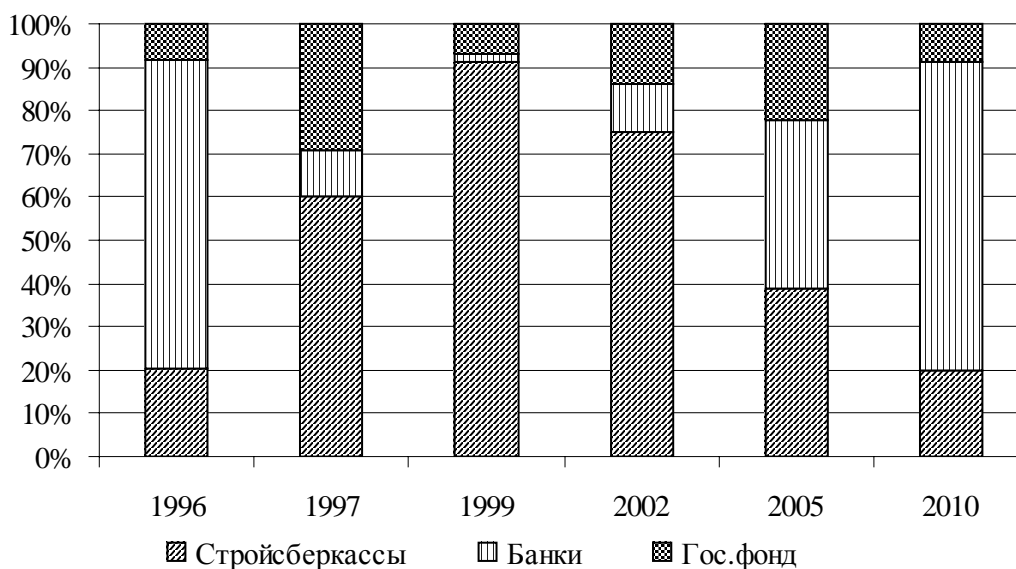
### 1.4.3. Становление современной ипотеки

Как показывает история развитых стран, роль ссудно-сберегательных институтов должна снижаться с увеличением благосостояния, уменьшением дифференциации доходов, ростом склонности к сбережению, укреплением законности, снижением ссудного процента и банковской маржи. По мере достижения этих целей все большая часть населения начинает предпочитать другие формы ипотеки. Поэтому ССИ должны постепенно уступить место более передовым формам ипотеки. Развитие подобной тенденции можно ожидать и в переходных экономиках.

И действительно, в Словакии доля стройсберкасс в объеме ежегодно выдаваемых кредитов сначала возрастала, а затем начала снижаться с 91% в 1999 г. до 75% в 2002 г. Это является результатом рациональной политики словацкого правительства. Размер государственной премии на стройсбережения постепенно уменьшался в течение 12 лет. Он составлял 40% в 1992, 30% – в 1997, 25% – в 2001, 20% – в 2003, 14,5% – в 2004. Доля премии в ВВП сначала выросла до 0,37% в 1997 г. (около 1,2% государственных расходов), а затем стабилизировалась, и с 2000 г. начала постепенно снижаться (Housing finance system of Slovak Republic. (2002, p. 21)). В среднем за 10 лет доля премии в ВВП достигла 0,26%. Правительство Словакии планирует постепенное снижение доли ССКа – до 20% в 2010 г. с одновременным увеличением доли ипотечного кредитования с 2% в 1999 г. до 71% в 2010 г. (Oravec (2003)) (см. рис. 3).

Подобное планирование развития института позволяет избежать избыточных бюджетных расходов и слишком долгой консервации относительно несовершенного института. Тем самым ускоряется становление современного ипотечного рынка. Отметим, что начальное завышение размера премии необходимо, чтобы преодолеть недоверие населения к новому институту.

Объем действующих ипотечных кредитов к ВВП вырос в Словакии с 1996 по 2002 в 50 раз (до 12,7%).



Источники: расчет по данным Housing finance system of Slovak Republic. (2002), Полтерович et al (2005, с. 77), (Oravec (2003, Tab. 2).

**Рис. 3. Доля институтов в объеме действующих ипотечных кредитов, %**

Итак, в Польше и России ошибочная стратегия замедлила становление более массовых институтов жилищного кредитования. Для их дальнейшего продвижения обеим странам могут потребоваться новый раунд трансплантаций и новые бюджетные расходы, сопоставимые с расходами соседних стран.

#### 1.4.4. Развитие финансового сектора

Массовый старт стройсберкасс в Чехии, Словакии и Венгрии дал дополнительный импульс для развития не только банковского ипотечного кредитования, но всей финансовой системы страны. Так, в 2001 г. спрэд банковского сектора Словакии составлял 4,8%, в Чехии – 4,1% и в Венгрии 2,9%. В России и Польше спрэды достигали 13,1% и 6,6% соответственно. В результате общий объем банковского кредитования в ВВП в России и Польше оказался в 2001 г. значительно ниже, чем в других странах Восточной Европы: лишь 24,3 и 37,7%, соответственно; в Чехии и Венгрии этот объем составил почти 50%, в Словакии – 61% (WDI, 2003, р. 274–276).

## ***1.5. Стратегия успешной трансплантации ипотеки***

### **1.5.1. Преимущества стройсберкасс при становлении ипотеки**

Основными препятствиями для широкого распространения развитых форм ипотеки в России, как и в других странах на соответствующем этапе развития, являются низкое соотношение между доходами населения и стоимостью жилья<sup>21</sup>, недостаточная культура сберегательного поведения, высокая маржа и высокие ставки процента за кредит. Их снижению препятствуют низкое качество судебной системы, взаимное недоверие банков, населения и государства, отсутствие кредитных историй у большинства населения, распространенность теневых отношений, затрудняющих проверку платежеспособности заемщика и делающих невыгодным выявление информации о цене сделки.

Для приобретения жилья, как правило, необходимо длительное накопление сбережений. Этот процесс требует от покупателей жилья высокой экономической культуры. Однако опыт стран Восточной Европы показал, что на начальных этапах создания ипотеки основные слои населения обладают низкой дисциплиной сбережения, склонны к коротким горизонтам планирования и располагают слабыми навыками составления семейного бюджета и оценки различных ссудно-сберегательных программ.

Нежелание сберегать и заимствовать лишь отчасти коренится в недостаточной экономической культуре, в неумении сопоставлять выгоды и убытки. Вторая важнейшая причина – высокая степень неопределенности, неуверенность «в завтрашнем дне», недоверие к финансовым институтам. Преодоление недоверия и формирование позитивных ожиданий – важнейшая задача государства, которая не может быть решена без значительных затрат.

В бедных обществах с неразвитой системой социального обеспечения, при ограниченной мобильности рабочей силы, коррумпированной неэффективной бюрократии формирование законодательного и судебного обеспечения ипотеки оказывается весьма длительным и противоречивым процессом. Даже в большинстве развитых стран Европы реализация залога занимает до 9 месяцев, тогда как в переходных экономиках она может длиться годы (Low et al (2003, p. 46)). Для предпринимателей высокие риски, связанные с неопределенностью будущего и асимметрией информации, диктуют необходимость индивидуальной работы с каждым клиентом, знания его кредитной истории.

Недостаточная экономическая культура и слабые институты приводят к низкому уровню доверия между экономическими агентами. Низкий уровень доверия поддерживает высокую плату за кредит и, значит, отсутствие массового спроса на жилье. Поэтому для значительной части населения нет возможности обзавестись кредитной историей, что препятствует росту уровня доверия. Система оказывается в «ловушке недоверия», выход из которой

---

<sup>21</sup> См. Фаерман, Хачатрян (2004). По их оценкам, полученным для ряда регионов России, первоначальный взнос на квартиру в 50 кв. м. способны заплатить не более 5% населения.

под действием одних только рыночных сил затруднен. Здесь требуется существенная помощь государства<sup>22</sup>.

Как отмечалось выше, ССК оказываются более эффективными на начальном этапе формирования ипотеки в силу следующих причин:

1. Благодаря узкой специализации и предварительным планам накопления ССК снижают кредитные риски и преодолевают проблему недоверия, позволяя вовлечь в систему ипотечного кредитования основную массу населения. В отличие от банков стройберкассы основаны на коллективном соглашении участников и способны назначать низкие проценты по депозитам, которые существенно ниже рыночных и не зависят от инфляции. Стандартный ССК-контракт предусматривает регулярные взносы на депозит в течение 4–6 лет для накопления значительного начального взноса (25–40% цены квартиры), после чего участник получает право на дешевый кредит в размере, превышающем объем сбережений в 1,5–2 раза, на срок в 1,5–2 раза длиннее периода накопления. Успешное выполнение долгосрочного плана сбережений является убедительным доказательством надежности будущего заемщика. Благодаря низкому кредитному риску и «длинным» пассивам стройберкассы способны функционировать с минимальной маржей и выдавать относительно долгосрочные кредиты.

2. Важная роль стройсберкасс заключается в их обратном влиянии на институты посредством позитивных экстерналий эффектов. Стройсберкасса оказывается школой сберегательного и долгового поведения для миллионов людей. Пройдя эту школу, они приобретают не только кредитные истории, но и приучаются к дисциплинированному сбережению. Тем самым, стройсберкассы готовят почву для смягчения условий рыночного кредитования и развития более совершенных форм ипотеки.

Эмпирические исследования подтверждают гипотезу о том, что коллективное накопление приучает вкладчиков с несогласованными во времени предпочтениями к дисциплинированному сбережению. Кроме того, ссудно-сберегательные институты берегут репутацию своих членов: при определении меры наказания за неплатежи они различают неспособность и нежелание уплачивать взносы, что также поощряет процесс обучения (Gugerty (2003)).

3. Стройсберкассы являются эффективным инструментом обучения и отбора надежных заемщиков для банковского сектора. Тщательный контроль за поведением вкладчиков и высокая репутация ССК облегчает их клиентам получение дополнительных кредитов как от материнских банков, так и от инвесторов, не являющихся собственниками касс.

При высоком соотношении цен на жилье и доходов населения невозможно обойтись без государственных субсидий. Стройсберкассы являются эффективным каналом субсидирования из-за описанного выше встроенного механизма преодоления недоверия к заемщику.

---

<sup>22</sup> По этой же причине создание кредитных бюро не приведет к быстрому улучшению ситуации. Они могут принести пользу, если граждане стремятся к получению кредитов и поэтому заинтересованы в раскрытии своей истории. А пока ставки высокие, кредиты недоступны, так что раскрывать историю нет смысла. А значит, ставки остаются высокими.

Низкий спрэд и длительный срок кредитования в стройсберкассе позволяет ее участнику привлечь больше кредитных средств для покупки жилья, нежели в банке. Формирование системы строительных обществ (СО) позволяет за несколько лет, не дожидаясь снижения ссудного процента, обеспечить жилищными кредитами миллионы потребителей со средними доходами. Обычно в рамках современных стройсберкасс накапливается сумма, не покрывающая полностью стоимость жилья, а служащая обеспечением кредита от коммерческого или ипотечного банка. Тем самым расширяется спрос на банковские ипотечные программы.

Если качество институтов улучшается, то перечисленные преимущества стрйсберкасс постепенно исчезают, и политика субсидирования должна быть изменена. Скоростью институциональной трансформации ипотечного рынка можно управлять, задавая уровень максимального размера премий на стройсбережения.

Таким образом, стройсберкассы помогают ускорить институциональную эволюцию по двум каналам: а) они способствуют улучшению культуры сбережений и росту доверия, тем самым стимулируя рост банковской ипотеки; б) они могут сами естественно трансформироваться в более совершенные ссудно-сберегательные ассоциации, а затем и в универсальные банки.

### 1.5.2. Стратегия успешной трансплантации ипотеки

В предыдущих разделах мы показали, что создание современной массовой ипотеки удалось в большей степени тем странам, которые на начальной стадии развития внедряли стройсберкассы и оказывали им активную государственную поддержку. Анализ истории жилищных финансов в западных странах и недавнего опыта восточно-европейских стран позволяет сделать два важных вывода.

**I. Стройсберкассы являются наиболее эффективным трансплантатом в условиях рискованной институциональной среды, в обществах с низким уровнем экономической культуры, где основные слои имеют низкие доходы, не располагают кредитными историями и поэтому не имеют доступа к банковским кредитам.**

Мы наблюдаем, что попытки «забегания вперед» с созданием вторичного рынка кредитов или даже ипотечных облигаций терпят неудачу в переходных экономиках. Основная часть населения не участвует в рынке. Слишком развитые институты оказываются невостребованными или перерождаются в отсталой институциональной среде страны-реципиента. Нередко неэффективные трансплантаты оказываются устойчивыми и блокируют иные варианты институционального развития, пока не разовьется кризис. В результате реципиент вынужден повторять трансплантацию, терпя при этом значительные потери. С другой стороны, спонтанный выбор слишком элементарного института также замедляет развитие. Guinnane (1994) отмечает, что немецкие кооперативы, эффективные в Германии в середине 19 века, оказались невостребованными в условиях более развитого кредитного рынка Ирландии в 1894–1914 гг.

**II. Премия на стройсбережения является необходимым условием успешной трансплантации и наиболее эффективной формой государственного субсидирования ипотеки при несовершенном кредитном рынке. Размер премии должен быть достаточно высоким в начальный период и снижаться после того, как кредитный рынок достигнет достаточного уровня развития. Вслед за этим государственная политика поддержки ипотеки должна переключиться на субсидирование первоначального взноса в рамках банковской ипотеки.**

Подведем некоторые итоги. Поскольку шоковая трансплантация и спонтанное «выращивание» институтов могут вести к завышенным издержкам, целесообразно отобрать подходящий промежуточный институт и разработать методы его трансформации по заранее определенному плану. Заключение I, II задают контуры рациональной стратегии трансплантации. В частности, анализ показывает, что целесообразно начинать создание современной ипотеки с внедрения стройсберкасс. Альтернативным кандидатом на трансплантацию является банковская ипотека. Поскольку сформулированные выводы опираются исключительно на анализ прошлого опыта, следует еще проверить, в какой мере они соответствуют российским условиям.

Рациональный план создания массовой ипотеки в России, как показывает проведенный анализ, состоит в ряде последовательных преобразований.

1. Следует внедрить стройсберкассы для привлечения основной массы средне- и низкодходных слоев населения на рынок сбережений, кредита и строительства.

2. После 5–10 лет целесообразно начать постепенное снижение размера государственной премии по стройсбережениям; продолжать снижение в течение следующих 10–20 лет.

3. Одновременно с сокращением премии необходимо увеличить субсидии начального взноса для ускорения перехода потребителей к банковской ипотеке.

4. После того как банковская ипотека станет массовой, интенсифицировать развитие институтов секьюритизации ипотечных кредитов.

До сих пор наши аргументы базировались на анализе опыта других стран. Они делают правдоподобной гипотезу о том, что стройсберкассы будут обладать преимуществами и в современной России, но еще не доказывают ее. Для того чтобы устранить сомнения, мы предлагаем математическую модель, позволяющую сравнить эффективность стройсберкасс и банковской ипотеки при значениях экономических параметров, близких к реальным российским данным.

## ЧАСТЬ 2.

### ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СТРОЙСБЕРКАСС В РОССИИ

В данной части работы предлагается простая динамическая модель поведения потребителя и представлены расчеты, позволяющие

а) установить, какой из трансплантатов более эффективен в современных российских условиях;

б) выяснить, какой из каналов субсидирования более целесообразен с точки зрения государства;

в) дать предварительные оценки влияния стройсберкасс на уровень обеспечения населения жильем, рост строительства, увеличение объема банковских кредитов.

Модельная теория ссудно-сберегательных институтов находится в начальной стадии развития. Первое теоретическое исследование было предпринято в Besley et al (1993, 1994). Авторы изучают простейшую форму ССИ – ликвидируемый кооператив (Rosca). Сравниваются три формы распределения кредита, которые могут быть доступны участникам. Первая предусматривает случайный выбор участника, получающего неделимый товар, вторая – аукцион и третья – выдачу кредита по равновесной ставке процента. Предполагается, что все участники одинаковы. В этом случае ни случайный выбор, ни аукцион не являются эффективными механизмами, причем второй механизм всегда хуже первого. Поскольку из-за неделимости товара допустимое множество оказывается невыпуклым, рандомизация, обеспечиваемая случайным выбором участника, является предпочтительной. Механизм кредитного рынка, конечно, Парето-эффективен *ex post*, хотя возможны ситуации, когда ожидаемая полезность участника выше при случайном механизме.

Если бы члены ССИ были способны непрерывно обмениваться деньгами по ставке процента, учитывающей потери от более позднего потребления неделимого блага, то на гипотетическом кредитном рынке благосостояние участников было бы выше за счет уменьшающихся во времени взносов тех, кто еще не получил кредит. Однако совершенно не ясно как на практике можно организовать кредитный рынок для относительно небольшого числа разнородных участников, взаимодействующих на ограниченном отрезке времени.

В статье Шолтена (Scholten, 2000) моделируется более сложный ссудно-сберегательный институт – стройсберкассы. Модель учитывает, что участники вступают в стройсберкассу в разное время. В зависимости от темпа притока новых участников в работе ССК может возникнуть избыток или дефицит кредитных ресурсов. Баланс межпериодного бюджета ССК достигается, во-первых, за счет вложений и займов на рынке капитала и, во-вторых, за счет подходящего изменения срока ожидания займа. В работе показано, что если начальный избыток был бы вложен на рынке капитала и затем распределен равномерно на все поколения, то доходность на единицу вложенного в ССК капитала была бы равна рыночному проценту. Но ССК склонны тратить его на сокращение периода ожидания первого поколения вкладчиков. Поэтому у остальных поколений срок ожидания растет, а доходность падает ниже рыночной.

Модель Шолтена не учитывает наличие маржи на рынке кредита. Между тем, основное преимущество стройсберкасс состоит как раз в возможности поддерживать меньшую (по сравнению с рынком) разницу между процентами по кредитам и депозитам в условиях несовершенства экономических институтов. Таким образом, Шолтен еще раз показал, что при нулевых транзакционных издержках в стройсберкассах нет необходимости.

Впрочем, этот вывод не вполне справедлив. В работе Plaut, Plaut (2004) сделана попытка выяснить причину, по которой стройсберкассы могут быть выгодны по сравнению с банками даже при совершенном кредитном рынке. Авторы обращают внимание на то, что при случайном доходе потребителя постоянство ставки по кредиту и гарантии выдачи вклада после периода накопления в ССК создают эффект хеджирования.

Как следует из приведенного обзора, ни одна из известных моделей не позволяет ответить на важнейшие для нас вопросы: какой из институтов жилищного кредитования наиболее эффективен в современных российских условиях для массового потребителя и какой из каналов субсидирования более целесообразен с точки зрения государства?

Этой цели служит предлагаемая ниже модель.

### ***2.1. Сравнение эффективности стройсберкасс и банковской ипотеки: описание модели***

Предполагается, что потребитель максимизирует сумму денежных средств для покупки жилья в рамках имеющихся у него возможностей, выбирая между участием в стройсберкассе (ССК) или банковской ипотеке. В рамках каждого института он получает эквивалентную сумму государственных субсидий. Соотношение площади квартир, доступных потребителю в ССК и в банке, рассматривается как показатель относительной эффективности ССК. При сопоставлении все параметры функционирования институтов принимаются одинаковыми за исключением кредитного спреда и срока кредита. Практика показывает, что, благодаря пониженному риску, в стройсберкассах спред существенно меньше, а срок кредита в неблагоприятной институциональной обстановке несколько больше, чем в банковской ипотеке.

Модель не учитывает дополнительные выгоды от позитивных экстерналий, порождаемых стройсберкассами в несовершенной институциональной среде.

Модель основана на следующих главных предположениях.

1) Домохозяйство и распределяет свои сбережения между ССК и счетом в банке так, чтобы максимизировать площадь покупаемой квартиры. Транзакционные издержки, связанные с подбором квартиры, оформлением и страхованием сделки, не учитываются. Предполагается, что домохозяйство нейтрально к риску.

2) Депозитный платеж, осуществляемый членом домохозяйством в начале каждого года накопительного периода, пропорционален его доходу; доход растет постоянным темпом.



3) Премия на сбережения в ССК пропорциональна сбережениям в истекшем году, но не превосходит установленного предела. Этот предел растет постоянным темпом, не превосходящим темпа роста доходов.

4) ССК предоставляет своему члену кредит, равный сумме на его счету в конце накопительного периода; дополнительный кредит предоставляется банком.

5) Периоды накопления в ССК и в банке одинаковы. Приток новых вкладчиков в ССК достаточно высок, так что выполнившие условия накопления сразу же получают заем.

6) Субсидия на первоначальный взнос в банке равна приведенной стоимости потока ежегодных премий в ССК.

7) Начальные сбережения не учитываются.

Включить начальные сбережения в модель было бы несложно. Однако их фактический учет затруднен: сбережения в банках малы для всех доходных групп, кроме десятой, а данные о сбережениях «в чулке» не надежны. Впрочем, начальные сбережения, скорей всего, не оказали бы существенного влияния на результаты сравнения.

Предположения 5) и 6) введены для того, чтобы обеспечить сравнимость рассматриваемых ипотечных схем. Предположения 3), 4) соответствуют типичному механизму работы ССК за исключением допущения о росте предела премии на сбережения. Из 3) и 2) следует, что фактически выплачиваемая премия на сбережения также должна расти. Предлагаемая модификация кажется обоснованной в российских условиях, когда и цены на жилье, и средние цены потребительских благ, и доходы населения, и бюджетные доходы растут достаточно быстро<sup>23</sup>. Темп роста предела премии на сбережения должен выбираться так, чтобы учитывать инфляцию и не допускать значительного роста объема премии на одного члена ССК в реальном выражении.

Введем следующие обозначения:

$X_{ССК}$  ( $X_{БАНК}$ ) – максимальная стоимость квартиры в начале периода накопления, которую может купить семья, принадлежащая рассматриваемой доходной группе населения в стройсберкассе (в банке). Цена квадратного метра в начале периода накопления одинакова для обоих институтов и растет с одинаковым темпом;  $r_d$  – ставка депозита в ССК;  $r_c$  – ставка по кредиту в ССК;  $e$  – ставка по кредиту в банке для члена ССК;  $R_d$  – ставка по депозиту в банке;  $R_c$  – ставка по кредиту в банке;  $n$  – срок накопления начального взноса (одинаковый для банка и ССК);  $m$  – срок кредита в ССК;  $l$  – срок кредита в банке;  $\pi$  – темп роста цен на жилье в течение срока накопления;  $\gamma$  – темп роста доходов в течение срока накопления;  $\rho$  – дисконтная ставка для бюджета;  $i$  – индекс инфляции для расходов бюджета;  $\alpha$  – минимальный первоначальный взнос в долях стоимости квартиры;  $\mu$  – ставка премии на ежегодные сбережения в ССК;  $\delta$  – эквивалентная субсидия в банке;  $h$  – начальный взнос (в начале 6 года) в ССК;  $H$  – начальный взнос (в начале 6 года) в банк;  $a$  – накопительный платеж в ССК в первый год;  $b$  – кредитный платеж в ССК;  $g$  – кредитный платеж семьи-члена ССК в банк;

<sup>23</sup> В России цены на жилье росли в 2004 г. среднем темпом 18,5%. В то же время доход домашних хозяйств рос более высоким темпом. В 2004 г. темп роста доходов наиболее богатой 10-ой группы достиг 42,4%, 9-й – 25%, 1–8-й групп – 19–23%.

$A$  – накопительный платеж в банк в первый год;  $B$  – кредитный платеж в банк;  $A_{max}$  – размер ежегодных сбережений семьи.

### 2.1.1. Модель финансирования в стройсберкассе

#### **А. Накопление в ССК.**

Для простоты предполагаем, что семья – член стройсберкассы производит платежи пять раз в начале каждого из пяти лет ( $n = 5$ )<sup>24</sup>. Платежи увеличиваются пропорционально доходу, который растет постоянным темпом. Премия начисляется на сумму взносов, пролежавших год, и соответствующих процентных выплат<sup>25</sup>. Таким образом, процесс накопления первоначального взноса  $h$  длится  $n$  лет.

Первоначальный взнос  $h$  является суммой двух слагаемых: к величине  $h_0$ , лежащей на счету к концу  $n$ -го года, добавляется  $(n + 1)$ -й платеж, на который проценты и премия не начисляются.

Пусть  $a$  – вклад на депозит (накопительный платеж) в ССК в начале первого года (в нулевой момент времени). Платеж  $a$  не должен превосходить начальных ежегодных сбережений семьи  $A_{max}$ .

$$a \leq A_{max} \cdot \quad (1)$$

Считаем, что платеж и сбережения растут тем же темпом, что и доход, так что (1) обеспечивает допустимость вкладов во все последующие моменты времени. Все сбережения тратятся на покупку квартиры. Но часть их может вкладываться не на депозит в ССК, а в банк. Если сбережения члена стройсберкассы таковы, что  $\mu A_{max} \leq M$ , то ему выгодно все их вкладывать на депозит в ССК, чтобы получать максимальную премию<sup>26</sup>. Если же  $\mu A_{max} > M$ , то следует разделить сбережения. В ССК нужно вкладывать  $M / \mu$ , чтобы получать максимальную премию; остальные средства целесообразно направлять на банковский счет, полу-

---

<sup>24</sup> На практике члены ССК обязаны делать ежемесячные вложения.

<sup>25</sup> На практике государство предпочитает выдавать премии по окончании года. При этом вкладчикам становится выгодным вносить крупные платежи в конце года, извлекая максимальную доходность от премии и процентов. Стройсберкассy стараются не допустить этого, поэтому стандартный контракт предусматривает минимальные ежемесячные взносы (обычно 0,4-0,6% от суммы договора). Превышение платежа часто запрещено, а пропуск нескольких взносов может привести к исключению из ССК. По окончании календарного года вкладчик подает заявление на получение ежегодной премии. Поскольку эта процедура занимает до 2 месяцев, то премия рассчитывается уже исходя из суммы взносов и соответствующих годовых процентных выплат. Это несколько увеличивает размер госрасходов, которые зависят уже не только от взносов, но и от процентов. Кроме того, начисление премии на сумму платежей, пролежавших разное время, повышает эффективную ставку доходности вклада. В нашей модели последний эффект отсутствует, поскольку в ней ежемесячные взносы заменены ежегодными. Доходность пятилетних сбережений повышается с каждым годом, поскольку сокращается период хранения отдельных вкладов (Housing finance: key concepts (1998, Ch. III.5)).

<sup>26</sup> Выплата премии потребителю происходит, если он накапливал в течение  $n$  лет, не снимая средств со счета, вне зависимости от того, воспользуется ли он правом на кредит или нет. В наших расчетах предполагается, что 90% вкладчиков берут кредит. Премия на стройсбережения перечисляется вкладчику уже после первого года накопления. В последующие периоды вкладчику становится невыгодно прекращать взносы, поскольку он не только не получит будущие премии, но и потеряет уже «заработанные» выплаты. За счет промежуточных выплат премий средства на счете в ССК превышают сбережения, накапливаемые в банке вплоть до по-

чая рыночный процент, а затем использовать накопленную сумму в качестве компоненты начального взноса для сокращения бремени дополнительного банковского долга.

Величина первоначального взноса  $h$  задается выражением:

$$h = h_0 + A_{\max}(1 + \gamma)^n, \quad (2)$$

где  $h_0$  – сумма, накопленная в ССК и банке к моменту  $n$ . Второе слагаемое – сбережения в начале следующего за периодом накопления  $n + 1$ -го года (в момент получения кредитов и квартиры).

Сумма, накапливаемая членом ССК в ССК и банке, определяется формулой:

$$h_0 = [a(1 + \mu)S(\gamma, t, r_d)] + \left[ \frac{M(1 + \mu)}{\mu}(1 + \lambda)^{t+1}S(\lambda, n - t, r_d) + a(1 + \gamma)^{t+1}S(\gamma, n - t, R_d) - \frac{M(1 + \lambda)^{t+1}}{\mu}S(\lambda, n - t, R_d) \right]. \quad (3)$$

Здесь  $\mu a$  – годовая премия на взнос  $a$ ;  $\mu$  – коэффициент субсидирования;  $M$  – максимальная величина годовой премии в первый год;  $\gamma$  – темп роста доходов, а  $\lambda$  – темп роста максимальной годовой премии в периоде накопления;  $t$  – номер года, в котором полагающаяся члену ССК премия  $\mu a(1 + \gamma)^t$  достигает максимального предела  $M(1 + \lambda)^t$  с учетом роста обеих величин. Размер премии вычисляется по ставке  $\mu = 30\%$  от суммы ежегодного вклада, но не свыше некоторого абсолютного предела  $M(1 + \lambda)^t$  для момента времени  $t < n$ .

$$\text{Наконец, } S(\gamma, t, r_d) = (1 + r_d) \frac{(1 + \gamma)^t - (1 + r_d)^t}{\gamma - r_d},$$

$$S(\lambda, n - t, r_d) = (1 + r_d) \frac{(1 + \lambda)^{n-t} - (1 + r_d)^{n-t}}{\lambda - r_d},$$

$$S(\gamma, n - t, R_d) = (1 + R_d) \frac{(1 + \gamma)^{n-t} - (1 + R_d)^{n-t}}{\gamma - R_d},$$

$$S(\lambda, n - t, R_d) = (1 + R_d) \frac{(1 + \lambda)^{n-t} - (1 + R_d)^{n-t}}{\lambda - R_d}.$$

Выражение  $yS(\gamma, t, r_d)$  – это сумма денег, накапливаемая на счету за  $t$  лет, если взнос в нулевой момент равен  $y$ , последующие взносы растут с темпом  $\gamma$ , а ставка процента равна  $r_d$ .

Номер года, в котором премия  $\mu A_{\max}$  достигает максимального предела  $M$ , вычисляется по формуле:  $t = \log_{\frac{1+\gamma}{1+\lambda}} \frac{M}{\mu a(1 + r_d)}$ , причем значение  $t$  округляется до ближайшего целого

числа на отрезке от 1 до 5 (фактически  $t$  означает номер года, в котором полагающаяся участнику премия достигает максимального предела, с учетом объемов его начальных сбережений, темпов роста взносов и премии).

лучения субсидии. Поэтому процесс накопления вклада в ССК является психологически более привлекательным, чем в банке.

В последующих расчетах предполагается, что  $M$  не должна превышать 8350 руб., что соответствует 30% от максимального взноса потребителя из девятой доходной группы в первый год накопления (в качестве момента вступления в ССК мы принимаем декабрь 2004 г.).  $\lambda$  совпадает с темпом роста доходов девятой доходной группы. Тогда для этой группы  $\lambda = \gamma$ , а для групп с меньшими доходами  $\lambda > \gamma$  (согласно статистическим данным их доходы растут медленнее). Таким образом, при этих расчетных параметрах для всех доходных групп, кроме десятой (с максимальными доходами), имеет место первая стратегия накопления<sup>27</sup>.

Благодаря сделанным предположениям формула (3) для расчета суммы сбережений члена ССК приобретает следующий вид:

$$h_0 = A_{\max} (1 + \mu)(1 + r_d) \frac{(1 + \gamma)^n - (1 + r_d)^n}{\gamma - r_d}. \quad (4)$$

Начальный взнос должен быть не меньше доли  $\alpha$  стоимости квартиры с учетом роста ее цены (в наших расчетах  $\alpha = 0,4$ ); в противном случае кредит не будет предоставлен.

$$h \geq \alpha X (1 + \pi)^n. \quad (5)$$

### В. Кредит в ССК.

В конце года  $n$  член ССК получает кредит по льготной ставке  $r_c$  на  $m$  лет. Объем кредита равен накопленным в ССК и пролежавшим не менее года сбережениям  $h_0$ . Долг выплачивается равными взносами  $b$  (последний платеж в конце года  $n + m$ ) в счет погашения тела и процентов по кредиту. Сумма платежей должна равняться стоимости долга с учетом начисленных за  $m$  лет процентов. Поскольку ССК, как правило, применяют фиксированную ставку по кредиту и не учитывают будущий рост доходов заемщика<sup>28</sup>, получаем уравнение

$$b \frac{(1 + r_c)^m - 1}{r_c} = h_0 (1 + r_c)^m. \quad (6)$$

Отсюда следует формула аннуитетного платежа, выплачиваемого, начиная с конца  $n$  года, в течение  $m$  лет.

$$b = h_0 \frac{r_c}{1 - (1 + r_c)^{-m}}. \quad (7)$$

<sup>27</sup> В догоняющих экономиках государство не всегда способно финансировать рост премии в соответствии с ростом доходов населения. Возможен сценарий, при котором правительство фиксирует начальный размер годовой премии на весь период накопления (это означает нулевой темп роста  $\lambda$  начальной премии  $M$ ). Тогда часть доходных групп будет вынуждена использовать двойную стратегию накопления: хранить сбережения не только в ССК, но и в банке (вопрос об эффективности стройсберкасс при условии «плоской» премии в течение  $n$  лет рассматривается в разделе 2.4., пункт Е). В обоих случаях для типичного представителя десятой доходной группы участие в стройсберкассе, скорей всего, окажется невыгодным (см. раздел 2.4, пункт D).

<sup>28</sup> В принципе, для облегчения долгового бремени, кредитные выплаты могли бы увеличиваться по мере роста его дохода.

### С. Дополнительный кредит для члена ССК в банке.

Необходимый дополнительный кредит равен  $X(1+\pi)^n - h_0 - h$ . Он предоставляется по ставке  $e$ . Эта величина не превосходит рыночной (банковской) ставки, но может быть и несколько ниже ее, поскольку заемщик в данном случае уже продемонстрировал свою способность к регулярным сбережениям в течение достаточно длительного времени. Платеж по дополнительному кредиту  $g$  находится аналогично платежу по кредиту в ССК.

$$g = [X(1+\pi)^n - h_0 - h] \frac{e}{1 - (1+e)^{-l}}. \quad (8)$$

Сумма платежей в ССК и банке не должна превышать сбережений, которыми семья располагает в конце  $n+1$  года<sup>29</sup>. Учитывая, что они растут тем же темпом, что и доход, приходим к соотношению

$$b + g \leq b_{\max} = A_{\max} (1+\gamma)^{n+1}. \quad (9)$$

### Д. Расчет стоимости квартиры.

Итак, стоимость приобретаемой площади жилья  $X$ , которую может купить каждая группа, находится из описанной выше системы уравнений и неравенств.

Пусть  $\mu A_{\max} \leq M$ , тогда, как отмечалось выше, взнос в нулевой момент  $a = A_{\max}$ . Считая, что  $\lambda \geq \gamma$ , получим из (3) и (4)

$$h_0 = A_{\max} (1+\mu)(1+r_d) \frac{(1+\gamma)^n - (1+r_d)^n}{\gamma - r_d}. \quad (10)$$

Теперь первоначальный взнос  $h$  вычисляется из (2), ежегодный платеж  $b$  определяется из (7). Площадь приобретаемого жилья ограничена только неравенствами (5) и (9). Согласно нашему предположению, семья-член ССК покупает максимальную допустимую площадь, значит, ее стоимость в нулевой момент равна минимуму из двух величин, определяемых уравнениями

$$h = X\alpha(1+\pi)^n, \quad b + g = b_{\max} = A_{\max} (1+\gamma)^{n+1}.$$

Иными словами,

$$X_{ССК} = (1+\pi)^{-n} \min\{h/\alpha; h_0 + h + [A_{\max} (1+\gamma)^{n+1} - b][1 - (1+e)^{-l}]/e\}. \quad (11)$$

---

<sup>29</sup> Обычно банки при кредитовании ориентируются на доходы заемщика в момент выдачи кредита. Однако в данном случае банк может легко получить информацию от ССК о вероятном темпе роста доходов заемщика. Учитывая это, мы предполагаем, что банк исходит из его доходов через год после выдачи кредита, то есть в момент первого реального платежа по кредиту.

## 2.1.2. Модель банковской ипотеки

### **А. Эквивалентная субсидия в банке.**

В рамках банковской ипотеки заемщик должен выплатить начальный взнос  $H$ , который, как и в случае ССК должен быть не меньше доли  $\alpha$  стоимости квартиры с учетом роста ее цены.

$$H \geq X \alpha (1 + \pi)^n. \quad (12)$$

Начальный взнос включает сумму, накопленную заемщиком в банке  $H_0$ , и субсидию, пропорциональную минимально допустимой величине начального взноса (правой части (12)).

$$H = H_0 + \beta X \alpha (1 + \pi)^n, \quad (13)$$

где  $\beta$  коэффициент субсидирования первоначального взноса.

Способы субсидирования в банке и ССК различны. Премия в ССК выплачивается в конце каждого года  $n$  раз, а субсидия в банке выдается один раз в конце года  $n$ . Чтобы обеспечить корректность сопоставления, коэффициент субсидирования первоначального взноса выбирается так, чтобы величина субсидии начального взноса  $\beta X \alpha (1 + \pi)^n$  была с точки зрения затрат государственного бюджета эквивалентна потоку премий потребителю-члену ССК.

При суммировании разновременных субсидий необходимо выразить их в ценах одного года. С этой целью, строго говоря, следовало бы использовать индекс инфляции госрасходов, который нам неизвестен. Поэтому вместо него мы применяем индекс потребительских цен  $i$ .

Коэффициент субсидирования  $\beta$  найдем, приравняв приведенную реальную стоимость банковской субсидии и дисконтированную стоимость суммы ежегодных ССК-премий, дефлированных при помощи ИПЦ. Удобно ввести величину  $\delta = \alpha \beta$ , величину субсидии на рубль стоимости жилья. Эта величина вычисляется из уравнения

$$\mu \alpha (1 + r_d) \frac{\left( \frac{1 + \gamma}{(1 + \rho)(1 + i)} \right)^n - 1}{\frac{1 + \gamma}{(1 + \rho)(1 + i)} - 1} = \delta X_{\text{БАНК}} \frac{(1 + \pi)^n}{(1 + \rho)^{n-1} (1 + i)^{n-1}}.$$

(Здесь стоимости премий и субсидии приведены к моменту выдачи первой премии в ССК, то есть к концу первого года). Отсюда, считая  $a = A_{\text{max}}$ , имеем

$$\delta = \mu A_{\text{max}} (1 + r_d) \frac{(1 + \gamma)^n - (1 + \rho)^n (1 + i)^n}{X_{\text{БАНК}} (1 + \pi)^n [1 + \gamma - (1 + \rho)(1 + i)]}. \quad (14)$$

Легко проверить, что отношение  $A_{\text{max}}/X_{\text{БАНК}}$  не зависит от  $A_{\text{max}}$ . Поэтому  $\delta$  является функцией только одной характеристики доходных групп – темпов роста их доходов  $\gamma$ .

### **В. Накопление в банке.**

Считаем, что потребитель накапливает первоначальный взнос в течение  $n$  лет, так же как и в ССК. Это предположение необходимо нам, чтобы сравнение эффективности субсидий было корректным. При разных сроках накопления возник бы практически нерешаемый вопрос о денежном эквиваленте полезности квартиры для потребителя. Кроме того, предполагаем, что он вкладывает свои сбережения полностью. С учетом вложения в конце года  $n$  накопленная сумма равна

$$H_0 = A_{\max} \frac{(1+\gamma)^{n+1} - (1+R_d)^{n+1}}{\gamma - R_d}. \quad (15)$$

### **С. Кредит в банке.**

Потребителю потребуется кредит в размере стоимости квартиры, уменьшенной на начальный взнос, равный сумме его накоплений и субсидии:  $(1+\pi)^n X - H = (1+\pi)^n X - H_0 - \beta X \alpha (1+\pi)^n$ .

Платеж по кредиту  $B$  рассчитывается из уравнения

$$B \frac{(1+R_c)^l - 1}{(1+R_c) - 1} = (1+R_c)^l [(1+\pi)^n (1-\delta)X - H_0].$$

Получаем

$$B = [(1+\pi)^n (1-\delta)X - H_0] \frac{R_c}{1 - (1+R_c)^{-l}}. \quad (16)$$

Платеж является одинаковым для всего срока кредита и не должен превышать сбережения, которыми семья располагает в конце  $n + 1$  года.

$$B \leq A_{\max} (1+\gamma)^{n+1}. \quad (17)$$

### **Д. Расчет стоимости квартиры.**

Из (12) и (13) получаем условие на объем накопления

$$H_0 \geq (1-\beta)\alpha X (1+\pi)^n. \quad (18)$$

Из условий (16), (17), (18) найдем максимальную стоимость квартиры  $X_{\text{БАНК}}$ , доступную потребителю, пользующемуся банковской ипотекой.

$$X_{\text{БАНК}} = (1+\pi)^{-n} \min\{H_0 / (1-\beta)\alpha; (1-\delta)^{-1} [H_0 + A_{\max} (1+\gamma)^{n+1} (1 - (1+R_c)^{-l}) R_c^{-1}]\}.. \quad (19)$$

#### 2.1.3. Сравнение эффективности субсидий

В наших численных расчетах, приводимых ниже, критическими являются ограничения по кредиту, и минимум достигается на втором члене в фигурных скобках в формулах (11) и (19). Это означает, что в обеих схемах потребитель за  $n$  лет накапливает максимальный взнос и получает кредит, для оплаты которого в  $(n + 1)$ -й год требуются все его сбережения.

Подставим второе выражение для  $X_{\text{БАНК}}$  (19) в формулу (14) и, учитывая (15), найдем величину  $\delta$  субсидии на рубль стоимости жилья, выраженную в долях квартиры.

$$\delta = \frac{\mu I}{(1+\gamma)^{n+1} C_{\text{БАНК}}^{-1} + D_{\text{БАНК}} + \mu I}, \quad (20)$$

$$\text{где } I = (1+r_d) \frac{(1+\gamma)^n - (1+\rho)^n (1+i)^n}{1+\gamma - (1+\rho)(1+i)}, \quad D_{\text{БАНК}} = \frac{(1+\gamma)^{n+1} - (1+R_d)^{n+1}}{\gamma - R_d}, \quad C_{\text{БАНК}} = \frac{R_c}{1 - (1+R_c)^{-l}}.$$

Полученное  $\delta$  подставим во второй член уравнения (19) и получим формулу для расчета стоимости квартиры  $X_{\text{БАНК}}$ , выраженную через  $A_{\text{max}}$  и экзогенные параметры.

$$X_{\text{БАНК}} = A_{\text{max}} \frac{(1+\gamma)^{n+1} C_{\text{БАНК}}^{-1} + D_{\text{БАНК}} + \mu I}{(1+\pi)^n}. \quad (21)$$

Преобразуем второй член в формуле (11) и найдем  $X_{\text{ССК}}$ .

$$X_{\text{ССК}} = A_{\text{max}} \frac{(1+\mu)(2-G^{-1} \cdot C_{\text{ССК}})D_{\text{ССК}} + (1+\gamma)^n (1+G^{-1}(1+\gamma))}{(1+\pi)^n}, \quad (22)$$

где

$$D_{\text{ССК}} = S(\gamma, n, r_d) = (1+r_d) \frac{(1+\gamma)^n - (1+r_d)^n}{\gamma - r_d}, \quad C_{\text{ССК}} = \frac{r_c}{1 - (1+r_c)^{-m}}, \quad G = \frac{e}{1 - (1+e)^{-l}}.$$

Разделив  $X_{\text{ССК}}$  на  $X_{\text{БАНК}}$ , найдем, во сколько раз площадь квартиры, купленной потребителем посредством ССК, больше площади квартиры, доступной ему же при помощи банковской ипотеки при эквивалентных государственных субсидиях.

$$E = \frac{X_{\text{ССК}}}{X_{\text{БАНК}}} = \frac{(1+\mu)(2-G^{-1} \cdot C_{\text{ССК}})D_{\text{ССК}} + (1+\gamma)^n (1+G^{-1}(1+\gamma))}{(1+\gamma)^{n+1} C_{\text{БАНК}}^{-1} + D_{\text{БАНК}} + \mu I}. \quad (23)$$

Некоторые закономерности функции эффективности субсидий двух институтов  $E$  ( $r_d, r_c, e, R_d, R_c, n, m, l, \gamma, \mu, \rho, i$ ) легко следуют из полученной формулы.

Цены жилья и объемы сбережений  $A_{\text{max}}$  различных доходных групп не оказывают влияния на эффективность, если доходы групп, сбережения (взносы) и премия на стройсбережения растут одинаковым темпом  $\gamma$ .

Из формулы (23) также следует, что эффективность ССК не зависит от изменения темпа роста цен на жилье  $\pi$  в период накопления.

Используя (20), (21), нетрудно показать, что рост инфляции потребительских цен  $i$  увеличивает эквивалентную субсидию в банке, сокращая эффективность ССК. Впрочем, этот вывод получен без учета влияния инфляции на банковские процентные ставки. Эквивалентная субсидия, а, следовательно, и эффективность банковской ипотеки увеличивается и при росте ставки дисконта  $\rho$ , в этом случае относительная эффективность ССК снижается.



Очевидно, что чем выше депозитные и меньше кредитные ставки в ССК (меньше маржа), а также чем больше срок кредита, тем больше площадь покупаемого жилья. Это утверждение относится и к банку. Причем увеличение депозитной или снижение кредитной ставки в банке, ведет к снижению эквивалентной субсидии и, значит, к росту относительной эффективности ССК (это утверждение легко следует из (20)).

Рост ставки ССК-премии, казалось бы, не должен влиять на относительную эффективность институтов, поскольку потребитель в банке получает субсидию, эквивалентную сумме премий на стройсбережения. В действительности, дело обстоит сложнее. Повышение ставки ССК-премии  $\mu$  может увеличивать или уменьшать эффективность в зависимости от величины дисконта  $\rho$  и других параметров модели. Отметим, что в приводимых ниже расчетах (при «естественном» выборе параметров) с увеличением  $\mu$  относительная эффективность ССК растет.

Важное отличие ССК-премии от субсидии первоначального взноса состоит в том, что вторая жестко связана с покупкой жилья, а первая – нет. Если член ССК выполнил все требования по накоплению сбережений в течение накопительного срока, он вправе снять вклад вместе с премией, отказавшись от кредита. Таких членов ССК называют «друзьями вкладчиков». Небольшая доля «друзей вкладчиков» очень полезна для ССК, так как их сбережения способствуют финансовой стабильности ССК, являясь источником кредитования для тех, кто решит купить квартиру. Но слишком большое число «друзей вкладчиков» привело бы к неоправданным расходам бюджета. Приток «друзей вкладчиков» зависит от эффективной ставки доходности<sup>30</sup> стройсбережений  $j$ , которая определяется из уравнения

$$(1+j) \frac{(1+\gamma)^n - (1+j)^n}{\gamma - j} = (1+\mu)(1+r_d) \frac{(1+\gamma)^n - (1+r_d)^n}{\gamma - r_d}. \quad (24)$$

Желательно, чтобы эффективная ставка доходности была немногим больше банковской ставки по депозиту. Тогда можно рассчитывать на положительный, но не чрезмерный приток «друзей вкладчиков». В наших расчетах это условие выполняется.

Для расчетов показателя эффективности необходимо выбрать характерные для нынешней российской экономики значения темпов роста доходов и цен, а также уровень нормы сбережений. Этому вопросу посвящен следующий раздел.

---

<sup>30</sup> Под эффективной ставкой доходности понимается банковская ставка по депозиту, при которой накопления вкладчика без субсидии за срок накопления были бы равны его накоплениям в ССК, включая премию.

## 2.2. Доходы, сбережения и цены на жилье

Прежде всего, необходимо заметить, что на протяжении последних лет денежные доходы населения росли быстрее, чем цены на первичном рынке жилья; цены вторичного рынка обгоняли рост доходов лишь в 2001 г. (см. табл. 8–10).

Таблица 8

### Динамика номинальных доходов и средних цен на рынке жилья (на конец года)

	2000	2001	2002	2003
Среднедушевые номинальные денежные доходы, руб. в месяц	2290	3078	3972	5162
Средние цены первичного рынка, руб. за 1 кв. м.	8678,0	10567,4	12939,4	16320,1
Средние цены вторичного рынка, руб. за 1 кв. м.	6590,2	9072,4	11556,6	13967,0
Рост номинальных денежных доходов, к предыдущему году, %	133,6	128,6	125,9	126,5
Рост цен первичного рынка, к предыдущему году, %	113,1	125,1	122,5	118,8
Рост цен вторичного рынка, к предыдущему году, %	116,3	132,0	125,3	118,8

Источник: Жилищное хозяйство (2004, с. 196, 202).

Более того, в 2003 и 2004 гг. рост доходов всех доходных групп опережал цены жилищного рынка (табл. 9). Для всех групп темп роста номинальных денежных доходов в 4 квартале 2003 г. составил не менее 24,7% по отношению к 4 кварталу 2002 г. (строка 1), а через год то же соотношение достигало 20,1% (за исключением 6-ой группы; строка 2). Цены на первичном рынке жилья в 2003 г. выросли за тот же период на 18,8%, а в 2004 г. – на 18,5% (СЭП (2004, с. 148)).

В нашем базовом расчете темп роста цен на жилье на ближайшие пять лет принят равным 14% в год, а темп роста номинальных доходов – 16% в год. Последняя цифра представляется правдоподобной, по крайней мере, для 9 и 8 доходных групп, которые и могли бы составить начальный контингент членов ССК.

Потенциальные члены ССК будут предъявлять спрос, в основном, на жилье невысокого качества. Для 4 квартала 2004 г. в качестве такой цены можно принять 15,5 тыс. руб. за кв., цену вторичного рынка, несколько меньшую средней цены типового жилья на первичном рынке (табл. 10).

Заметим, что средняя фактическая себестоимость строительства одного метра общей жилой площади жилых домов составила в 4 кв. 2004 г. 9,8 тыс. руб. Строители могли бы переключиться на строительство относительно дешевого жилья при наличии массового платежеспособного спроса, который и должны обеспечить ССК. Шансы на успех нового сектора жилищного строительства повышаются при внедрении новых технологий массовой застройки и государственной поддержки строительных фирм (limited-profit housing associations) в обмен на их обязательство поддерживать достаточно низкие цены (Строительство доступного жилья в России (2005); Guidelines on social housing (2006); Social housing in Europe 2000 (2001)).

**Динамика среднедушевых денежных доходов и нормы сбережения домашних хозяйств по 10% доходным группам в 2002–2004 гг.**

№	Год	Первая	Вторая	Третья	Четвертая	Пятая	Шестая	Седьмая	Восьмая	Девятая	Десятая
Рост денежных доходов, в 4 кв. к 4 кв. предыдущего года, %											
1	2003	124,9	125,4	126,8	125,4	127,3	127,8	124,7	127,1	126,6	131,6
2	2004	122,9	124,6	123,2	123,0	120,1	118,4	124,0	124,7	126,9	144,1
Доля группы в привлеченных средствах и израсходованных сбережениях в 4 кв., (все домохозяйства = 100%)											
3	2002	1,7	1,8	2,4	2,2	3,1	3,7	4,7	3,7	6,9	69,8
4	2003	1,5	1,4	1,8	2,8	3,5	4,6	5,2	8,4	13,0	57,8
5	2004	1,1	1,1	1,6	2,3	3,2	4,7	5,8	7,6	11,4	61,2
Доля сбережений в денежном доходе в 4 кв.											
6	2002	12,6	13,4	14,1	14,2	14,0	14,7	15,2	14,7	15,1	27,2
7	2003	12,8	14,5	14,5	14,5	14,8	14,6	15,6	17,6	17,3	27,3
8	2004	13,2	14,5	15,3	14,8	15,1	16,2	15,9	19,5	21,7	37,5

*Источники:* Доходы, расходы и потребление домашних хозяйств (2004, с. 49, 53); Доходы, расходы и потребление домашних хозяйств (2005, с. 33, 37,38).

В настоящее время в России основная масса сбережений сосредоточена у наиболее богатой 10-й группы (табл. 9, строки 3–4). Так, в 2002–2004 гг. доля 10-й группы в совокупном объеме сбережений, расходуемых всеми домохозяйствами, варьировала от 61 до 69%. Доля следующей, 9-й группы достигала лишь 7–11%. Поэтому субсидиями на первоначальный взнос сможет воспользоваться лишь небольшой слой обеспеченных граждан, многие из которых способны купить жилье и без помощи государства. Подавляющему большинству населения прежде, чем взять кредит, необходимо копить нужную сумму течение длительного периода.

Склонность к сбережению у всех групп крайне низка (табл. 9, строки 6–8). Даже у сравнительно состоятельной 9-ой группы норма сбережений в 2002 г. составляла всего лишь 15%, а в 2004 г. – лишь 22%. Средняя норма сбережений равнялась в 2002 г. – 15,5%, в 2003 – 16,4%, и в 2004 г. – 18,4%. Эти показатели далеки от мировых стандартов, согласно которым выплаты по ипотечным кредитам достигают 30% в доходе потребителя.

Таблица 10

**Средние цены на строящееся жилье разных типов (в 4 квартале года)**

	2003	2004
Средняя себестоимость метра, тыс. руб.	8,5	9,8
Квартиры низкого качества на вторичном рынке, тыс. руб. за метр		15,5
Темп роста, % к предыдущему году	119,5	119,5
Типовые квартиры на первичном рынке, тыс. руб. за метр		18,1
Темп роста, % к предыдущему году	118,9	117,4
Квартиры улучшенной планировки на первичном рынке, тыс. руб. за метр		20,3
Темп роста, % к предыдущему году	115,9	121,2
Элитные квартиры на первичном рынке, тыс. руб. за метр		30,1
Темп роста, % к предыдущему году	127,7	113,7

*Источники:* СЭП (2004, с. 48); Строительство в России (2004, с. 148).

### 2.3. Параметры накопления, кредитования и субсидирования

В наших расчетах мы опираемся на такие условия накопления, кредитования и субсидирования, которые, с одной стороны, являются типичными для переходных экономик, а с другой, – обеспечивают сопоставимость двух схем кредитования. В табл. 11 приведены значения начального взноса, ставок по депозитам и кредитам, а также сроков кредитования, характерные для банковской ипотеки и стройсберкасс в Восточной Европе, России, а также Германии.

Согласно табл. 11, стандартный начальный взнос в банках составляет 40–60% от цены жилья в Восточной Европе и 40–50% в России. Отметим, что типичные параметры кредитования часто существенно отличаются от наиболее благоприятных условий, которые обычно объявляются рыночными агентами. Например, в 2000 г. минимальный начальный взнос среди польских кредитных учреждений равнялся 20% от цены квартиры, тогда как средний – 50–60%. (Merrill (2000, p. 11)). Размер первоначального взноса, предлагаемый сегодня в российских банках, может не превышать 10% от стоимости жилья. Однако на практике он значительно выше. Так, в портфеле АИЖК, который насчитывал около 15 тыс. закладных к марту 2005 г., средняя доля кредита в стоимости квартиры составляла 57,4%, то есть первоначальный взнос превышал 43% (Ежеквартальный отчет (2005, с. 27)).

Таблица 11

**Типичные параметры финансирования жилищных кредитов  
по схеме банковской ипотеки и стройсберкасс в Восточной Европе и России**

	Банк					Стройсберкасса				
	Ставка по депозиту, %	Ставка по кредиту, %	Спрэд, %	Срок кредита, лет	Начальный взнос, %	Ставка по депозиту, %	Ставка по кредиту, %	Спрэд, %	Срок кредита, лет	Начальный взнос, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Германия, 1995	3,9	7	3,1	23	33	2,5–3	4,5–5	2	11	25
1974	5,5	8,5	3	20	30–40	2,5–3	4,5–5	2	10–12	30
Чехия, 2001	2,9	7	4,1	15	30–50	3	6	3	8	28
Словакия, 2001	6,4	9	2,6	15	н/д	2–4,5	3–6	1–1,5	10–11	28
1996	10	16	6	15	40	3	6	3	10–11	28
Польша, 2001	11,8	19,9	8,1	7–15	40–60					
1996	16	27,6	11,6	6–8	50–60					
Россия, 2004	4,6	18	13,4	6-7	40-50					
2000	6,5	25	18,5	3-5	н/д					

*Источники:* Россия и страны мира (2004, с. 284-285); Косарева et al (2001, с. 96); Donner (2004); www.pss.sk; PAB-PCR&F (www.pab.waw.pl); Muckova (2001, p.9); Czech Republic. Country note. (2000, p. 7); Friedmann (2003, p. 7); Housing finance (1974, p. 39, 59); Deutsch, Tomann (1995, pp. 446, 458, 469, 451); Merrill (2000, pp. 11, 13); Ежеквартальный отчет (2005, с. 27); Scanlon, Whitehead (2004, p. 71); Полтерович et al (2005, с. 74); Diamond (1999, pp. 97, 114); Building on progress (1997, p. 34).

Ставки по депозитам в ССК на Западе и в Восточной Европе варьируют в пределах 2–4,5%, по кредитам – в пределах 4,5–6%. Эти ставки не зависят от инфляции. Маржа составляет от 1,5 до 3%. Срок накопления равен 4–8 лет, средний срок кредита выдается на 10–11 лет (значительная доля кредитов предназначается не для покупки, а для ремонта жилья). Максимальный объем кредита в Германии и Восточной Европе равен 100% накопленных сбережений (Deutsch, Tomann (1995, pp.469, 451)).

Заметим, что спрэды стройсберкасс остаются практически неизменными как в переходных, так и в развитых странах, поскольку опираются на жесткую связь между кредитами и планами сбережений. Эта особенность обеспечивает стройсберкассам преимущество над банками в условиях несовершенного кредитного рынка. Так, банковская маржа варьирует от 6 до 11%; эти цифры гораздо выше, чем в стройсберкассах. В Польше в 1996 г. максимальный срок кредита, заявленный банками, был 20 лет, тогда как эффективный срок с учетом досрочных погашений составлял 6–8 лет (Diamond (1999, p. 97)).

Объем субсидирования в ССК определяется премией на стройсбережения. В первые годы работы стройсберкасс размер премии достигал в Словакии 40% от ежегодных сбережений, в Венгрии – 40%, в Чехии – 25%. Впоследствии доля премии постепенно снижалась. В 1997 г. отношение ежегодного объема максимальной премии к средней месячной зарплате не превышало 70% в Венгрии, 60% – в Словакии и 53% в Чехии. В середине 1990-х гг. сумма премий на стройсбережения в странах Восточной Европы составляла 5–8% от стоимости средней квартиры (Diamond (1998, p. 15, 20, 26)). В 2005 г. в Словакии премия составляла всего 14,5% от ежегодного депозита, но не свыше 16% от среднего ежемесячного дохода; в Чехии – 15 и 21%, а в Венгрии (создавшей стройсберкассы значительно позже) – 30 и 39% соответственно (Geotz, Schneider (2005, p. 9)).

В Германии в 1952 г. изначально была установлена очень высокая максимальная премия в 25–35% от ежегодного депозита и 143% от средней месячной зарплате. При помощи значительной субсидии членам ССК немецкое правительство стимулировало массовый спрос на послевоенное жилищное строительство. В современной же Германии размер премии снижен до 8,8% от сбережений, а отношение премии к среднемесячному доходу составляет всего 3,5% в западной и 4,8% – в восточной части страны (Geotz, Schneider (2005, p. 9)).

Табл. 11 показывает, что параметры российской ипотеки значительно отстают от стран-соседей. Банковская маржа по ипотечным кредитам достигает 10–13,4%, а средний срок кредита не превышает 7–15 лет. По данным ЦБ, средневзвешенная ставка по депозитам физических лиц всех сроков составляла в декабре 2004 г. 4,6%, а кроме вкладов «до востребования» – 8,3% (Бюллетень банковской статистики (2005, с. 91)). В начале 2005 г. ставка рублевого кредита в российских банках-лидерах варьировала от 15% в Внешторгбанке и 16,75% в Фора-банке до 18% в Сбербанке ([www.rusipoteka.ru](http://www.rusipoteka.ru)).

Сроки кредита, объявляемые российскими банками-лидерами, обычно составляют 10–15 лет. Максимальный срок кредитования по государственной программе АИЖК достигает 27 лет. Но фактический срок может быть значительно меньше. По оценке АИЖК, средний срок кредитов в договорах, заключаемых его банками-партнерами с заемщиками, на апрель 2004 г. составил 14 лет, а в марте 2005 – 16 лет. Более того, в марте 2005 г. прогнозиру-

ется, что кредиты, выкупленные агентством, реально будут погашены в течение 6–7 лет (Ежеквартальные отчет (2005, с. 27)).

Выбор параметров стройсберкасс в расчетах, описанных в следующем разделе, основан на проведенном выше анализе.

## 2.4. Результаты расчетов

Для каждой децильной группы рассматривается репрезентативная семья из 2,8 человека с соответствующим средним доходом и склонностью к сбережению. Предполагается, что семья, состоящая из 2-х работающих членов, выбирает оптимальную стратегию накопления и заимствования в ССК и/или в банке, чтобы приобрести квартиру максимальной площади<sup>31</sup>. Начальные параметры близки к показателям 4-го квартала 2004 г. Мы берем фактическую норму сбережений и не учитываем накопления до вступления в ССК, теневые доходы, сбережения «в чулке». Учет этих источников увеличил бы возможности вкладчика. Не исключено также, что его склонность к накоплению будет расти под влиянием института ССК. С другой стороны, вряд ли он будет тратить все свои сбережения на приобретение квартиры. Таким образом, наш расчет является весьма ориентировочным. Однако, на наш взгляд, он ясно демонстрирует, что в нынешних условиях институт ССК и для государства, и для потребителя является более выгодным способом субсидирования основной массы населения при приобретении жилья.

В приводимых ниже численных расчетах мы устанавливаем предельную сумму ежегодной субсидии на уровне максимального размера премии для 9 группы, то есть  $M = 0,3 A^9_{\max} = 16688$  руб. на два контракта (считаем, что в семье работают двое). В этом случае 9-я группа и все группы ниже 9-й могут на весь объем имеющихся сбережений получить полную премию в размере 30% от ежегодного взноса<sup>32</sup>.

Начальная цена жилья принята равной 15,5 тыс. руб. за кв. м. Предполагается, что темп инфляции будет равняться 10% годовых в течение пяти лет накопления начального взноса. Темп роста цен на жильё принимаем равным 14% в год, а темп роста номинальных денежных доходов – 16%. Депозитная ставка в ССК равна 2%, а кредитная – 5%. На ежегодные взносы в ССК начисляется субсидия в размере 30%, но не свыше 8350 рублей на сбере-

---

<sup>31</sup> В современных западных ССК ок. 40% кредитов стройсберкасс выдается на ремонт. Поскольку мы пытаемся бюджетными премиями стимулировать спрос на жильё, то вначале следует ограничить использование кредита покупкой жилья (на первичном и вторичном рынках). В дальнейшем по мере роста обеспеченности населения жильем, повышения финансовых возможностей государства и увеличения доступности банковской ипотеки следует расширить специализацию стройсберкасс и разрешить им финансирование ремонта и модернизации квартир, обслуживание не только физических лиц, но и товариществ собственников жилья. Рациональность поэтапного расширения государственной поддержки на дополнительные операции, которые способны эффективно выполнять стройсберкасс, подтверждается историей их функционирования в послевоенной Германии и отчасти в Восточной Европе.

<sup>32</sup> Формула (4) определяет размер премии, которая начисляется первый раз в конце первого года. В последующие годы она растет вместе с ростом ежегодного взноса и, по сути, служит для компенсации роста цен на жильё. При темпе роста цен на жильё 14% в год и инфляции бюджетных доходов 10% объем субсидий не будет расти по отношению к бюджету, если расходы в реальном выражении будут увеличиваться темпом 4% или более.

жения одного лица. Мы предполагаем, что в дальнейшем размер максимальной премии растет тем же темпом, что и доходы. Эта модификация механизма субсидирования сбережений кажется вполне естественной в условиях значительной инфляции. Депозитная ставка в банке равна 8%, кредитная – 16%; срок кредита в банке и ССК равен 10 годам.

ССК предоставляет своему члену кредит, равный сумме на его счету в конце накопительного периода; дополнительный кредит предоставляется банком. В наших расчетах доля дополнительного кредита в банке, необходимого члену ССК, достигает 20% цены жилья. Сумма премий в ССК достигает 7,7% от стоимости квартиры, а эквивалентная субсидия в банке составляет 26% от минимального начального взноса, равного 40% цены жилья. Таким образом, субсидия составит 10,4% стоимости квартиры.

Норму дисконта  $\rho$  для исчисления эквивалентной субсидии первоначального взноса можно выбрать из следующих соображений. Предположим, что банк работает в точности по тем же ставкам на депозиты и кредиты, что и ССК. Подберем  $\rho$  так, чтобы потребитель мог приобрести в банке такую же площадь, что и в ССК. Эта величина является кандидатом на роль ставки дисконта. При наших базовых условиях она равна 0,02. На самом деле, она должна быть меньше, поскольку ССК обладают экстернальным эффектом.

Оказывается, что при выбранных параметрах покупка квартиры потребует от семьи из 9 доходной группы платежей в размере 2320 руб. в месяц на одного работающего человека. Выбрав ССК, семья сможет купить 50,0 кв. м, тогда как в банке – 46,6 кв.м. Таким образом, ССК оказывается эффективнее банковской ипотеки на 7,4%.

В наших расчетах мы считаем, что доходы всех групп растут одинаковым темпом 16% в год. Как показывает таблица 7, это предположение не является чрезмерно оптимистичным. Из равенства темпов роста следует, что все группы получают единую ставку премии  $\mu$  и долю эквивалентной субсидии  $\delta$  в стоимости приобретаемой квартиры. Возможности семей из разных доходных групп по покупке жилья приведены в таблице 12.

Таблица 12

**Результаты расчетов эффективности стройсберкасс**

Номер доходной группы	Норма сбережения в денежном доходе в 4 кв. 2004 г., %	Сбережения, руб. в год	Покупка жилья		Эффективность ССК		Доходность вклада в ССК, %
			В ССК, кв.м	В банке, кв.м.	при марже в банке 8% и сроке 10 лет, % (4-5/5)	при марже в банке 10% и сроке 7 лет, %	
1	2	3	4	5	6	7	8
Девятая	21,7	55 628	50,0	46,5	7,41	13,78	11,9
Восьмая	19,5	39 907	35,9	33,4	7,41	13,78	11,9
Седьмая	15,9	25 828	23,2	21,6	7,41	13,78	11,9
Шестая	16,2	20 469	18,4	17,1	7,41	13,78	11,9
Пятая	15,1	15 607	14	13,1	7,41	13,78	11,9
Четвертая	14,8	12 818	11,5	10,7	7,41	13,78	11,9
Третья	15,3	10 903	9,8	9,1	7,41	13,78	11,9
Вторая	14,5	8 302	7,5	7,0	7,41	13,78	11,9
Первая	13,2	4 949	4,5	4,1	7,41	13,78	11,9

На первый взгляд выигрыш в ССК не слишком велик. Стоит, однако, учесть, что наши расчеты отражают более мягкие параметры банковского кредитования, чем действующие рыночные условия. Ставка по ипотечным кредитам в банках, использующих собственные ресурсы и не прибегающих к перекрестному субсидированию ипотеки за счет иных видов бизнеса, составляла в начале 2005 г. не менее 18%. Банки предпочитают кредитовать тех заемщиков, которые способны досрочно погашать кредиты. Как мы отмечали выше, средний срок кредита в портфеле АИЖК, составляет 6–7 лет.

Если в расчетах учитываются действующие на сегодня условия (маржа банка 10%, срок кредита в банке 7 лет), то оказывается, что семья из 9 доходной группы сможет купить в ССК 47,7 кв. м., а в банке – лишь 41,9 кв.м. Эффективность стройсберкасс увеличится вдвое: результаты поддержки банковской ипотеки будут отставать от стройсберкасс на 14%.

Отметим, что модель, скорей всего, не полностью учитывает экстернальный эффект стройсберкасс в несовершенной институциональной среде.

#### **А. Влияние параметров на относительную эффективность ССК.**

Серия проведенных нами расчетов показателя эффективности при изменениях одного из аргументов функции *E* и базовых значениях остальных параметров позволяет сделать следующие заключения.

Рост инфляции сначала способствует повышению эффективности ССК, а затем приводит к ее снижению, но скорость падения невелика. В наших расчетах максимум эффективности ССК достигается при инфляции 7%. Рост дисконта бюджетных расходов также ведет к медленному снижению эффективности.

Наиболее сильными факторами изменения относительной эффективности ССК являются маржа и сроки кредитования. Именно эти показатели в большей степени отражают уровень общественного доверия, развитость массовой экономической культуры, риски институциональной среды, квалификацию персонала, масштабы спроса на кредиты. Влияние этих параметров особенно сильно во время становления кредитного рынка. При жестких условиях банковского кредита выигрыш потребителя в ССК при эквивалентных субсидиях достигается за счет того, что потери во время накопления с лихвой окупаются в период кредитования за счет значительной доли низкопроцентного и длительного ССК-займа в стоимости жилья.

Если банки кредитуют на короткие сроки (3–5 лет), то преимущество стройсберкасс, способных предложить более длительный срок кредита (10 лет), достигает 18–27%. Рост маржи в банке на 1 процентный пункт ведет почти к такому же сокращению его эффективности для потребителя по сравнению с ССК. Неэффективная работа ССК приводит к аналогичному результату, хотя, ССК имеет запас прочности: она полностью теряет свое преимущество лишь после того, как ее маржа превысит банковскую на 1 процентный пункт.

Рост депозитных ставок в ССК (при фиксированной марже 3%) сначала увеличивает эффективность, а после некоторого порога снижает ее. В наших расчетах оптимум достигается при депозитной ставке 4% и кредитной – 7%. Увеличение ставки премии при наших ус-



ловиях также оказывает положительное влияние. Однако вслед за увеличением депозитной ставки и премии возрастает доходность вклада в ССК и бюджетные расходы.

Эффективная ставка доходности становится выше депозитной ставки 8% в банке при ставке премии 20%; премия в 25% обеспечивает доходность равную 10,4%, а премия в 30% – 11,9%. Заметим, что премия выше 25% обеспечивает положительную доходность сбережений в ССК, компенсируя инфляцию в 10%. Между тем, прирост премии в пределах 25–35% не приносит значительного выигрыша в площади покупаемого жилья.

При коротких сроках накопления ССК проигрывает банку из-за более низкой ставки по депозиту. Потребители не в состоянии накопить достаточный взнос за квартиры, которые доступны им, исходя из кредитного ограничения. Семья из 9-ой группы способна максимально использовать свои возможности по заимствованию лишь после четырех лет накопления. Однако этого недостаточно для приобретения даже средней квартиры. Поэтому в ССК следует установить срок накопления 5 лет. Таким образом, в условиях начала 2005 г. сочетание периода накопления в 5 лет, депозитной ставки 2–3%, кредитной 5–6% и премии 25–30%, но не свыше 8350 в первый год, можно считать рациональными начальными параметрами российских стройсберкасс.

#### **В. Область эффективности.**

Казалось бы, сравнительно небольшое преимущество ССК перед банком должно исчезнуть при небольшом изменении параметров модели. Однако изучение области, в которой ССК относительно эффективнее, показывает, что она весьма широка и что для выравнивания эффективностей потребовалось бы затратить значительные государственные расходы. Так, в условиях базового варианта расчетов для достижения равенства площадей приобретаемых квартир требуется выполнить одно из следующих условий (при фиксированных прочих параметрах):

а) увеличить инфляцию потребительских цен до 25% в год. Площадь квартир, купленных в обоих институтах падает при этом до 39,6 кв.м.

б) увеличить дисконт для приведения бюджетных расходов с 0,02 до 0,306;

в) снизить маржу банка с 8 до 1%, то есть установить кредитную ставку на уровне 9%.

Тот же результат может быть достигнут при выделении дополнительной государственной субсидии на процентную ставку. В этом случае банковской ипотеке потребуется предоставить два вида субсидий одновременно.

Потеря лидерства ССК может произойти и при их неэффективной работе, если маржа в стройсберкассе вырастет с 3 до 9%.

г) увеличить субсидию в банке с 74,9 тыс. руб. до 128,4 тыс. руб. (в ценах 2004 г.), то есть в 1,72 раза (с 10,4 до 17,8% от стоимости квартиры);

Отметим, что эффективность ССК снижается до 1%, если срок кредита в банке увеличивается до 26 лет.

Естественно предположить, что по мере совершенствования институтов маржа и срок кредита в банке будут изменяться одновременно. Сегодня параметры ипотечного кре-

дитования в России близки тем, которые наблюдались в Польше в 1996 г. (см. табл. 8). Значит, скорость улучшения параметров банковской ипотеки в нашей стране (при отсутствии стройсберкасс) возможно будет подобна польской динамике, а именно: за шесть лет маржа в банке сократится на 30%, а реальный срок кредита вырастет до 11–13 лет. Приняв в наших расчетах банковскую маржу равной 7%, а срок кредита – 13 годам, получаем, что при неизменных прочих параметрах в 2010 г. эффективность стройсберкасс уменьшится до 3,5%. Если же инфляция снизится до 6% (кредитная ставка в банке тогда будет равна 11%), а ставка премии в ССК – до 20% в год, то преимущество стройсберкасс составит всего 2%.

Эти расчеты отнюдь не дают основания полагать, что стройсберкассы окажутся бесполезными через 5–6 лет, и поэтому сейчас не стоит заниматься их внедрением. Дело в том, что значительная часть населения России с низкими доходами, не имеющая кредитных историй, еще долго не будет иметь доступа к банковским кредитам. В настоящее время российские банки вынуждены проводить специальный отбор среди потенциальных заемщиков, поскольку их условия просто не рассчитаны на массового потребителя<sup>33</sup>. Следовательно, эффективность стройсберкасс для основных слоев населения еще много лет будет оставаться гораздо выше найденных значений.

При отказе от введения стройсберкасс подавляющее большая часть населения лишается дешевого способа приобретения кредитной истории, навыков сберегательного и долгового поведения, укрепления доверия к финансовым организациям и, в итоге, возможности «заработать» право на долгосрочные кредиты в коммерческих банках. В этом случае рынок ипотеки будет еще долго базироваться на кредитовании элиты, а массовое жилищное кредитование, отсутствующее уже 15 лет, не сможет появиться в течение еще нескольких десятилетий.

### **С. Влияние склонности к сбережению на спрос.**

Эмпирические исследования показывают, что регулярное накопление в ССК изменяет поведение потребителя, воспитывая привычку к сбережению (Housing finance: key concepts and terms (1998, p. 36)). Например, в Чехии к 2003 г. доля стройсбережений в ВВП возросла в 49 раз (до 4,9% от ВВП) на 7 году работы стройсберкасс. Вполне вероятно, что после внедрения института ССК в нашей стране, склонность к сбережению их членов также возрастет, что приведет к резкому повышению доступности жилья. Если норма сбережения 9-й группы увеличится с текущих 22 до 30%, то в условиях базового примера потребителю из этой группы будет доступно уже не 50, а 70 кв. м., если при этом вырастет также и премия. Рост нормы сбережения у 8-й группы с 19,5 до 30% позволит ей приобрести 55 кв. м вместо прежних 36 кв.м.

---

<sup>33</sup> Дмитрий Андреев, один из руководителей Санкт-Петербургского банка ОАО «Промышленно-строительный банк», отмечая рост интереса к ипотеке, сообщил, что в 2005 г. «до сделок доходит 1,5–2% обратившихся за кредитом, а в прошлом году этот показатель составлял 0,15%». По его словам, примерно половина потенциальных клиентов может купить квартиру и без кредита. «Просто они понимают, что гораздо выгоднее не вынимать средства из оборота и замещать их дорогими кредитами на ведение дела, а взять ипотечный кредит, ставки по которому более чем выгодны», – поясняет Дмитрий Андреев (по данным «Коммерсантъ-Санкт-Петербург» от 10.10.2005 г. и «Росбалт» от 07.10.2005 г., опубликованным на сайте [www.credits.ru](http://www.credits.ru)).

Кроме того, стройсберкассы способны привлечь значительную часть сбережений, находящихся на руках у населения. Клиентами стройсберкасс являются слои с низкими и средними доходами, которые часто не пользуются услугами банковской системы и потому их накопления находятся вне экономики.

### Е. Эффективность ССК при «плоской» премии.

В предшествующих расчетах мы предполагали, что государство способно ежегодно увеличивать размер премии в соответствии с ростом доходов или нормы сбережения вкладчиков стройсберкасс. Сохранится ли преимущество ССК над банками, если государство не будет индексировать начальный размер премии  $M$  в течение срока накопления (то есть ежегодный темп роста премии  $\lambda$  окажется равным нулю)?

Напомним, что в наших расчетах максимальная ежегодная премия не должна превышать 8350 руб., что соответствует 30% от взноса потребителя из девятой доходной группы в первый год накопления. В приведенных выше расчетах премия  $M$  и сбережения  $A_{\max}$  возрастали ежегодно с одинаковым темпом. В течение всего срока накопления для представителя каждой из девяти доходных групп выполнялось неравенство  $\mu A_{\max} \leq M$ . Поэтому члену стройсберкассы было выгодно все сбережения вкладывать на депозит в ССК, чтобы получать максимальную премию.

Введение «плоской» премии означает, что в определенный год сбережения некоторых доходных групп возрастут настолько, что выполнится неравенство  $\mu A_{\max} > M$ . Тогда члену ССК следует разделить сбережения. В ССК нужно вкладывать  $M/\mu$ , чтобы получать максимальную премию; остальные средства целесообразно направлять на банковский счет, получая рыночный процент, а затем использовать накопленную сумму в качестве компоненты начального взноса для сокращения бремени дополнительного банковского долга<sup>34</sup>. Номер года, в который премия  $\mu A_{\max}$  достигает максимального предела  $M$  вычисляется по формуле:

$t = \log_{1+\gamma} \frac{M}{\mu a(1+r_d)}$ . Напомним, что  $t$  может принимать лишь целые значения от 1 до 5.

При  $\lambda = 0$  формула (3) для расчета суммы сбережений члена ССК приобретает следующий вид:

$$h_0 = \left[ A_{\max} (1+\mu)(1+r_d) \frac{(1+\gamma)^t - (1+r_d)^t}{\gamma - r_d} \right] + \left[ \frac{M(1+\mu)}{\mu} (1+r_d) \frac{(1+r_d)^{n-t} - 1}{r_d} + A_{\max} (1+\gamma)^{t+1} (1+R_d) \frac{(1+\gamma)^{n-t} - (1+R_d)^{n-t}}{\gamma - R_d} - \frac{M}{\mu} (1+R_d) \frac{(1+R_d)^{n-t} - 1}{R_d} \right]. \quad (25)$$

<sup>34</sup> Запрет на внесение избыточных сбережений в ССК, чтобы увеличить льготный кредит. Поэтому избыток вносится в банки.

Субсидия в банке остается эквивалентной потоку премий в ССК, при этом формула (20) преобразуется следующим образом:

$$\delta = \frac{Q(A_{\max} \mu Y + M \cdot Z)}{A_{\max} (D_{\text{БАНК}} + (1 + \gamma)^{n+1} C_{\text{БАНК}}^{-1}) + Q(A_{\max} \mu Y + M \cdot Z)}, \quad (26)$$

$$\text{где } Q = (1 + \rho)^{n-t} (1 + i)^{n-t}, \quad Y = (1 + r_d) \frac{(1 + \gamma)^t - (1 + \rho)^t (1 + i)^t}{1 + \gamma - (1 + \rho)(1 + i)},$$

$$Z = \frac{1 - (1 + \rho)^{n-t} (1 + i)^{n-t}}{[1 - (1 + \rho)(1 + i)](1 + \rho)^{n-t} (1 + i)^{n-t}}.$$

Подставляя (26) во второй член уравнения (19), получим формулу для расчета стоимости квартиры  $X_{\text{БАНК}}$ . Затем преобразуем второй член в формуле (11) с учетом величины  $h_0$  из формулы (25) и найдем новое значение  $X_{\text{ССК}}$ . Разделив  $X_{\text{ССК}}$  на  $X_{\text{БАНК}}$ , получим показатель эффективности стройсберкасс  $E_{fp}$  при условии «плоской» премии на стройсбережения.

$$E_{fp} = \frac{X_{\text{ССК}}}{X_{\text{БАНК}}} = \frac{h_0 (2 - G^{-1} \cdot C_{\text{ССК}}) + A_{\max} (1 + \gamma)^n (1 + G^{-1} (1 + \gamma))}{A_{\max} ((1 + \gamma)^{n+1} C_{\text{БАНК}}^{-1} + D_{\text{БАНК}}) + Q(A_{\max} \mu Y + M \cdot Z)}. \quad (27)$$

Результаты расчета возможностей семей и эффективности ССК при базовых расчетных параметрах с учетом «плоской» премии и приведены в табл. 13.

Таблица 13

**Сравнение эффективности ССК в условиях возрастающей и «плоской» премии**

№ п/п	Номер доходной группы	Доля суммы премий в стоимости квартиры, %		Покупка жилья в ССК, кв.м		Эффективность ССК по отношению к банку, %		Доходность вклада в ССК, %	
		Растущая премия	«Плоская» премия	Растущая премия	«Плоская» премия	Растущая премия	«Плоская» премия	Растущая премия	«Плоская» премия
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>1</b>	<b>Девятая</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>50,0</b>	<b>47,6</b>	<b>7,41</b>	<b>4,91</b>	<b>11,9</b>	<b>10,9</b>
<b>2</b>	<b>Восьмая</b>	<b>7,7</b>	<b>7,1</b>	<b>35,9</b>	<b>35,3</b>	<b>7,41</b>	<b>6,50</b>	<b>11,9</b>	<b>11,4</b>
3	Седьмая	7,7	7,7	23,2	23,2	7,41	7,41	11,9	11,9
4	Шестая	7,7	7,7	18,4	18,4	7,41	7,41	11,9	11,9
5	Пятая	7,7	7,7	14,0	14,0	7,41	7,41	11,9	11,9
6	Четвертая	7,7	7,7	11,5	11,5	7,41	7,41	11,9	11,9
7	Третья	7,7	7,7	9,8	9,8	7,41	7,41	11,9	11,9
8	Вторая	7,7	7,7	7,5	7,5	7,41	7,41	11,9	11,9
9	Первая	7,7	7,7	4,5	4,5	7,41	7,41	11,9	11,9

Как видно из столбца 7, даже при ограничении темпа роста премии преимущество стройсберкасс над банковской ипотекой сохраняется. Причем для групп с низкими доходами это ограничение не имеет значения, поскольку они не достигают максимального предела премии в течение срока накопления.

Казалось бы, политика назначения «плоской» премии более эффективна, поскольку государство экономит выплаты за счет более обеспеченных групп населения, которые вынуждены больше накапливать и занимать в банковской системе (строки 1 и 2, столбцы 2 и 3). Однако на начальном этапе создания ССК занижение размера или темпа роста премии не является оправданным. Дело в том, что наибольшие потери несут 8 и 9 доходные группы, которые в современных условиях как раз и могли бы стать потенциальными участниками стройсберкасс. Так, если ранее семья из 9 доходной группы, участвуя в ССК, могла купить среднюю квартиру площадью 50 кв. м, то при «плоской» премии она приобретет лишь 47,6 кв. м (строка 1, столбец 5). Группы с низкими доходами, несмотря на получение премии в полном размере, не могут накопить достаточно средств для покупки квартиры.

Ограничение темпа роста премии может и не привести к ожидаемой экономии бюджетных ресурсов. Если заемщику не удастся за 5 лет накопить достаточно средств для приобретения средней квартиры, ему придется копить дольше. Значит, государство будет продолжать выплачивать премии. «Плоская» премия приводит к снижению доходности вклада в ССК (строки 1 и 2, столбец 9). Следовательно, приток новых участников замедляется. Проведенный анализ инструментов управления сберегательными стратегиями населения показывает, что внедрение системы стройсберкасс должно сопровождаться ежегодной индексацией премии в соответствии с темпом роста сбережений у групп со средними доходами. Через 5–10 лет можно увеличить период индексации или ввести «плоскую» премию, чтобы стимулировать переход потребителей к банковской ипотеке.

#### **Д. Смена получателей субсидий при росте доходов.**

Для наиболее богатой 10-й группы, участие в ССК не имеет смысла. Очевидно, что покупателю с высоким доходом легче доказать свою кредитоспособность; он располагает начальным взносом и согласен на более дорогой банковский кредит для немедленного приобретения жилья, а эффективная процентная ставка в ССК недостаточно высока, чтобы на длительный срок привлечь состоятельных потребителей в качестве «друзей вкладчиков».

Если бы все же они предпочли вступить в стройсберкасс, то благодаря ограничению максимального размера премии, доля дешевых ресурсов, получаемых представителем 10-й доходной группы в ССК, будет уменьшаться в общей стоимости накапливаемых средств. Выигрыш члена ССК из 10-й группы, максимизирующего площадь приобретаемой квартиры, составил бы всего 2,5% по сравнению с банковской ипотекой (142,9 кв. м. против 139,4 кв.м).

Однако, в отличие от других групп, состоятельным заемщикам нет необходимости накапливать первоначальный взнос, ожидая получения квартиры в течение 5 лет. Даже без предварительного накопления и дотации семья из 10 группы способна сразу приобрести квартиру размером 76,5 кв. м, используя для первоначального взноса лишь сбережения в нулевой мо-

мент времени (они составят 15% стоимости квартиры). Именно на этот сегмент покупателей ориентировано современное предложение банковских кредитов и строящихся квартир.

Таким образом, развитие системы ССК отнюдь не препятствует становлению других ипотечных институтов, таких как ипотечные банки или ипотечные программы универсальных банков, поскольку речь идет об обслуживании разных доходных групп. По мере роста благосостояния, повышения склонности к сбережению и становления других форм ипотеки масштаб государственной поддержки должен уменьшаться. Это позволит, с одной стороны, ускорить переход более обеспеченных групп населения к банковской ипотеке, а, с другой, распространить бюджетные премии на группы с низкими доходами, ранее не участвовавшие в ССК.

## ***2.5. Ответы на возражения против внедрения стройсберкасс***

В последнее время настойчиво высказывается мнение, что развитие ипотеки, в частности, стройсберкасс не имеет смысла, поскольку увеличение спроса попросту приведет к дальнейшему росту цен, а предложение жилья при этом не увеличится. Основной причиной считается высокая монополизация рынка жилья, в особенности монополия региональных властей на предоставление земли под строительство домов. Однако эта точка зрения является неосновательной.

Прежде всего, некорректна ссылка на монополизм. И теория и практика показывают, что монополист в ответ на повышение спроса обычно одновременно увеличивает и цены, и предложение товара. Главная причина роста цен состоит в том, что в нынешних российских условиях жилье выступает не только как предмет потребления, но и в качестве финансового актива. Спрос же на активы ведет себя принципиально иначе, нежели спрос на потребительские блага: он увеличивается с ускорением роста цен. Ожидание высокой окупаемости вложений позволяет продавцам и строителям поднимать цены на жилье и привлекать новых инвесторов. По данным сайта «Индикаторы рынка недвижимости»<sup>35</sup>, после 2002 г. на московском рынке доля инвесторов в объеме сделок резко возросла: в 2001 г. она составляла 4%, в 2002 – 10, в 2003 – 29, а в начале 2004 г. – 39%. Спекулятивный спрос сконцентрирован в наиболее доходном секторе новостроек и элитного жилья. Так, по данным директора Аналитического центра «МИЭЛЬ-Недвижимость» Г.М. Стерника, по сравнению с 2002 г. в 2003 г. объем продаж в новостройках Москвы вырос в 2,3 раза, в то время как на вторичном рынке – лишь в 1,3 раза. В столице в 2003 г. по отношению к 2002 г. темп прироста цен достиг 45%, тогда как в Московской области – лишь 34%. Масштабы спекулятивного спроса определяются ожиданиями риска дальнейших вложений в жилье, дифференциацией доходов населения и уровнем цен на нефть.

Можно предположить, что основная масса российского населения испытывает острую потребность в дешевом жилье, но спрос на него сравнительно мал, поскольку затруднен доступ к кредиту. Нынешний российский рынок ориентирован на наиболее состоятельную часть населения и не способен обслужить его основную массу. В 1990 г. средняя площадь

---

<sup>35</sup> См. [www.irm.ru](http://www.irm.ru)

построенной квартиры составляла 54,4 кв. м., а в 2002 – 85,3, в полтора раза больше. В 1990 г. только 7% построенных квартир имели четыре комнаты и более, а в 2002 г. их доля возросла до 17%. Почти в 2,5 раза увеличилась стоимость средней квартиры относительно среднего годового дохода. Причем в последние годы динамика покупок дорогого жилья определяется не столько потребностями имущего класса, сколько его стремлением использовать жилье в качестве высокодоходного актива.

При отсутствии спроса на дешевое жилье строители вынуждены стимулировать спекулятивный спрос, строя элитное жилье и увеличивая цены на него. А при быстром росте цен строить дешевое жилье невыгодно, а значит, не может проявиться и спрос на него.

Создание стройсберкасс означало бы возникновение стабильного спроса на недорогое жилье, предложение которого в настоящее время в России практически отсутствует. Члены ССК, как правило, избегают риска, склонны покупать готовое жилье, а их спрос весьма эластичен к повышению цены. Благодаря длительному сроку сбережения стройсберкасс фактически служат инструментом отбора потребителей, нацеленных на покупку квартир для проживания. Накопление значительных кредитных ресурсов в стройсберкассах побудит власти расширить предложение земли, облегчит банковское кредитование застройщиков и стимулирует строительство массового жилья<sup>36</sup>. Это приведет к оттоку спекулятивных денег с рынка недвижимости, смягчит последствия неизбежного кризиса и, скорее всего, будет способствовать сдерживанию роста цен. Данные за 2004 г. и первую половину 2005 г. свидетельствуют в пользу этого тезиса.

Не соответствует действительности и утверждение о том, что работа стройсберкасс возможна лишь в условиях очень низкой инфляции. Так, в Чехии, в момент старта ССК темп инфляции составлял 20,8%, в Словакии – 23%, а в Венгрии – 18,3%. Контракты ССК предусматривают ряд специальных механизмов адаптации к изменению цен, учитывающих, что ставки по депозитам и кредитам ниже рыночных и не зависят от темпов инфляции. В период накопления основным источником компенсации роста цен служит государственная премия на стройсбережения. Например, в Чехии эффективная ставка доходности по сбережениям (включая премию) в первый год введения ССК составляла 13%, в Словакии – 11%, в Венгрии – 18%. Эти ставки были на 1–2% выше годовых банковских ставок, но достигались лишь после шестилетнего срока накопления. В дальнейшем правительства этих стран регулировали размер премии по мере снижения инфляции. Для защиты от обесценения фиксированных выплат по выданным кредитам ССК используют прибыль от вложений «друзей вкладчиков», то есть тех, кто по окончании на-

---

<sup>36</sup> Чтобы увеличить доступность жилья, государство может заключить с застройщиками соглашение о предоставлении им дотаций в обмен на обязательство поддерживать низкие цены на жилье. Муниципалитеты могут предоставить дотации в виде земельных участков, не востребованных коммерческими (в настоящее время элитными) застройщиками. Обычно такие участки расположены в мало престижных районах и предназначены для граждан с низкими доходами. Федеральное правительство, со своей стороны, может субсидировать часть строительных затрат при помощи низкопроцентного займа. Как показывает опыт западных стран и переходных экономик, создание института некоммерческого (с низкой нормой прибыли, limited-profit housing association) строительства является важным элементом политики по обеспечению населения жильем (Social housing in Europe 2000 (2001)).

копления не приобретает жилье. Кроме того, общая сумма договора является гибкой, и член ССК во время накопления может изменять ее, ориентируясь на цены жилья.

Не выдерживает критики утверждение о том, что членство в стройсберкассах не выгодно заемщикам из-за краткосрочности предоставляемого кредита. Чем же тогда объяснить столь быстрый рост числа займов, выдаваемых стройсберкассами? Естественный ответ состоит в том, что многие члены стройсберкасс просто не имеют доступа к долгосрочным кредитам в ипотечных и коммерческих банках; право на такие кредиты они «зарабатывают» в стройсберкассах. Повторим, что относительно короткий срок кредита в современных восточноевропейских ССК может быть вызван тем, что ок. 40% кредитов стройсберкасс выдается на ремонт.

Утверждение о неизбежной финансовой нестабильности стройсберкасс, нуждающихся в постоянном притоке новых вкладчиков, также является несостоятельным. На начальной стадии развития стройсберкасс привлекают вначале растущий, а затем стабильный поток участников, поскольку большинство населения не способно пройти неценовой отбор в банковской системе. По мере роста благосостояния все новые и новые доходные группы населения (не участвовавшие ранее на рынке ипотеки) предпочитают обращаться вначале – в ССК, а затем и в банки за ипотечными кредитами. На более поздней стадии отток членов из ССК возможен в связи с улучшением условий на кредитном рынке. Поэтому после прохождения пика активности ССК (через 15–20 лет) следует предусмотреть меры, облегчающие их трансформацию в универсальные банки.

Через несколько лет после старта следует начать плавное снижение относительного размера премии на сбережения. Вместе с этим начнет снижаться доля средств, аккумулируемых участником ССК, в стоимости квартиры. Если в 1930-х годах в Германии стройсберкассы финансировали полную стоимость квартиры (50% составляли накопления и 50% – кредит), то в 1974 г. типичный член стройсберкасс получал в ССК 60% от цены жилья, в 1995 – 50%, а в настоящее время – около 30% (Deutsch, Tomann (1995, pp. 469, 451)).

По мере развития экономики ограничения в области привлечения внешних займов и в возможностях размещения стройсбережений постепенно снимаются. В Словакии с 1999 г. членами стройсберкасс, помимо физических лиц, разрешено становиться товариществам собственников жилья, которые также получают кредиты после выполнения сберегательных планов. В 2006 г. их доля таких операций была увеличена до 10% от объема всех контрактов. С 2003 г. были несколько расширены возможности словацких стройсберкасс по привлечению банковских депозитов (2% пассивов) и инвестиций в ценные бумаги (26% от активов) (Sramko (2004)). Кроме того, увеличивается доля кредитов на коммунальные цели, жилищный ремонт и микрокредиты, невыгодные крупным банкам. Процесс расширения сферы деятельности ССК наблюдается и в Германии. После 1989 г. немецким стройсберкассам разрешили привлекать небольшие внешние займы по рыночным ставкам, но только для финансирования промежуточных кредитов. В начале 1990-х гг. доля банковских кредитов и облигационных займов составила 14% пассивов.

По мере сближения сфер деятельности банков и стройсберкасс различия в их налоговом и банковском регулировании практически стираются. В Словакии норма обязательного резервирования для ССК в ЦБ до 2003 г. равнялась 3%, а после 2004 г. – 2%. Банковское регу-



лирование предусматривало резервирование 4-9% до 2002 г., после которого нормы также были снижены. Если в 1996 г. стройсберкассы вносили в Фонд страхования депозитов 50% от банковского ежегодного взноса, то к 2006 это соотношение достигло 100% (Sramko (2004)).

Как показывает история, подобные процессы трансформации стройсберкасс в Германии, где население относительно велико, занимают около 40 лет, а в небольшой по населению Словакии – около 20 лет.

Кроме того, связь между планами сбережений и условиями кредита может быть отменена, как это произошло в Великобритании и США. Стройсберкассы преобразуются в специализированные банки – **ссудно-сберегательные ассоциации**. Для того чтобы уменьшить издержки членов ССК, отмена субсидий и планов сбережений может быть частично компенсирована налоговыми льготами вкладчикам ссудно-сберегательных ассоциаций.

В заключение остановимся на предложении создать стройсберкассы в виде накопительных счетов в универсальных банках<sup>37</sup> (Lea, Renaud (1995); Пастухова, Рогожина (2002); Развитие рынков ИЖК в РФ (2003)).

Организация накопления в форме спецсчетов менее эффективна по сравнению со специализированными коллективными банками по ряду причин. Во-первых, в условиях несовершенного рынка капитала владелец спецсчета подвержен большим рискам в универсальном банке, нежели в специализированной ССК. Во-вторых, транзакционные издержки, порождаемые управлением планами накопления, контролем за поведением вкладчиков, необходимостью рейтингового распределения коллективных сбережений среди участников, а также сочетанием двух систем банковского регулирования в рамках универсального банка, окажутся гораздо выше, чем в специализированной стройсберкассе. В-третьих, стройсберкассы могут быть выгодными бизнесу только за счет массовости, поэтому распыление счетов во множестве банков снизит эффект экономии издержек на масштабе и увеличит риск финансовой неликвидности. Наконец, важный недостаток спецсчетов в том, что они опираются на индивидуальное накопление и не задействуют преимущество – сокращение сроков получения жилья.

Как мы отмечали выше, ссудно-сберегательные институты в виде спецсчетов в коммерческих банках были созданы в Польше в 1995 г., однако их результаты функционирования оказались незначительными.

В подавляющем большинстве стран мира внедрение стройсберкасс давало позитивный результат, причем ССК трансформировались по описанному выше сценарию. Имеются, однако, примеры неудачных попыток внедрения. Негативный опыт создания ССК наблюдался в Польше в 1997 г., в Аргентине в 1960-х, в Индии и Казахстане в 2001 г. К сожалению, мы располагаем лишь ограниченной информацией о проектах создания ССК в этих странах.

---

<sup>37</sup> Возражение против специализированных стройсберкасс вызвано тем, что они якобы нарушают конкуренцию в банковском секторе, снижая стимулы потребителей к получению рыночных кредитов и вызывая массовый отток вкладов из банковской системы. Однако, как было показано выше, ССК отнюдь не препятствует становлению банковского кредитования, поскольку эти институты обслуживают разные сегменты спроса. Аналогичная система стимулов складывается и на рынке депозитов. Возможно, после введения ССК будут наблюдаться временные переводы вкладов между ними и банками, однако, скорей всего, их объемы будут незначительными. Доходность вклада в стройсберкассе ненамного превышает банковскую, но достигается лишь после нескольких лет накопле-

Однако изучение подобного опыта заслуживает пристального внимания. Среди типичных ошибок, которые могут привести к неудаче, можно упомянуть следующие:

1. Неверное институциональное оформление, которое увеличивает транзакционные издержки функционирования специализированных коллективных сбережений. Примером служит попытка Польши разрешить универсальным банкам создать ССИ в виде индивидуальных накопительных счетов.

2. Несбалансированные тарифные планы участия.

3. Отсутствие рационально организованного государственного контроля. С одной стороны, слишком жесткое банковское и финансовое регулирование препятствует эффективному функционированию ССК (ошибки избыточного регулирования ЖНК в России рассмотрены в работе Полтерович, Старков (2005b)). С другой стороны, отсутствие профессионального контроля также может привести к кризису. Например, в Индии в стартовый период деятельности стройсберкассы не накапливали резервы для безнадежных долгов, а займы начали выдаваться слишком рано. В скором времени это привело к дефициту средств и краху ССК (The case for the Vauspar system (2001, p. 29)). Скорее всего, отсутствие надлежащего контроля со стороны финансовых служб было вызвано высокой коррупцией в Индии.

4. Недостаточные государственные премии на сбережения. Например, в Польше в 1995 г. вместо бюджетных премий на стройсбережения, государство предоставило вкладчикам налоговые льготы, невостребованные в условиях теневых отношений.

5. Избыточные альтернативные субсидии государства приобретателям жилья или получателям ипотечных кредитов. Субсидирование начального взноса, процентной ставки или бесплатное предоставление жилья неэффективны на ранней стадии развития ипотеки. Однако щедрые (хотя и невыполнимые) обещания государства могут подорвать стимулы населения к регулярным накоплениям в стройсберкассе. Мы предполагаем, что эта причина сдерживает потенциальных участников стройсберкассы в Казахстане.

6. Слишком быстрая инфляция. Темп инфляции более 30% в год, конечно же, затрудняет длительное накопление и выплату средств как в ССК, так и в банковской сфере. Вероятно, гиперинфляция в конце 1970-х гг. послужила причиной краха стройсберкасс в Аргентине после двадцати лет успешной работы. После стабилизации в 1997 г. Аргентина вновь планировала внедрить стройсберкассы (The case for the Vauspar system (2001, p. 29)).

В момент старта ССК рыночные ставки по кредитам составляли в Чехии 15%, в Словакии – 14%, в Венгрии – 27%. Для работы в неблагоприятных инфляционных условиях банками были разработаны специальные кредитные инструменты, позволяющие снизить бремя платежей в начале погашения долга, перенеся его на более поздний срок. Но даже и такие ставки банковского кредита оказались недоступными для большинства населения.

Для реализации успешного сценария развития стройсберкасс в России необходимо сочетание сбалансированных тарифных планов, выверенной государственной поддержки и продуманного контроля над функционированием специализированных стройсберкасс.

---

ния. Подчеркнем еще раз, что основную часть сбережений стройсберкассы привлекут у слоев со средними и низкими доходами, которые часто не пользуются услугами банковской системы.

## **2.6. Перспективы внедрения стройсберкасс**

В заключении мы попытаемся дать предварительные оценки влияния стройсберкасс (в случае принятия соответствующего закона и программы государственной поддержки) на уровень обеспечения населения жильем, повышение эффективности государственной поддержки ипотеки, рост строительства и увеличение объема банковских кредитов.

### **А. Перспективы для населения.**

При внедрении ССК приблизительно 9 – 11 млн семей имели бы сейчас достаточно средств для участия в ипотеке. Из них 10–15% предпочли бы банковскую ипотеку, остальные – ССК. Расчеты показывают, что в условиях 2003–2004 гг. наиболее состоятельным 5% населения кредиты не требуются вовсе; банковской ипотекой в принципе может воспользоваться лишь нижняя половина десятой доходной группы населения (5% населения)<sup>38</sup>, представителей этой группы членство в стройсберкассах не привлечет.

ССК являются более выгодным финансовым инструментом в условиях умеренной инфляции, высоких ставок по кредиту, высокой маржи и коротких сроков кредита в банке, а также высокого соотношения цены жилья к доходам. Потребитель с низкими доходами и низкой склонностью к сбережению предпочитает ССК, а не банковскую ипотеку.

Предположим, что максимальная премия на сбережения в стройсберкассе составит 8350 руб. на человека в первый год (30% от ежегодных сбережений представителя 9-й группы). Тогда семьи, принадлежащие девятой и восьмой доходной группе (около 10,4 млн семей), будут способны через пять – шесть лет накопления средств в стройсберкассах взять кредит и приобрести квартиры площадью около 50 кв. м. и 36 кв. м., соответственно. Если предположить, что каждый год вкладчиками стройсберкасс будут становиться 600 тыс. домохозяйств (лишь каждая семнадцатая семья) только из этих двух доходных групп, то через 5 лет работы ССК они будут обслуживать 5,7% всех домашних хозяйств.

Предположим, что 90% всех вкладчиков использует право на льготный кредит и половина из 540 тыс. домохозяйств, вступивших в первый год, предпочтет купить квартиру на первичном рынке<sup>39</sup>. Тогда через пять лет мы получим дополнительный спрос на новое жилье площадью около 11,6 млн кв. м. в год. Отметим, что число кредитов, ежегодно выдаваемых стройсберкассами, будет насчитывать примерно 1,1 млн, поскольку мы предполагаем, что в покупке квартиры участвуют 2 работающих члена семьи. Всего же каждые 5 лет возможностью приобрести квартиру на первичном или вторичном рынке воспользуется около 2,7 млн домохозяйств (или 5,2% семей). При этом государственные расходы для выплаты премии на стройсбережения достигнут на пятом году работы ССК около 0,25% ВВП в год<sup>40</sup>. Этот показатель лишь на 20%

<sup>38</sup> Фактически банковской ипотекой к 2006 г. воспользовались лишь около 170 тыс. домохозяйств, что составляет 0,3% семей (Казейкин (2006)).

<sup>39</sup> Заметим, что в 2004 г. было построено всего около 465 тыс. квартир общей площадью более 41 млн кв. м. Внедрение стройсберкасс может привлечь на первичный рынок дополнительно еще 270 тыс. семей каждый год.

<sup>40</sup> Отметим, что в пиковые годы Словакия и Чехия тратили на эти цели около 0,4 и 0,5% ВВП. В среднем же за 10 лет работы стройсберкасс в Словакии (с 1992 по 2002 гг.) расходы на выплаты премий составили 0,25% ВВП в год.

выше объема бюджетной поддержки ипотеки, запланированной в национальном проекте «Доступное жилье» (0,21% ВВП). Результативность же стройсберкасс существенно выше: выплата премий на стройсбережения способствуют обеспечению жильем в 4,5 раза больше семей, чем субсидирование ипотеки в рамках национального проекта (см. ниже пункт D).

Конечно же, стройсберкасс не решают жилищные проблемы для всего населения. Однако, помогая 8 и 9-й доходным группам приобрести новое жилье, они инициируют процесс улучшения жилищных условий для более низких групп. Представители 5, 6 и 7-й групп располагают достаточными средствами (см. табл. 12), чтобы, продав имеющиеся квартиры, приобрести жилье большей площади на вторичном рынке.

Наконец, потребители из 1–4-й доходных групп не смогут решить жилищную проблему без более существенной поддержки государства. Стройсберкасс не устраняют потребности в социальной ипотеке и бюджетном строительстве социального жилья. Возможно, совокупность программ государственной поддержки жилищного кредитования и строительства потребует бюджетных расходов в размере 1–1,5% ВВП. Однако, внедрение ССК позволит поэтапно, а, значит, и не столь болезненно сократить субсидии очередникам. Большая часть из них, скорей всего, постепенно предпочтет вступить в ССК, сокращая время ожидания квартиры до 5 лет.

В случае создания ССК по мере роста доходов все новые и новые слои населения обращались бы вначале – в ССК, а затем и в банки за ипотечными кредитами. Так на рынок ипотечных кредитов и на рынок жилья будут привлечены десятки миллионов граждан.

### **В. Перспективы для банков и строителей.**

В результате создания ССК спрос на банковские (дополнительные) кредиты для покупки жилья на первичном и вторичном рынках через 5 лет может составить около 79 млрд руб. (инфляция исключена). Напомним, что в 2004 г. было выдано 46 тыс. ипотечных кредитов, общим объемом 18 млрд рублей; в 2005 г. банки выдали около 100 тыс. ипотечных кредитов на сумму 53 млрд руб.

В результате работы стройсберкасс возникнет поток заемщиков с кредитными историями, что приведет к быстрому увеличению спроса на ипотечные кредиты по мере роста доходов.

Стройсберкасс создают легко прогнозируемый спрос на жилье. Это облегчит развитие строительных мощностей и получение строителями банковских кредитов.

### **С. Перспективы для жилищно-накопительных кооперативов.**

Внедрение стройсберкасс не препятствуют развитию ЖНК.

Кооперативная форма может оказаться востребованной сотрудниками крупных предприятий и учреждений, военнослужащими, жителями небольших городов (при поддержке городских властей).

Естественный путь развития ЖНК состоит в их преобразовании в стройсберкасс. При создании стройсберкасс необходимо сформировать систему государственного контроля

над ссудно-сберегательными институтами, улучшить качество управления коллективными сбережениями и связать получение премии с выполнением графика по накоплению (подробнее см. Полтерович, Старков (2005b)).

#### **Д. Повышение эффективности государственной поддержки ипотеки.**

В последнее время центральной задачей политики российского правительства по поддержке ипотеки является уже не поиск источников финансирования, а повышение эффективности бюджетных расходов. В 2005 г. правительство инициировало масштабный национальный проект «Доступное и комфортное жилье – гражданам России», призванный увеличить в 2006–2010 гг. бюджетную поддержку рынка ипотечных ценных бумаг и банковского кредитования за счет сокращения субсидий очередникам<sup>41</sup>. Выделение премий на сбережения вкладчикам стройсберкасс позволит существенно повысить результативность жилищной политики государства. Сравнению эффективности стратегий реформирования жилищного бюджета посвящена табл. 14.

---

<sup>41</sup> По данным Федеральной целевой программы «Жилище», положенной в основу проекта, в 2006–2010 гг. основным инструментом государственной политики станет увеличение финансирования программ Агентства по ипотечному жилищному кредитованию на 160,2 млрд руб.: 22,2 млрд руб. пойдут на увеличение уставного капитала агентства, еще 138 млрд руб. – на гарантии по долгосрочным кредитам. Благодаря этой поддержке агентство должно привлечь 182 млрд руб. средств частных инвесторов (ФЦП «Жилище» (2005, с. 35)). Если учесть, что средний размер кредита в АИЖК в начале 2006 г. был равен 430 тыс. руб., а размер первоначального взноса 324 тыс. руб. (43% от объема кредита), то выделенных средств будет достаточно для обеспечения кредитами 423 тыс. семей.

Другим направлением поддержки является предоставление субсидии на первоначальный взнос в размере от 35 до 40% стоимости приобретаемого в кредит жилья. На финансирование этой программы в 2006–2010 гг. будет направлено 66 млрд руб. (16,5 млрд руб. за счет федерального бюджета, и 49,5 млрд – за счет бюджетов регионов). При этом собственные и заемные средства граждан составят 99 млрд руб. Всего за 2006 – 2010 годы в рамках подпрограммы смогут улучшить жилищные условия 181,7 тыс. семей (ФЦП «Жилище» (2005, с. 33–34, Приложение №5)).

Третьим инструментом бюджетной поддержки является предоставление субсидии для приобретения социального жилья определенным категориям граждан. На это в 2006–2010 гг. предусмотрены расходы в размере 156,1 млрд рублей, что позволит выполнить государственные обязательства по обеспечению жильем 132,3 тыс. семей (ФЦП «Жилище» (2005, с. 39)).

**Сравнение эффективности бюджетных расходов на поддержку стройсберкасс  
и рыночной ипотеки в рамках национального проекта «Доступное жилье»**

№ п/п	Показатель	Проект «Доступное жилье» в 2006–2010 гг.	Стройсберкассы после стартового периода
1	Расходы и гарантии бюджета на поддержку ипотеки в год	76,5 млрд руб.; 0,35% ВВП <sup>a</sup>	76,5 млрд руб. 0,35% ВВП
2	Структура среднегодовой поддержки, млрд руб.:		
	Очередники	31,2	22,3
	Банковская ипотека и вторичный рынок	45,3	–
	Стройсберкассy	–	54,2 <sup>c</sup>
3	Объем привлечения частных средств на рубль бюджетной поддержки, руб.:		
	Очередники	0,97	<b>6,45</b>
	Очередники	0	0
	Банковская ипотека и вторичный рынок	1,85 <sup>b</sup>	–
	Стройсберкассy	–	12 <sup>d</sup>
4	Количество обеспеченных жильем семей в год всего, тыс., в т.ч.:		
	Очередники	147,5	<b>558,9</b>
	Очередники	26,5	18,9
	Банковская ипотека и вторичный рынок	121	–
	Стройсберкассy	–	540

a – для расчета принят ВВП в 2005 г. в объеме 21665 млрд руб. (СЭП (2005, с. 8));

b – сумма частных собственных и заемных средств отнесена к объему бюджетной поддержки.

c – для расчета приняты среднегодовые расходы бюджета на выплату премий на стройсбережения в Словакии за период с 1992 по 2002 гг., составившие 0,25% ВВП;

d – одна семья с средним аккумулирует для покупки жилья 614,6 тыс. руб. собственных и заемных средств при средней сумме премий 51,3 тыс. руб. в ценах 2004 г.

В нашем анализе мы ограничимся среднегодовым объемом поддержки, предложенным в национальном проекте – 0,35% от ВВП. Суммируя перечисленные выше программы проекта, получаем, что их ежегодный бюджет в среднем составит 76,5 млрд руб. За 5 лет количество семей, улучшивших жилищные условия в рамках поддержки вторичного рынка, банковской ипотеки и малоимущих групп, достигнет 737 тыс. домохозяйств (или 1,4% семей).

Эффект от внедрения стройсберкасс при том же объеме государственной поддержки в несколько раз превосходит плановые показатели проекта «Доступное жилье». Согласно нашим расчетам, каждые пять лет (после стартового периода) только стройсберкассами смогут воспользоваться 2,7 млн домохозяйств (или 5,2% семей), для чего в среднем потребуются расходовать не более 54,2 млрд руб. в год, что на 20% больше запланированного субсидирования рыночных институтов. Однако при этом поддержка ССК ежегодно способствует обеспечению жильем примерно в 4,5 раза больше семей, чем банковская ипотека и вторичный рынок закладных (540 тыс. семей вместо 121 тысячи).

Подчеркнем, что представленная оценка спроса на услуги стройсберкасс является минимальной, поскольку мы ориентировались на объемы выплаты премий, доступные в рамках бюджета национального проекта. В действительности, потребность в услугах ССК в

России, скорее всего, окажется выше найденного значения, принимая во внимание рост числа контрактов на приобретение жилья в стройсберкассах в Восточной Европе.

Кроме того, мы не учитывали начальные накопления вкладчиков и спрос со стороны тех групп потребителей, которые планируют улучшить жилищные условия за счет участия в стройсберкассах и продажи имеющихся у них квартир. Наконец, в нашем анализе не полностью учтены расходы региональных бюджетов, разработавших в последнее время собственные программы субсидирования первоначального взноса и процентной ставки банковских кредитов. В случае создания региональных стройсберкасс эти средства могут быть направлены на выплаты премий на стройсбережения.

Такой подход к решению проблемы жилья для населения со средними и низкими доходами гораздо эффективнее политики прямых дотаций, которую часто обвиняют в том, что она дестимулирует экономическую активность получателей дотаций. Переориентация средств федерального и местных бюджетов с программ индивидуальной помощи на поддержку вкладчиков стройсберкасс позволяет организовать процесс накопления, снизить долю бюджетных расходов в стоимости жилья и охватить значительно больший круг реципиентов. Сумма премий на стройсбережения в цене жилья составляет не более 7,7%, то есть объем привлекаемых частных ресурсов в 12 раз больше субсидии. В схеме национального проекта субсидия начального взноса в банке в размере 40% стоимости квартиры привлекает в 1,5 раза больше частных средств, а поддержка ценных бумаг – в 2 раза.

Как мы упоминали выше, российские банки вынуждены проводить специальный отбор среди потенциальных заемщиков. Из-за высоких рисков они ориентируются на клиентов с высокими доходами, способных на досрочное погашение кредита или внесение высокого первоначального взноса. Поэтому субсидиями, предусмотренными в национальном проекте, сможет воспользоваться лишь небольшой слой обеспеченных граждан, многие из которых способны купить жилье без помощи государства. Очевидно, что ССК обеспечивает более качественный отбор заемщиков благодаря длительному сроку накопления. Поэтому бюджетная поддержка будет сосредоточена на обслуживании семей со средними доходами.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данную работу можно рассматривать как часть исследовательской программы, нацеленной на разработку общей теории трансплантации. Видимо, это первое исследование, в котором систематически изучается проблема отбора заимствуемых институтов. В то же время мы ставили перед собой и более конкретную цель: предложить рациональную стратегию создания эффективного массового рынка ипотечного кредита в России. Под стратегией понималась программа построения последовательности промежуточных институтов, «соединяющей» рационально выбранный начальный институт-трансплантат с эффективным современным вариантом ипотеки.

Для решения этой задачи мы проанализировали эволюцию жилищных финансов в развитых странах, сравнили различные стратегии трансплантации в переходных экономиках и разработали модель для сопоставления двух наиболее перспективных кандидатов на трансплантацию: стройсберкасс и банковской ипотеки. Разные подходы приводят к одному и тому же заключению о том, что в России необходимо создавать стройсберкассы.

Суммируем представленные выше аргументы.

1. ССК – сравнительно простой институт; он предъявляет менее строгие требования к культурной и правовой среде по сравнению с передовыми ипотечными институтами,

2. В стране, где кредитный рынок весьма несовершенен, премия на сбережения является более эффективным методом субсидирования, нежели другие виды жилищных субсидий.

3. Стройсберкассы располагают встроенными механизмами преодоления недоверия между заемщиками и кредиторами в условиях слабой судебной системы и отсутствия кредитных историй. Благодаря этому они обеспечивают относительно дешевый способ ипотечного кредитования и способствуют совершенствованию массовой культуры сберегательно-долгового поведения.

4. Внедрение стройсберкасс оказывается выгодным не только населению, но и коммерческим банкам, и не препятствует развитию жилищно-накопительных кооперативов.

5. С учетом 3-его и 4-ого выводов, стройсберкассы облегчают институциональное становление более передовых форм ипотеки.

**Создание стройсберкасс – это не просто способ обеспечения населения жильем.**

**Это – масштабный совместный проект государства и частного сектора, направленный на улучшение массовой экономической культуры, создание кредитных историй и развитие всей кредитной системы.**

Для реализации предлагаемой стратегии требуются серьезные усилия. Необходимо разработать и принять Федеральный закон о строительно-сберегательных кассах, который учитывал бы российские политические и экономические реалии; разработать и внедрить соответствующую программу государственной поддержки, предусматривающую предоставление государственных премий на сбережения, а также налоговых и кредитных льгот участникам строительно-сберегательных касс и строительно-сберегательных кооперативов; создать государственный надзорный орган за деятельностью ссудно-сберегательных ипотечных ин-



ституты. Высшие функции по надзору и регулированию этих институтов должны быть возложены на Центральный банк Российской Федерации.

Следует иметь в виду, что по мере развития кредитного рынка роль стройсберкасс должна снижаться. Это может быть достигнуто при помощи постепенного сокращения премии на сбережения (начиная с определенного момента) и увеличения субсидий на первоначальный взнос в рамках банковской ипотеки. Однако без внедрения стройсберкасс сегодня развитие жилищного рынка в нашей стране будет гораздо более медленным, менее стабильным и чрезвычайно затратным.

В данной работе мы не рассматривали целый ряд вопросов, связанных с развитием ипотечного рынка. В настоящее время в России сосуществуют ипотечные институты разного уровня: ипотечные программы коммерческих банков, жилищно-накопительных кооперативов, государственное Агентство ипотечного жилищного кредитования. Очевидно, после введения ССК каждый институт должен будет сосредоточиться на обслуживании своего сегмента спроса. Роль и взаимодействие разных институтов должны быть изучены более детально.

Разработка подходящей технологии трансплантации – важная и интересная тема для будущего исследования. Сегодня мы наблюдаем сложную игру многих участников, включая банки, ЖНК, АИЖК, несколько министерств, две парламентские комиссии, Администрацию президента и международные донорские организации. Часть из них поддерживают создание стройсберкасс, а другие нет. Методы политической экономии могут помочь анализу данной игры и выработки эффективной технологии трансплантации.

Необходимо также разработать механизм, который обеспечивал бы использование сбережений на старте создания стройсберкасс, когда никто из вкладчиков еще не выполнил условия получения дешевого кредита.

Имеется ряд возможностей совершенствования предложенной выше модели; в частности, следовало бы учесть начальные сбережения, различия в темпах роста доходов доходных групп, колебания рыночных процентных ставок по депозиту и кредиту, региональные различия в доходах и ценах и возможность варьирования темпа роста максимальной премии на стройсбережения,

В современных условиях быстрого роста цен, государству, одновременно с введением стройсберкасс, возможно потребуются дополнительные меры по созданию нового сектора строительства относительно дешевого жилья. Исходной точкой для его построения может стать институт некоммерческого (с низкой нормой прибыли) строительства, который основан на предоставлении строительным организациям государственных дотаций в обмен на обязательство поддерживать низкие цены на жилье. Застройщики могли бы переключиться на строительство относительно дешевого жилья при наличии массового платежеспособного спроса, который и должны обеспечить ССК. В Западной Европе расцвет некоммерческого сектора жилищных застройщиков наблюдался в послевоенные десятилетия 1950-60-х гг., в переходных экономиках Восточной Европы программы государственной поддержки строительства социального жилья были учреждены в середине 1990-х гг. (Social housing in Europe 2000 (2001)). Изучение накопленного опыта и разработка стратегии вне-

дрения некоммерческой застройки в России является актуальной задачей совершенствования политики обеспечения населения жильем.

Задачи отбора эффективных трансплантатов и выработки стратегии промежуточных институтов возникают в рамках практически любой институциональной реформы, идет ли речь о реформе государственного управления, трансформации пенсионной системы или о преобразовании секторов образования и здравоохранения. Мы надеемся, что развитый подход может быть применен и для их решения. Уточнение соответствующей методологии является важным направлением дальнейших исследований.

## ЛИТЕРАТУРА

Бюллетень банковской статистики (2005). М: Центральный банк Российской Федерации. – №3 (142).

Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение (2005). М: Центральный банк Российской Федерации. – №1 (17).

Бюллетень банковской статистики. Региональное приложение (2006). М: Центральный банк Российской Федерации. – №1 (21).

Витковская В. (2006) Изменчивое будущее госипотеки.//Опубликовано на сайте [www.domik.net](http://www.domik.net) в рубрике «Финансы, ипотека, страхование», 20 марта.

Доходы, расходы и потребление домашних хозяйств в 4 кв. 2002-2003 г. (2004). М: ФСГС, май.

Доходы, расходы и потребление домашних хозяйств в 4 кв. 2004 г. (2005). М: ФСГС, апрель.

Ежеквартальный отчет. (2005). Открытое акционерное общество «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию». Код эмитента: 00739-А за I квартал 2005 г. ([www.ahml.ru](http://www.ahml.ru)).

Жилищное хозяйство и бытовое обслуживание населения в России (2004). Стат.сб./Росстат. – М. – с. 325.

Казейкин В.С. (2006) Пути повышения эффективности развития системы ипотечного кредитования в регионах России.// Доклад на Четвертой Всероссийской конференции «Ипотечное кредитование в России», Москва, 26 марта. Опубликован на сайте <http://www.rusipoteka.ru/news/action.htm>.

Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. (2001) Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования населения в России.// Вопросы экономики. – № 5. – с. 89-107.

Норт Д. (1997). Институты, институциональные изменения и функционирование экономики/ Пер. с англ. А.Н. Нестеренко; предисл. и научн. ред. Б.З. Мильнера. М.: Фонд экономической книги «Начала».

Олейник (2000). Институциональная экономика. М.: Инфра-М. – 416 с.

Опыт и проблемы развития ипотечного жилищного кредитования в регионах России (2004) / Под ред. Н.Н. Рогожиной.-М.: Фонд «Институт экономики города». – 128 с.

Основные показатели инвестиционной и строительной деятельности в РФ в 2005 г. (2005). М: ФСГС. – №1 (69).

Оценка масштабов и динамики изменения платежеспособного спроса на жилье и объемов жилищного строительства в России (2004). (Краткое изложение основных результатов и выводов). Фонд «Институт экономики города», Центр исследований Российской ассоциации маркетинга, Центр информации и экономических исследований в стройиндустрии, фонд экономических исследований «Центр развития», ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», ЗАО «АН САВА», М., март. – с. 48 [http://www.urbanecomomics.ru/texts.php?folder\\_id=80&mat\\_id=122&page\\_id=3316](http://www.urbanecomomics.ru/texts.php?folder_id=80&mat_id=122&page_id=3316)

Пастухова Н.С., Рогожина Н.Н. (2002). Зарубежный опыт жилищных сберегательных программ./ Рекомендации по использованию жилищных сберегательных программ в работе банков. – М.: Фонд «Институт экономики города». – 52 с.

Полтерович В.М. (1999). Институциональные ловушки и экономические реформы. //Экономика и математические методы. – Т. 35. – Вып.2. – с. 3-20.

Полтерович В.М. (2001). Трансплантация экономических институтов. //Экономическая наука современной России. – №3.

Полтерович В.М. (2006а). Стратегии институциональных реформ. Перспективные траектории.// Экономика и математические методы. – Т. 42. – Вып. 1. – с. 3-18.

Полтерович В.М. (2006б). Стратегии институциональных реформ. Китай и Россия.// Экономика и математические методы. – Т. 42. – Вып. 2. – с. 3-16.

Полтерович В.М., Старков О.Ю., Черных Е.В. (2005). Строительное общество: ипотечный институт для России. //Вопросы экономики. – № 1. – с. 63-86.

Полтерович В.М., Старков О.Ю. (2005а) Создание массовой ипотеки в России: проблема трансплантации.// С.-Пб.: НИИ Менеджмента СПбГУ. – Научные доклады №R2. – 67 с.

Полтерович В.М., Старков О.Ю. (2005б) Закон о жилищных накопительных кооперативах: неожиданные результаты.// Журнал «Имущественные отношения в РФ». – № 6 (45). – с. 43-54.

Развитие рынков ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации (2003). Заключительный отчет. //Документ подготовлен группой специалистов, включающей Эллиса П. (ECSIE), Гвиннера Б. (FINCF), Шикье Л. (OPD). Всемирный банк.

Результаты обследования ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации в 2001—2002 годах (2003).//Вестник Банка России. –№ 56 (708), 15 октября.

Российский статистический ежегодник (2004). Стат.сборник/Росстат. – М.

Российский статистический ежегодник (2005). Стат.сборник/Росстат. – М. – 817 с.

Россия и страны мира (2004).: Стат.сб./ Росстат. – М. – 361 с.

Секьюритизация в России: пути развития рынка и снижения стоимости заимствований (2005).//Доклад рабочей группы Международной финансовой корпорации. Департамент глобальных финансовых рынков. Март. ([www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization+in+Russia+Russian+2005/\\$FILE/Securitization1-Rus-Final.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization+in+Russia+Russian+2005/$FILE/Securitization1-Rus-Final.pdf))

Социально-экономическое положение (2004). М: ФСГС. – М. – №12.

Социально-экономическое положение (2005). М: ФСГС. – М. – №12.

Строительство в России (2004). Стат.сборник/Росстат. – М. – с. 148.

Старков О.Ю. (2004). Эволюция и трансплантация институтов рынка ипотечного кредита//Экономика и математические методы. – Т. 40. – № 3.

Строительство доступного жилья в России: проблемы и решения (научный доклад). (2005). Коллектив авторов под научным руководством проф. Гринберга Р.С., проф. Рубинштейна А.Я. М: ИМЭПИ, ИСЭ РАН. 107 с.

Суворов Г.П. (2005а). Замечания по концепции «Унифицированной системы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов в России». Части 1, 2, 3. // Сайт «Ипотека в России» (Русипотека), раздел Публикации, [www.rusipoteka.ru/publications/souvorov-17\(18,19\).htm](http://www.rusipoteka.ru/publications/souvorov-17(18,19).htm)).

Суворов Г.П. (2005б). Концепция социальной ипотеки. // Недвижимость и ипотека, № 3 (также опубликовано на сайте «Ипотека в России» (Русипотека), раздел Интервью, [www.rusipoteka.ru/interviews/souvorov-16.htm](http://www.rusipoteka.ru/interviews/souvorov-16.htm)).

Фаерман Е.Ю., Хачатрян С.Р. (2004). Расширение доступности жилья на базе ипотечного кредитования. // Экономика и математические методы. – Т. 40. – №1. – с. 3-15.

Федеральная целевая программа «Жилище» на 2002-2010 годы (2005). С изменениями, утвержденными Постановлением Правительства Российской Федерации от 31 декабря 2005 года № 865. // Опубликовано на сайте [http://www.urbanecomomics.ru/texts.php?folder\\_id=195&mat\\_id=289&from=fp&page\\_id=6957](http://www.urbanecomomics.ru/texts.php?folder_id=195&mat_id=289&from=fp&page_id=6957)

Berkowitz, D., Pistor K., Richard J.-F. (2003). The Transplant Effect. // The American Journal of Comparative Law. – Vol. 51(1). – pp. 163-204.

Besley T., Coate S., Lounie G. (1993) The Economics of Rotating Saving and Credit Associations. // American economic review. – Vol. 83, N 4. – pp. 792-810.

Besley T., Coate S., Lounie G. (1994) Rotating Saving and Credit Associations, Credit Markets and Efficiency. // Review of economic studies. – Vol. 61. – pp. 701-719.

Boleat M. (1985). National housing finance systems: a comparative study. Croom Helm.

Building on Progress: The Future of Housing Finance in Poland. (1997). Urban Institute Consortium for USAID/Warsaw, May. – p. 122.

Cieleback M. (2002) Screening and Signaling in a Contractual Savings for Housing System: The German Bausparkassen System. Mimeo.

Chiquier L. (2006). To build Sound and Assessable Housing Finance Systems. / World Bank Group. Presentation on the «Housing finance conference», March 15-17. (Опубликовано на сайте [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org))

Country Note of Hungary (2000). Document 8. / OECD Workshop on Housing Finance in Transition Economies UIC. – Paris. – 19-20 June.

Czech Republic. Country note (2000). Document 9. / OECD Workshop on Housing Finance in Transition Economies UIC. – Paris. – 19-20 June.

The Czech Republic Country Note (2002). / 3<sup>rd</sup> Workshop on Housing Finance in Transition Economies, 5-6 dec.

Deutsch, E., Tomann H. (1995). Home Ownership Finance in Austria and Germany. // Real Estate Economics. – Vol. 23. – pp. 441-474.

Diamond D.B., Lea, M.J (1992a). Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency. // Journal of Housing Research. – Vol. 3. – № 1. – pp. 1-271.

Diamond, D.B., Lea M.J (1992b). The Decline of Special Circuits for Housing Finance. // Housing Policy Debate. – Vol. 3. – № 3.

Diamond D.B. (1999). *The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999*. The Urban institute.

Diamond D.B. (2002). *Comments on the Bauspar System and Proposal for Lithuania*.// Presentation at a round table discussion on the Bauspar system Vilnius, Lithuania, July 5,

Dobricza A.(2004). *Home Finance Subsidies in Hungary*.// *Housing finance international*. – December.

Donner C. (2004) *Housing Finance and Housing Policy*./ *The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability*. Budapest. – May 24-25.

*Evaluation of Finnish Housing Finance and Support Systems (2002)*. Helsinki: Ministry of the Environment.

*Evaluation Report. (1999). The Russian Housing Sector Reform Project: Phases I and II*./ Prepared By CARANA Corporation, Ken Kopstein, Daniel Coleman, Larisa Afanasieva, Nicholas Chitov for The Office of Program and Policy Development USAID Mission to Russia. Task Order No. OUT-PCE-I-808-97-00014-0. November. 173 p.

Geotz A., Schneider G. (2005). *Promotion of Home Ownership by the German Government*.//Presentation, LBS Westdeutsche Landesbausparkasse.

*Guidelines on Social Housing. Principles and Examples. (2006)*/ Econ. Commiss. Europe. N.Y.; Geneva: UN.

Guinnane T. W. (1994) *A Failed Institutional Transplant: Raiffeisen`s Credit Cooperatives in Ireland, 1894-1914*// *Explorations in economic history*. – Vol. 31.

Gugerty M. K. (2003) *You Can't Save Alone: Testing Theories of Rotating Savings and Credit Associations in Kenya*. Work in progress.

Gutierrez A. (2006). *Mortgage Securitization in Colombia: Key Aspects and Development*.// Presentation at the Global Conference on Housing Finance in Emerging Markets. – Washington, March.

Hager R. (2004). *Efficiency of the Bausparkasse Systems in Eastern Europe*./ *The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability*. – Budapest. – May 24-25.

Hegedüs J., Somogyi E. (2004). *The Failure or Success of the Mortgage Subsidy Program in 2000-2004 in Hungary?* //The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability. May 24-25, Budapest.

*Housing Finance: Key Concepts and Terms (1998)*. Econ. Commiss. Europe. N.Y.; Geneva: UN.

*Housing Finance System of Slovak Republic. (2002)*./ 3<sup>rd</sup> Workshop on Housing Finance in Transition Economies, 5-6 dec. <http://www.oecd.org/pdf/m0037000/m00037810.pdf>

*Housing Finance: Present Problems. (1974)*. / OECD: Committee on financial markets.

*Implementation Completion Report (2004) (CPL-38500 SCL-3850A SCPD-3850S)* on a loan in the amount of US\$400.0 million to the Russian Federation for a Housing project./ Document of the World Bank, The Infrastructure & Energy Sector Unit Europe and Central Asia Region. Report No: 27505. – 63 p.

Integrated Safeguards Data Sheet (2003). Concept stage.// Report No.: AC336. October 6, 2003. Опубликовано на сайте [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Investment Projects in Russia: «Rus Mortgage Sec» (2006). // Summary of project information. Project number 24236. Опубликовано на сайте <http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/Content/SelectedProjectRussia?OpenDocument&UNID=CE54414911CD5DF485257109006C540A>

Jaffee D.M., Renaud B. (1996). Strategies to Develop Mortgage Market in Transition Economies.// The World Bank. – Policy Research Working Paper # 1697. – p. 36.

Kosareva N.B., Puzanov A.S., Tichomarova M.V. (1995). Russia: Fast Starter – Housing Sector Reform, 1991-1995.// Urban Institute. – 46 p.

Lea M.J., Renaud B. (1995). Contractual Savings for Housing: How Suitable are They for Transition Economies?// The World Bank. Policy Research Working Paper # 1516. – p. 68.

Lea M., Black R., Jaszczolt K. (2000) Solving the Housing Problem. Lessons From Poland and Hungary in Creating a New Housing Finance System./ USAID/Warsaw. Regional Urban Development Office, Central Europe. – June. – p. 75.

Lea M., Chiquier L., Hassler O. (2004) Mortgage Securities in Emerging Markets.// The World Bank. World Bank Policy Research Working Paper 3370. – August. – p. 43.

Low S., Sebag-Montefiore M., Dübel A. (2003). Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets.// Mercer Oliver Wyman, European Mortgage Federation. – p.92

Merrill S.R., Kozlowski E., Laszek J. (2000). Poland: Housing Finance at the Millennium. An Assessment of the Achievements and Outstanding Issues.// The Urban Institute. – February. – p.40.

Merrill S.R. (2000) Poland Housing Finance Project. Final Project Report./ Prepared for USAID. – The Urban Institute. – April. – p. 56.

Mints V. (2000) Selecting a Housing Finance System for Russia.// Housing Finance International. – Vol. XV. – № 2.

Mortgage-Backed Securities Markets in Asia (1999). Edited by S. Ghon Rhee and Yutaka Shimomoto. Asian Development Bank. – 654 p.

Muckova V. (2001) Mortgage Bond System – Development in the Slovak Republic./ Institute of Monetary and Financial Studies, National Bank of Slovakia.

Oravec P. (2003). Building Savings and Government Bonuses.//BIATEC. – Vol.11. – № 5. [http://www.nbs.sk/BIATEC/BIA05\\_03/12\\_16.pdf](http://www.nbs.sk/BIATEC/BIA05_03/12_16.pdf)

Pardo C. A. (2000). Housing Finance in Chile: The Experience in Primary and Secondary Mortgage Financing./ Washington, D. C.: Inter-American Development Bank, Sustainable Development Department. – Best Practices Series. – 33 p.

Plaut S.E., Plaut P.O. (2004). Housing Savings Plans.// Journal of Real Estate Finance and Economics. – Vol. 28. – No.4. – p. 319-337.

Poland (2002) Statistical appendix 2./ 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, 5-6 dec.

Report to the Donor Community (2005). IFC donor-supported technical assistance programs. IFC. – 104 p. ([www.ifc.org](http://www.ifc.org))

Rogozhina N., Tumanov A., Hegedüs J., Somogyi E., Struyk R. (2004). Potential Effects of Mortgage and Subsidy Programs on Housing Affordability: The Cases of Budapest and Moscow./ Опубликовано на сайте [www.urbanecomomics.ru](http://www.urbanecomomics.ru)

Russia: Primary Mortgage Market Development Project (2005)./ Опубликовано на сайте [www.ifc.org](http://www.ifc.org) в разделе Advisory projects in the Russian Federation. [http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/Content/Russia\\_More\\_on\\_TA#Russia%20Primary%20Mortgage%20Market%20De](http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/Content/Russia_More_on_TA#Russia%20Primary%20Mortgage%20Market%20De)

Scanlon K., Whitehead C. (2004). International Trends in Housing Tenure and Mortgage Finance./ Council of mortgage lenders. – November. – p. 149.

Social Housing in Europe 2000 (2001). The collection of papers from the international workshop being held in Prague, 6th – 7th October 2000. Ed. By M. Lux. Institute of Sociology Academy of Sciences of the Czech Republic.

Sramko I. (2004) Building Societies Business in Slovakia.// Presentation at the Un-Habitat and The EFBS, Berlin, 22 September.

Investment Projects in Russia: «Rus Mortgage Sec» (2006). // Summary of project information. Project number 24236. Опубликовано на сайте <http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/Content/SelectedProjectRussia?OpenDocument&UNID=CE54414911CD5DF485257109006C540A>

Scholten U. (2000). Rotating Savings and Credit Associations in Developed Countries: The German–Austrian Bausparkassen// Journal of Comparative Economics. – № 28. – pp. 340–363

Stiglitz J. (1990). Peer monitoring and credit markets.// The World Bank economic review. – Vol. 4. – pp. 351-366.

Stiglitz J. (2000). Scan Globally, Reinvent Locally: Knowledge Infrastructure and the Localization of Knowledge. In: Diane Stone (ed.) Banking on Knowledge. The Genesis of the Global Development Network. – pp.24-43.

Struyk R.J., Kosareva N.B. (1993). Housing Finance in Russia: Developments in 1992./ Urban Institute. – 28 p.

Suarez J.L., Vassallo A. (2004) European Mortgage Market: an Overview. // IESE Business School-Universidad de Navarra, WP № 562.

The Case for the Bauspar System (2001). Schwaebisch Halle. Mimeo.

The Development of a Mortgage-backed Securities Market in Mongolia (2002).// Final Report. Short-term technical assistance – mortgage-backed securities advisor. Prepared by James H. France on behalf of Development Alternatives, Inc. (DAI) for the USAID-financed Economic Policy Support Project December. – 45 p.

Vittas D. (1995). Thrift Deposit Institutions in Europe and the United States.// Policy Research Working Paper 1540. The World Bank.

World Development Indicators (2003). The World Bank.

Zapletalova J. (2004). Housing Finance in Slovakia.// The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability. Budapest. May 24-25.



## **ОБ АВТОРАХ**

**Полтерович Виктор Меерович** – академик РАН, доктор экономических наук, заведующий лабораторией ЦЭМИ РАН. Тел. 8 (495) 124-68-46

**Старков Олег Юрьевич** – научный сотрудник ЦЭМИ РАН. Тел. 8 (499) 724-24-69, e-mail: stardom@mail.ru