

Санкт Петербургский государственный университет
Научно-исследовательский институт менеджмента

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ

В. М. Полтерович, О. Ю. Старков

**СОЗДАНИЕ МАССОВОЙ ИПОТЕКИ
В РОССИИ:
ПРОБЛЕМА ТРАНСПЛАНТАЦИИ**

№ R2–2005

Санкт-Петербург
2005

В. М. Полтерович, О. Ю. Старков. Создание массовой ипотеки в России: проблема трансплантации. Научные доклады No R2–2005 СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2005

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. Это, в частности, относится к проектам создания ипотечного рынка в России и ряде других стран. 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 быть применен также и к другим трансплантационным задачам, связанным с институциональными реформами в развивающихся экономиках.

Настоящая версия работы специально подготовлена в связи с пленарным выступлением В. М. Полтеровича на научных чтениях им. проф. Ю. В. Пашкуса (28 октября 2005 г.).

Работа выполнена при финансовой поддержке гранта государственной поддержки ведущих научных школ РФ # НШ-1939.2003.6

Полтерович Виктор Меерович — Академик РАН, доктор экономических наук, заведующий лабораторией ЦЭМИ РАН.

Старков Олег Юрьевич — Научный сотрудник ЦЭМИ РАН.

© В. М. Полтерович, О. Ю. Старков, 2005

Saint-Petersburg State University
Institute of Management

DISCUSSION PAPER

V. M. Polterovich, O. Y. Starkov

**BUILDING MORTGAGE MARKET
IN RUSSIA:
A PROBLEM OF TRANSPLANTATION**

No R2–2005

Saint-Petersburg
2005

Polterovich V. M., Starkov O. Y. Building Mortgage Market in Russia: A Problem of Transplantation. Discussion Paper No R2–2005. Institute of Management, Saint-Petersburg State University: SPb., 2005.

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 attempts to create mortgage markets in Russia as well as in some other transition countries. 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.

This version of the paper has been specially prepared on the occasion of the talk given by Professor Victor Polterovich as a keynote speaker at Scientific Readings devoted to the memory of Prof. Yu. V. Pashkus (October 28, 2005).

The financial support of the grant # NSh-1939.2003.6, School Support, is gratefully acknowledged.

Polterovich, Viktor M. — Academician, Russian Academy of Sciences; Head of Laboratory, Central Economics & Mathematics Institute, Russian Academy of Sciences.

Starkov, Oleg Y. — Researcher, Central Economics & Mathematics Institute, Russian Academy of Sciences.

Содержание

Введение	6
ЧАСТЬ 1. ТРАНСПЛАНТАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ ИНСТИТУТОВ:	
АНАЛИЗ НАКОПЛЕННОГО ОПЫТА	11
1.1. Эволюция ипотечных институтов	11
1.2. Развитие ипотеки в передовых странах и опыт переходных экономик	16
1.3. Шоковая трансплантация: Польша и Россия	19
1.4. Стратегия промежуточных институтов: Словакия и Чехия	25
1.4.1. Массовый старт стройсберкасс	25
1.4.2. Роль государства в становлении ипотеки	26
1.4.3. Становление современной ипотеки	29
1.4.4. Развитие финансового сектора	30
1.5. Стратегия успешной трансплантации ипотеки	30
1.5.1. Преимущества стройсберкасс при становлении ипотеки	30
1.5.2. Стратегия успешной трансплантации ипотеки	33
ЧАСТЬ 2. ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СТРОЙСБЕРКАСС В РОССИИ	35
2.1. Сравнение эффективности стройсберкасс и банковской ипотеки: описание модели	36
2.1.1. Модель финансирования в стройсберкассе	37
2.1.2. Модель банковской ипотеки	41
2.1.3. Сравнение эффективности субсидий	43
2.2. Доходы, сбережения и цены на жилье	45
2.3. Параметры накопления, кредитования и субсидирования	50
2.4. Результаты расчетов	52
2.4.1. Влияние параметров на относительную эффективность ССК	55
2.4.2. Область эффективности	56
2.4.3. Влияние склонности к сбережению на спрос	58
2.5. Перспективы внедрения стройсберкасс	59
2.5.1. Перспективы для населения	59
2.5.2. Перспективы для банков и строителей	60
2.5.3. Перспективы для жилищно-накопительных кооперативов	60
Заключение	61
Литература	63

ВВЕДЕНИЕ¹

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 гг. 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 [1997, 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 адапта-

¹ Препринт представляет собой переработанный текст доклада на конференции «Доступное жилье для россиян: перспективы», проведенной Росстроем 29–30 июня 2005 г. в Москве. Авторы пользуются случаем выразить признательность за помощь в поиске данных 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 в Институте социологии Чешской академии наук; Иосифу Монтагу (Josef Montag), Научному сотруднику в Институте 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.

ция 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.

Попытка создать общую теорию трансплантации экономических институтов была предпринята в работе [Полтерович, 2001a]. 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 институтов², 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.

Настоящая работа посвящена проблеме трансплантации рынка ипотечного кредита.

² Концепция промежуточного института близка к понятию переходного института, предложенного Ченом [Qian, 2003]. Фактически стратегии промежуточных институтов широко применялись китайскими реформаторами [Полтерович, 2005].

Создание современного рынка жилья – одна из насущных задач для всех переходных экономик. В начале 1990-х гг. 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 гг. 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.

Эта стратегия была принята Россией и до некоторой степени Польшей. Однако она не принесла ожидаемых результатов [Lea et al., 2004]. 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]. Тем не менее некоторые авторы продолжают настаивать на целесообразности внедрения передовых институциональных моделей, хотя и говорят о необходимости их адаптации к уровню развития переходных стран [Lea et al., 2004].

Эти рекомендации выглядят сомнительными в свете результатов, полученных Старковым [Старков, 2004]. Он сопоставил результативность шоковой трансплантации и стратегии промежуточных институтов, рассмотрев 89 эпизодов возникновения ипотечных институтов, имевших место в 54 странах за последние 200 лет. Им было показано, что развитие национальных ипотечных систем начиналось с трансплантации промежуточных институциональных форм в более чем 70% успешных случаев. Затраты на внедрение и поддержку, казалось бы, неэффективных институтов с лихвой окупались, способствуя постепенному совершенствованию 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 оказывать 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]. Пастухова, Рогожина [2002], являясь сторонниками скорейшего внедрения передовых институтов, тем не менее отмечают, что стройсберкассы могут быть полезны коммерческим банкам как источник дополнительных ресурсов и инструмент отбора стабильных заемщиков.

В работе [Полтерович и др., 2005] выдвигается и аргументируется тезис о том, что создание системы ссудно-сберегательных институтов (ССИ) — строительно-сберегательных касс и строительно-сберегательных кооперативов (ССК) — 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 стратегии промежуточных институтов, который не только помогает достичь первой цели, но, как мы надеемся, может быть использован для решения других трансплантационных задач.

Наше исследование опирается на три аналитических приема.

Во-первых, развивая результаты Старкова [2004], мы рассматриваем эволюцию альтернативных институциональных форм в различных странах. Главная цель анализа заключается в составлении дерева эволюции институтов и связей между ними 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 усовершен-

ствовать и ускорить их развитие. Поскольку последовательность стадий известна, целесообразна своевременная переориентация государственной поддержки, чтобы в подходящий момент уменьшить роль промежуточных форм и стимулировать развитие перспективных.

Во-вторых, дополняя анализ, проведенный в [Полтерович и др., 2005], мы сопоставляем стратегии трансплантации, применявшиеся в России и в других переходных экономиках. 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.

В-третьих, 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 реалиям³.

Таким образом, 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.

В данной работе мы рассмотрим этапы А–Д, F и лишь в заключении кратко обсудим пункт Е.

³ Возможное влияние российских ипотечных программ и программ субсидирования на доступность жилья изучалось в работе [Rogozhina et al., 2004]. В финальном отчете Мирового банка, посвященном развитию ипотеки в России, рекомендуется поддерживать становление банковской ипотеки путем субсидирования начального взноса [Развитие рынков ипотечного жилищного кредитования в РФ, 2003]. Однако институт стройсберкасс в них 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.

Набор потенциальных трансплантатов — институтов жилищного кредитования весьма разнообразен. Он включает в себя ссудно-сберегательные институты, 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 (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**⁴ и **строительно-сберегательные кассы**. Как правило, кооперативы являются некоммерческими организациями и находятся в собственности своих членов, несущих солидарную неограниченную 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 относятся к некоммерческим организациям и находятся в собственности своих членов — жителей соответствующего муниципального образования.

⁴ 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».

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.

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

В условиях неразвитого кредитного рынка ССИ позволяют улучшить положение каждого участника. Объединение сбережений сокращает время ожидания до приобретения жилья для всех участников, кроме последнего (который тем не менее ожидает не больше, чем если бы он накапливал в одиночку) [Callier, 1990]. При высоком банковском проценте основная масса населения предпочитает нести издержки ожидания льготного кредита, «зарабатывая» право на него в ССИ.

Ссудно-сберегательные институты — 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.

Ссудно-сберегательные институты нередко объединяют тех, кто не имеет доступа к формальному кредитному рынку из-за низких доходов или отсутствия кредитных историй. 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 отрасли⁵. 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 стройсберберкасс не обязательно связаны друг с другом. Для завоевания доверия и привлечения широких слоев населения сберкассы

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

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. Указанные черты снижают риск слишком длительного ожидания в очереди или даже утери вклада при отсутствии притока новых участников. В процессе длительного накопления сбережений проявляются и материальные возможности будущего должника, и его уровень его добросовестности, и способность к самодисциплине. Тем самым ССИ обходят непреодолимую для банка трудность, связанную с отсутствием кредитных историй и необходимой текущей информации о потенциальных заемщиках [Полтерович и др., 2005].

Именно поэтому ССИ играли и играют столь важную роль в развитии жилищных финансов, в них вовлечена значительная часть населения. После того как система экономических институтов в стране, и прежде всего рынки капитала, станет достаточно эффективной, доля ссудно-сберегательных институтов обществ в жилищных кредитах будет снижаться. С увеличением благосостояния, уменьшением дифференциации доходов, укреплением законности, снижением ссудного процента все большее число заемщиков предпочитает другие формы ипотеки. Ссудно-сберегательные институты естественно трансформируются в **ссудно-сберегательные ассоциации**, в которых условия предоставления кредита уже не связаны с планом сбережений и кредит предоставляется не только вкладчикам. Одновременно коммерческие и сберегательные банки становятся привлекательными как для состоятельного класса, так и для основной массы населения. В дальнейшем различия между ссудно-сберегательными ассоциациями и коммерческими банками в наборе разрешенных операций, налоговом и банковском регулировании практически стираются.

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. Первоначально ипотечные банки занимались кредитованием землевладельцев под залог земли. Кредиты на приобретение жилья стали важной частью их бизнеса лишь со второй половины XIX в. Однако их клиентами еще долго оставались представители имущего класса.

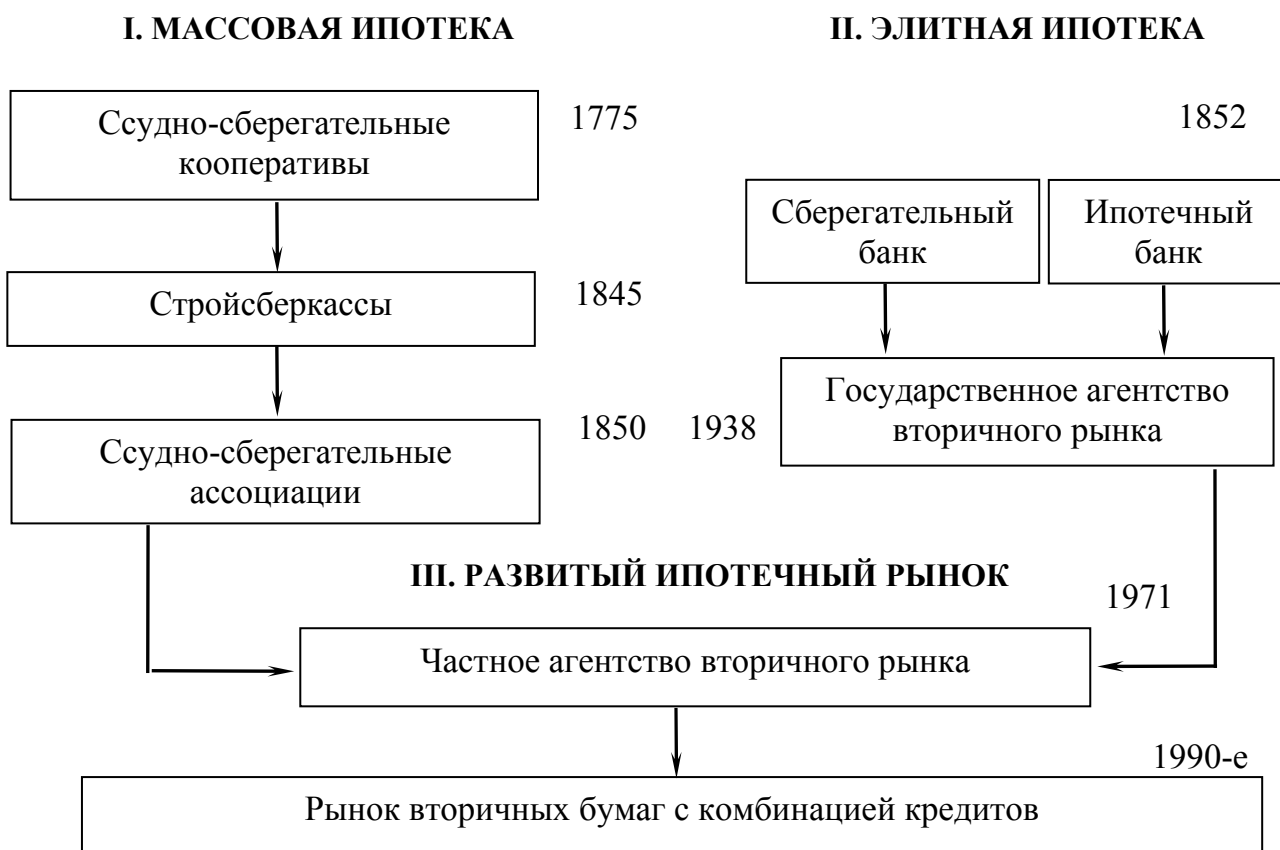


Рис. 1. Эволюционное дерево ипотечных институтов

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.

В 1971 г. эти агентства стали создавать и продавать производные ценные бумаги, обеспеченные пулами закладных. Так возник вторичный ипотечный рынок. Огромные масштабы пулов, возможность их «упаковки» в ценные бумаги с разнообразными комбинациями риска и доходности, а также государственные гарантии обеспечили спрос на услуги агентств со стороны развившихся к этому времени страховых компаний и пенсионных фондов. Позднее ссудно-сберегательные ассоциации и коммерческие банки начали учреждать собственные агентства для секьюритизации нестандартных кредитов. Вслед за США вторичный рынок закладных появился и в Европе. Однако здесь его масштабы значительно меньше.

Проблеме сопоставления современных ипотечных институтов жилищного кредита посвящено небольшое число исследований. К сожалению, соответствующая теория еще недостаточно развита. Поэтому задача отбора ипотечных институтов для внедрения в новую менее развитую среду зачастую решается интуитивно. Во многих случаях преобладает стихийное стремление ввести 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, опирается на данные, относящиеся к современному рынку ипотечных кредитов в передовых экономиках, и оставляет 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 гг. происходило снижение роли стройсберкасс, кооперативных обществ и ссудно-сберегательных ассоциаций [Diamond, Lea, 1992b]. Причем страны, сократившие государственную поддержку 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 кредитов, предоставляемых стройсберкассами, невелика, а потому их роль в стимулировании жилищного строительства незначительна [Diamond, Lea, 1992b]. Кроме того, многие клиенты стройсберкасс прекращают членство после получения премии на сбережения, не приобретая жилье. Стройсберкассы плохо защищены от быстрой инфляции, когда реальная стоимость накоплений резко падает, а бюджетные обязательства увеличиваются.

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], вне-

дрение которой и устранит 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» (Rosca), широко распространены в развивающихся странах и до сих пор играют определенную роль в передовых экономиках⁶. Однако наиболее важную роль строительно-сберегательные кооперативы сыграли в конце XVIII — начале XIX вв.

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 гг. 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 г. 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 госу-

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

дарственных 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 г. — 23%, в 1976 г. — 18, в 1982 г. — 14 и затем в 1989 г. — 10%. Роль стройсберкасс в ежегодно выдаваемых жилищных кредитах достигла пика к началу 1980-х гг., а затем, по мере развития рынка капитала, стала падать (рис. 2). В 1973 г. стройсберкассы обслуживали 14 млн контрактов (22,5% населения), в 1983 г. — 24 млн (39,2% населения), а в настоящее время — около 32 млн контрактов (38,7% населения)⁷.

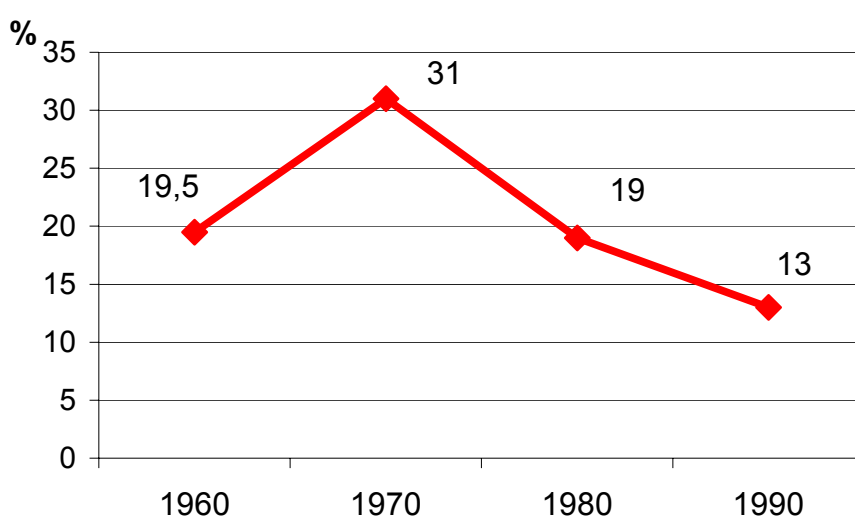


Рис. 2. Динамика доли стройсберкасс в выданных ипотечных кредитах, % в год
Источники: [Housing Finance..., 1974, p. 61; Diamond, Lea, 1992b, p. 752, 770].

Кооперативы в Англии служили массовым ипотечным институтом 70 лет, пока в 1845 г. не преобразовались в ссудно-сберегательные ассоциации — розничные банки, специализирующиеся на кредитовании жилья⁸.

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 гг.

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

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

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 закладных требует больших объемов жилищного кредитования и не может базироваться исключительно на кредитовании элиты. Обычно такой рынок 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.

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 гг. 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.

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» 1989–1996 .	1996–2002		
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

Рассчитано по данным: [Diamond, 1999, p. 3; Полтерович и др., 2005, с. 78; Suarez, Vassallo, 2004, p. 12–13].

Как показывает описанное выше дерево эволюции ипотечных институтов, разумный выбор для переходных экономик заключается между стройсбережками и банковской ипотекой. 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. Далее мы попытаемся проанализировать опыт трансплантации в указанных четырех странах более подробно.

1.3. ШОКОВАЯ ТРАНСПЛАНТАЦИЯ: ПОЛЬША И РОССИЯ

В начале 1990-х гг. 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 лет⁹. 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 скорейший переход к самым эффективным зарубежным моделям рыночного кредитования: универсальным коммерческим банкам и рынку ценных бумаг, основанному на американских институтах секьюритизации ипотечных кредитов. Создание массового рынка 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.

В Польше в 1991 г. был создан Ипотечный фонд, спроектированный 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, Мирового 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 Мировым 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

⁹ 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.

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 тысяч банковских кредитов, что составляет всего 0,3% от численности населения. Источником ресурсов для кредитования послужили депозиты. 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 спецсчетов в комбанках. Однако премии не были предусмотрены, и налоговые льготы оказались недостаточны для привлечения массы вкладчиков, а короткий накопительный период и отсутствие прибыли сделали этот бизнес не слишком интересным для банков. С конца 1996 по 1998 г. кооперативы заключили 40 000 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.

В России, как и в Польше, основные усилия направлялись 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.

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

Чтобы создать стимулы для банков и достигнуть массовости жилищного кредита, в России были инициированы несколько проектов организации современного «двухуровневого» рынка закладных (АИЖК, Московское ипотечное агентство (МИА), Фонд США–Россия — аналог

польского Ипотечного фонда, Иркутское РИА, Самарское ИА). Тем не менее риски кредитования оставались слишком высокими, и партнерство между агентствами и банками оказалось невыгодным; значительные средства были потрачены впустую. 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 залковых блокировали усилия по расширению первичного рынка жилищных кредитов. Произошло перерождение¹⁰ новых институтов, их фактические цели не вполне соответствуют тем задачам, для решения которых они создавались. Доход АИЖК от основной деятельности в виде процентов от выкупленных жилищных кредитов составил в общей сумме доходов в 2002 г. — 33%, в 2003 г. — 5,38 и в 2004 г. — 18,18% [Ежеквартальный отчет..., 2005, с. 32]. Из общей суммы 1253,9 млн руб. ипотечных кредитов, выданных Московским ипотечным агентством на июнь 2004 г., жилищные кредиты составляют 27,6 млн руб., всего лишь 2% от портфеля активов (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 заниматься кредитованием под залог коммерческой недвижимости, инвестированием в ценные бумаги либо вексельным кредитованием застройщиков, банков, паевых фондов, инвестирующих далее в строительство элитной недвижимости.

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.

¹⁰ 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.

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

Фактически многие российские жилищно-накопительные кооперативы (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, внедрившими 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. 2. 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 г. 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 2

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

Институты	Затраты времени, годы	Результаты выдачи жилищных кредитов в 1992 (май) — 2004 гг.	
		Число кредитов, тыс./ % населения	Объем, млн долл. США
<i>Эволюция советских институтов</i>			
Сбербанк	12	17 / 0,01	313
<i>Трансплантация западных институтов</i>			
Коммерческие банки	12	11 / 0,007	210
Рынок ценных бумаг (АИЖК, МИА)	12	4 / 0,003	46,4
Строительно-сберегательные кооперативы (ПК «Своими руками», ОАО «ССК» г. Москва, Гильдия ЖСК, Межрегиональ, Федерация ЖК)	4	18 / 0,01	145,2
<i>Инновации в сфере жилищного кредита</i>			
Бюджетные и отраслевые фонды строительства и кредита при администрациях регионов, городов, министерствах и крупных предприятиях	9	50 / 0,03	50

Источник: [Полтерович и др., 2005, с. 82–83].

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

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 ССК 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 (табл. 3).

В Чехии в первый же год членами ССК стали 2% жителей (около 200 тыс. чел.), в Словакии 0,9% (около 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-м году работы).

**Стартовые результаты функционирования стройсберкасс
в Словакии и Чехии**

№	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 премии, раз	8,5 (за 5 лет)	10,8 (за 6 лет)

Источники: [Полтерович и др., 2005, с. 77].

В Чехии и Словакии по числу выдаваемых кредитов стройсберкассы намного превосходили все остальные финансовые институты, вместе взятые. В Словакии к 2003 г. ССК выдали 270 тысяч займов, ипотечные кредиты банков насчитывали 22 тысячи и кредиты государственного фонда — еще 28 тысяч [Hager, 2004, p. 7; Housing Finance System..., 2002, p. 15, 23]. Через 7 лет работы (к концу 1999 г.) чешские ССК 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, Казахстан — в 2000, Румыния — в 2002, 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 восточно-европейских 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. 4, государственные расходы Польши и России на жилищные нужды значительно превысили издержки стран-соседей (стр. 2), тогда как их достижения в жилищном кредитовании (стр. 3) и строительстве (стр. 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 (стр. 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 (стр. 5).

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

Страна	Средняя доля бюджетных субсидий на жилье в ВВП за 1992–2002 гг., %	Жилищный кредит, доля в ВВП в 2002 г., %	Ввод, кв. метров на душу в 2002 г.	Рост ввода жилья в 2002 г. относительно 1996 г., раз	Рост реальных цен на жилье в 2003 г. относительно 2000 г., 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 г.)	0,16 (2004 г.)	0,23	1,0	1,30

Рассчитано по данным: [Poland 2002. Statistical appendix 2, 2002, p. 5; Zapletalova, 2004, p. 7; Country Note of Hungary, 2000, p. 4, 7; Hegedüs, Somogyi, 2004, p. 8; Российский..., 2004, с. 218, 638; Dobricza, 2004, p. 17–23; Полтерович и др., 2005, с. 78]; данным PAB — 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 завершённом 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 г., 30 — в 1997 г., 25 — в 2001 г., 20 — в 2003 г., 14,5 — в 2004 г. 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..., 2002, p. 21]. В среднем за 10 лет доля премии в ВВП достигла 0,26%. Правительство Словакии планирует постепенное снижение доли ССК — до 20% в 2010 г. — с одновременным увеличением доли ипотечного кредитования с 2% в 1999 г. до 71% в 2010 г. (рис. 3).

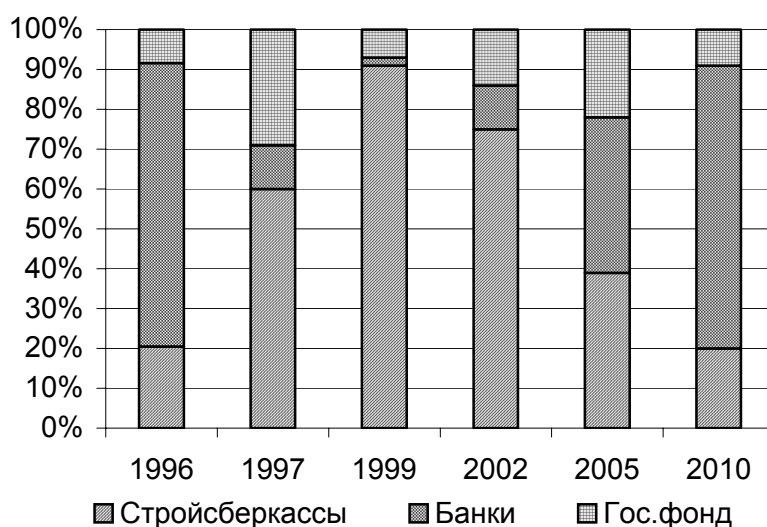


Рис. 3. Доля институтов в объеме действующих ипотечных кредитов, %

Рассчитано по данным: [Housing Finance System..., 2002; Полтерович и др., 2005, с. 77; Oravec, 2003, tab. 2].

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 г. в 50 раз (до 12,7%).

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% [World Development Indicators, 2003, p. 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 жилья¹¹, недостаточная культура сберегательного поведения (короткие горизонты планирования, слабые навыки составления бюджета и оценки сберегательных программ, низкая дисциплина сбережения), высокая маржа и высокие ставки процента за кредит. Их снижению препятствуют низкое качество судебной системы, взаимное недове-

¹¹ 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.

рие 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.

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 под действием одних только рыночных сил невозможен (теория подобных явлений развита в работе Полтеровича [2001b, 2003]¹². Здесь требуется существенная помощь государства¹³.

Эти препятствия нельзя преодолеть только за счет снижения инфляции или введения той или иной законодательной базы. Спрос на жилье непосредственно зависит от кредитной ставки и сроков кредитования, которые существенно связаны с качеством институтов и стадией развития экономики. Под влиянием низкого качества институциональной среды показатели банковской ипотеки уступают стройсберкассам. В этих условиях без создания стройсберкасс развитие системы жилищных финансов будет гораздо более медленным и затратным.

¹² 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.

¹³ Косвенное влияние масштабов рынка жилья на уровень доверия и благодаря этому на кредитную ставку является примером экстерналичного эффекта. Наличие экстерналий — стандартное теоретическое основание для государственного вмешательства.

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

1. В отличие от банков стройберкасс основаны на коллективном соглашении участников и способны назначать более низкие проценты по депозитам, устанавливать минимальные кредитные спрэды и предлагать более длительные сроки кредитования. Благодаря узкой специализации и предварительным планам накопления ССК снижают кредитные риски и преодолевают проблему недоверия.
2. Стройберкасс служат источником стабильного спроса на недорогое жилье. Накопление значительных кредитных ресурсов побуждает власти расширить предложение земли и стимулирует строительство в новом секторе массового жилья.
3. Важная роль стройберкасс заключается в их обратном влиянии на институты благодаря положительным экстернальным эффектам. Стройберкасса оказывается школой сберегательного и долгового поведения для миллионов людей. Пройдя эту школу, они приобретают не только кредитные истории, но и навыки долгосрочного планирования семейного бюджета.
4. Стройберкасс являются эффективным инструментом обучения и отбора надежных заемщиков для банковского сектора. Высокая репутация ССК облегчает их клиентам получение дополнительных кредитов как от материнских банков, так и от инвесторов, не являющихся собственниками касс.

Еще раз подчеркнем, что приоритетное развитие стройберкасс не нанесет ущерба развитию более передовых форм — таких как ипотечные банки и институты вторичного рынка, поскольку они рассчитаны на более состоятельные слои населения. Напротив, привлечение широких масс на рынок жилищных кредитов будет способствовать увеличению склонности к сбережению, созданию кредитных историй и укреплению доверия агентов рынка друг к другу и к государству, совершенствованию экономической культуры.

Таким образом, стройберкасс готовят почву для смягчения условий рыночного кредитования и развития более совершенных форм ипотеки. В результате работы самих же стройберкасс происходит их вытеснение банковской ипотекой, которая становится более эффективной в новой усовершенствованной среде. Это создает условия для постепенного уменьшения объема государственной поддержки, трансформации ССК в розничные банки и развития институтов секьюритизации ипотечного кредитования.

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 восточноевропейских стран позволяет сделать два важных вывода.

Вывод 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 XIX в., оказались невостребованными в условиях более развитого кредитного рынка Ирландии в 1894–1914 гг.

Вывод 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.

В соответствии с правилами стройсберкассы участник может получить кредит только после выполнения предварительного плана сбережений. Поскольку все члены стройсберкассы являются вначале кредиторами, а затем заемщиками, ее процентные ставки могут устанавливаться на уровне существенно ниже рыночного и не зависеть 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. Обычно суммы накопленных сбережений, премий и кредита стройсберкасс недостаточно для приобретения жилья. Член ССК должен обратиться в банк за дополнительным кредитом в размере 20–50% от стоимости жилья. Успешное выполнение долгосрочного плана сбережений является убедительным доказательством надежности будущего заемщика. Благодаря низкому кредитному риску и «длинным» пассивам стройсберкассы способны функционировать с минимальной маржей и выдавать относительно долгосрочные кредиты. Это особенно важно для развивающихся и переходных экономик, где институциональная среда крайне несовершенна, основные слои населения не имеют кредитных историй, и поэтому банковский спрэд по ипотечным кредитам очень высок, а сроки кредитов коротки.

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. Низкий спрэд и длительный срок кредитования в стройсберкассе позволяет ее участнику привлечь больше кредитных средств для покупки жилья, нежели в банке. Кроме того, добросовестный член ССК имеет возможность получить дополнительный кредит в банке по льготным условиям.

Если качество институтов улучшается, то преимущества стройсберкасс над банковской ипотекой 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.

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. Выводы 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 про-

шлого 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 низкодоходных 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 (в случае принятия соответствующего закона) на уровень обеспечения населения жильем, рост строительства, увеличение объема банковских кредитов.

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

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 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.

Предлагаемая модель основана на следующих главных предположениях.

1. Домохозяйство распределяет свои сбережения между ССК и счетом в банке так, чтобы максимизировать площадь покупаемой квартиры.
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.
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 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 быстро¹⁴. 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; π — темп роста цен на жилье в течение срока накопления; γ — темп роста доходов в течение срока накопления; ρ — дисконтная ставка для бюджета; i — индекс инфляции для расходов бюджета; α — минимальный первоначальный взнос в долях стоимости квартиры; μ — ставка премии на ежегодные сбережения в ССК; δ — эквивалентная субсидия в банке; h — начальный взнос (в начале 6-го 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; 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 ($n = 5$)¹⁵. Платежи увеличиваются пропорционально доходу, который растет постоянным темпом. Премия начисляется на сумму взносов, пролежавших год, и соответствующих процентных выплат¹⁶. Таким образом, процесс накоп-

¹⁴ 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-й группы достиг 42,4%, 9-й — 25%, 1–8-й групп — 19–23%.

¹⁵ На практике члены ССК обязаны делать ежемесячные вложения.

¹⁶ 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. Стройсберкассы стараются не допустить этого, поэтому стандартный контракт предусматривает мини-

ления 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} .

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

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 (см. ниже). Величина первоначального взноса h задается выражением:

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

где h_0 — сумма, накопленная в ССК и пролежавшая не меньше года. Она определяется формулой:

$$h_0 = aS(\gamma) + \min\{\mu aS(\gamma); MS(\lambda)\}, \quad (3)$$

где

$$S(x) = (1 + r_d) \frac{(1 + x)^n - (1 + r_d)^n}{x - r_d}. \quad (4)$$

Здесь μa — годовая премия на сбережения a ; μ — коэффициент субсидирования; M — максимальная величина годовой премии в первый год; γ — темп роста доходов, а λ — темп роста максимальной годовой премии в периоде накопления. Выражение $yS(x)$ — это сумма денег, накапливаемая на счету за пять лет, если ставка процента равна r_d , взнос в нулевой момент равен y , а последующие четыре взноса растут с темпом x . Последнее слагаемое в (2) — сбережения в начале шестого года (в момент получения кредитов и квартиры).

мальные 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.

Размер премии вычисляется по ставке $\mu = 30\%$ от суммы ежегодного вклада, но не свыше некоторого абсолютного предела $M(1 + \lambda)^t$ для момента времени $t < n$. В последующих расчетах предполагается, что λ совпадает с темпом роста доходов девятой доходной группы. Таким образом, для этой группы $\lambda = \gamma$, а для групп с меньшими доходами $\lambda > \gamma$ (согласно статистическим данным, их доходы растут медленнее).

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

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

Если сбережения члена стройсберкассы таковы, что $\mu A_{\max} \leq M$, то ему выгодно все их вкладывать на депозит в ССК, чтобы получать максимальную премию¹⁷. Если же $\mu A_{\max} > M$, то следует разделить сбережения. В ССК нужно вкладывать M / μ , 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. Приводимые ниже формулы не учитывают этот последний вариант, поскольку при расчетных параметрах для всех доходных групп, кроме десятой (с максимальными доходами), имеет место первая ситуация, а для ее типичного представителя участие в стройсберкассе, скорей всего, окажется невыгодным.

В. Кредит в ССК

В конце n -го года член ССК получает кредит по льготной ставке r_c на t 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 $n + t$) в счет погашения тела и процентов по кредиту. Сумма платежей должна равняться стоимости долга с учетом начисленных за t лет процентов. Поскольку ССК, как правило, применяют фиксированную ставку по кредиту и не учитывают будущий рост доходов заемщика¹⁸, получаем уравнение

¹⁷ Снять вклад вместе с премией потребитель может, 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.

¹⁸ В принципе, для облегчения долгового бремени кредитные выплаты могли бы увеличиваться по мере роста его дохода.

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

Отсюда следует формула аннуитетного платежа, выплачиваемого начиная с конца 6-го года в течение m лет.

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

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 $(n+1)$ -го года¹⁹. 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)

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

¹⁹ 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, т. е. в момент первого реального платежа по кредиту.

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,

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

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 α 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 β — 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 n -го года. 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 β найдем, приравняв приведенную реальную стоимость банковской субсидии и дисконтированную стои-

мость 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

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

(Здесь стоимости премий и субсидии приведены к моменту выдачи первой премии в ССК, т. е. 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_{max} . Поэтому δ является функцией только одной характеристики доходных групп — темпов роста их доходов γ .

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 n -го года накопленная сумма равна

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

С. Кредит в банке

Потребителю потребуется кредит в размере стоимости квартиры, уменьшенный 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 $(n+1)$ -го года.

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

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

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

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

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

где

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

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.

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

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_{max} различных доходных групп не оказывают влияния на эффективность, если доходы групп, сбережения (взносы) и премия на стройсбережения растут одинаковым темпом γ .

Из формулы (23) также следует, что эффективность ССК не зависит от изменения темпа роста цен на жилье π 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 ρ , 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. При этом 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 μ может увеличивать или уменьшать эффективность в зависимости от величины дисконта ρ и других параметров модели. Отметим, что в приводимых ниже расчетах (при «естественном» выборе параметров) с увеличением μ 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 доходности²⁰ 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.

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. (табл. 5–7).

²⁰ 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.

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

Показатель	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
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. 6). Для всех групп темп роста номинальных денежных доходов в 4-м квартале 2003 г. составил не менее 24,7% по отношению к 4-му кварталу 2002 г. (стр. 1), а через год то же соотношение достигало 20,1% (за исключением 6-й группы; стр. 2). Цены на первичном рынке жилья в 2003 г. выросли за тот же период на 18,8%, а в 2004 г. — на 18,5% [Социально-экономическое..., 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-й и 8-й 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-го квартала 2004 г. в качестве такой цены можно принять 15,5 тыс. руб. за кв. м, цену вторичного рынка, несколько меньшую средней цены типового жилья на первичном рынке (табл. 7).

Заметим, что средняя фактическая себестоимость строительства одного метра общей жилой площади жилых домов составила в 4-ом квартале 2004 г. 9,8 тыс. руб. Строители могли бы переключиться на строитель-

ство относительно дешевого жилья при наличии массового платежеспособного спроса, который и должны обеспечить ССК.

Таблица 6

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
<i>Рост денежных доходов, в 4-ом квартале к 4-му кварталу предыдущего года, %</i>											
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
<i>Доля группы в привлеченных средствах и израсходованных сбережениях в 4-ом квартале (все домохозяйства = 100%)</i>											
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
<i>Доля сбережений в денежном доходе в 4-ом квартале</i>											
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. 6, стр. 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 небольшая 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. 6, стр. 6–8). Даже у сравнительно состоятельной 9-й 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 г. — 16,4 и в 2004 г. — 18,4%. Эти показатели далеки от мировых стандартов, со-

гласно которым выплаты по ипотечным кредитам достигают 30% в доходе потребителя.

Таблица 7

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

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

Источники: [Социально-экономическое..., 2004, с. 48; Строительство в России, 2004, с. 148].

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 по-

зволяет продавцам и строителям поднимать цены на жилье и привлекать новых инвесторов. По данным сайта «Индикаторы рынка недвижимости»²¹, после 2002 г. на московском рынке доля инвесторов в объеме сделок резко возросла: в 2001 г. она составляла 4%, в 2002 г. — 10, в 2003 г. — 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 построенной квартиры составляла 54,4 кв. м, а в 2002 г. — 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 массовой ипотеки означало бы возникновение стабильного спроса на недорогое жилье. Накопление значительных кредитных ресурсов, предназначенных для покупки квартир для проживания, побудит власти расширить предложение земли и стимулирует строительство массового жилья. 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.

²¹ См. [www.irm.ru].

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. 8 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. 8, 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 et al., 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%, т. е. первоначальный взнос превышал 43% [Ежеквартальный отчет..., 2005, с. 27].

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, p. 469, 451].

Таблица 8

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

Страна, год	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

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 и др., 2001, с. 96; Donner, 2004; Muckova, 2001, p. 9; Czech Republic. Country Note, 2000, p. 7; Friedmann, 2003, p. 7; Housing Finance..., 1974, p. 39, 59; Deutsch, Tomann, 1995, p. 446, 458, 469, 451; Merrill et al., 2000, p. 11, 13; Ежеквартальный отчет..., 2005, с. 27; Scanlon, Whitehead, 2004, p. 71; Полтерович и др., 2005, с. 74; Diamond, 1999, p. 97, 114; Building on Progress..., 1997, p. 34]; данные www.pss.sk; данные PAB — Polish Construction Research and Forecasting (www.pab.waw.pl).

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 строй-

сберкассы 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 зарплаты. 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].

Таблица 8 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).

Сроки кредита, объявляемые российскими банками-лидерами, обычно составляют 10–15 лет. Но фактический срок может быть значительно меньше. По оценке АИЖК, средневзвешенный срок выданных им кредитов на апрель 2004 г. составил 14 лет. Более того, в марте 2005 г. прогнозируется, что кредиты, выкупленные агентством, реально будут погашены в течение 6–7 лет [Ежеквартальный отчет..., 2005, с. 27].

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

2.4. РЕЗУЛЬТАТЫ РАСЧЕТОВ

Предположим, что семья, состоящая из 2,8 члена (среднее по России), со средним для каждой децильной группы доходом, решила приобрести квартиру максимальной площади по цене 15,5 тыс. руб. за кв. м. В качестве начального момента накопления в расчетах принят 4-й квартал 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 жилья²².

В приводимых ниже численных расчетах мы устанавливаем предельную сумму ежегодной субсидии на уровне максимального размера премии для 9-й группы, т. е. $M = 0,3 A_{max}^9 = 16\,688$ 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 взноса²³. Как уже отмечалось, для наиболее богатой 10-й группы, чьи сбережения намного превосходят остальные, участие в ССК не имеет смысла. Ее представители в состоянии приобрести жилье самостоятельно или с помощью банковской ипотеки, а эффективная процентная ставка в ССК недостаточно высока, чтобы привлечь их в качестве «друзей вкладчиков».

Мы предполагаем, что в базовом расчетном примере темп инфляции в накопительном периоде составит 10% в год. Темп роста цен на жилье 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 руб. на сбережения одного лица. Депозитная ставка в банке равна 8%, кредитная — 16%; срок кредита в банке и ССК равен 10 годам. Сумма премий в ССК достигает 9,5% от стоимости квартиры, а эквивалентная субсидия в банке составляет 25,5% от минимального начального взноса, равного 40% цены жилья. Таким образом, субсидия составит 10,2% стоимости квартиры.

Норму дисконта ρ 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 ρ 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. В приведенных ниже расчетах величина ρ

²² В современных западных ССК около 40% кредитов стройсберкасс выдается на ремонт. Поскольку мы пытаемся бюджетными премиями стимулировать спрос на жилье, то вначале следует ограничить использование кредита покупкой жилья (на первичном и вторичном рынках).

²³ 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 жилье. При темпе роста цен на жилье 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.

принята равной 0,01. Отметим, что такое снижение приводит лишь к незначительному увеличению эффективности (с 1,074 до 1,076).

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 – 46,5 кв. м. Таким образом, ССК оказывается эффективнее банковской ипотеки на 7,6%.

В наших расчетах мы считаем, что доходы всех групп растут одинаковым темпом 16%. Как показывает табл. 7, это предположение не является чрезмерно оптимистичным. Из равенства темпов роста следует, что все группы получают единую ставку премии μ и долю эквивалентной субсидии δ в стоимости приобретаемой квартиры. Возможности семей из разных доходных групп по покупке жилья приведены в табл. 9.

Таблица 9

Результаты расчетов эффективности стройсберкасс

Номер доходной группы	Норма сбережения в денежном доходе в 4-м квартале 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
9	21,7	55 628	50,0	46,5	7,62	14,03	11,9
8	19,5	39 907	35,9	33,4	7,62	14,03	11,9
7	15,9	25 828	23,2	21,6	7,62	14,03	11,9
6	16,2	20 469	18,4	17,1	7,62	14,03	11,9
5	15,1	15 607	14	13	7,62	14,03	11,9
4	14,8	12 818	11,5	10,7	7,62	14,03	11,9
3	15,3	10 903	9,8	9,1	7,62	14,03	11,9
2	14,5	8 302	7,5	6,9	7,62	14,03	11,9
1	13,2	4 949	4,5	4,1	7,62	14,03	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-й доходной группы сможет купить в ССК 47,7 кв. м, а в банке — лишь 41,8 кв. м. Эффективность стройсберкасс увеличится вдвое: результаты поддержки банковской ипотеки будут отставать от стройсберкасс на 14%.

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

2.4.1. 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.

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 условиях также оказывает положительное влияние. Однако вследствие увеличения 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-й 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, сочетание периода накопления в 5 лет, депозитной ставки 2–3%, кредитной 5–6% и премии 25–30% можно считать рациональными начальными параметрами российских стройсберкасс.

2.4.2. 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 ресурсы. 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 25,2% в год. Площадь квартир, купленных в обоих институтах, падает при этом до 39,4 кв. м;

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

в) снизить маржу банка с 8 до 1%, т. е. 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 9,2%. Практика показывает, что при сбалансированных тарифных планах, выверенной государственной поддержке и тщательном контроле над функционированием стройсберкасс такой вариант маловероятен;

г) увеличить субсидию в банке с 73,5 до 128,5 тыс. руб. (в ценах 2004 г.), т. е. в 1,75 раза (с 10,2 до 17,9% от стоимости квартиры).

Отметим, что эффективность ССК снижается до 1%, если срок кредита в банке увеличивается до 28 лет.

Естественно предположить, что по мере совершенствования институтов маржа и срок кредита в банке будут изменяться одновременно. Сегодня параметры ипотечного кредитования 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 4%. 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 стройсберкасс 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 потребителя²⁴. Следовательно, эффективность стройсбер-

²⁴ 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).

касс для основных слоев населения еще много лет будет оставаться гораздо выше найденных значений. При отказе от введения стройсберкасс подавляющее большинство граждан 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.

2.4.3. Влияние склонности к сбережению на спрос

Эмпирические исследования показывают, что регулярное накопление в ССК изменяет поведение потребителя, воспитывая привычку к сбережению [Housing Finance: Key..., 1998, p. 36]. Например, в Чехии к 2003 г. доля стройсбережений в ВВП возросла в 49 раз (до 4,9% от ВВП) на 7-м 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 75 кв. м, если при этом вырастет также и премия. Рост нормы сбережения у 8-й группы с 19,5 до 30% позволит ей приобрести 60 кв. м вместо прежних 36 кв. м.

Кроме того, стройсберкасс 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.

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 малопрестижных районах и предназначены для граждан с низкими доходами. Создание института некоммерческого (с низкой нормой прибыли) строительства является важным элементом политики по обеспечению населения жильем. Однако сравнительный анализ эффективности субсидий этому сектору выходит за рамки нашей работы.

2.5. ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СТРОЙСБЕРКАСС

2.5.1. Перспективы для населения

9–11 млн домохозяйств имели бы сейчас достаточно средств для участия в ипотеке. Из них 10–15% предпочли бы банковскую ипотеку (если решили бы покупать жилье), остальные — ССК. Расчеты показывают, что при сохранении условий 2003–2004 гг. наиболее состоятельным 5% населения кредиты не потребуются; банковской ипотекой в принципе может воспользоваться лишь нижняя половина десятой доходной группы населения (5% населения), представителей этой группы членство в стройсберкассах не привлечет.

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 доходным группам (около 10 млн семей), будут способны через 5–6 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 1 млн домохозяйств (лишь каждая десятая семья) только из этих двух доходных групп, то через 5 лет работы ССК будут обслуживать 10% всех домашних хозяйств.

В Словакии 90% всех вкладчиков использует право на льготный кредит. Предположим, что 90% домохозяйств из 1 млн вступивших в первый год возьмет кредит и половина из них предпочтет купить квартиру на первичном рынке²⁵. Тогда через 5 лет мы получим дополнительный спрос на новое жилье площадью около 20 млн кв. м в год. Всего же каждые 5 лет возможностью приобрести квартиру на первичном или вторичном рынке воспользуются 4,5 млн домохозяйств (или 8,7% населения). При этом государственные расходы для выплаты премии на стройсбережения будут постепенно расти и достигнут на пятом году работы ССК около 0,4% ВВП в год. (Отметим, что в пиковые годы Словакия и Чехия тратили на эти цели около 0,4 и 0,5% ВВП соответственно.)

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.

Конечно же, стройсберкассы не решают жилищные проблемы для всего населения. Однако, помогая 8-й и 9-й доходным группам приобрести новое жилье, они инициируют процесс улучшения жилищных усло-

²⁵ 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 450 тыс. семей каждый год.

вий для более низких групп. Представители 5-й, 6-й и 7-й групп располагают достаточными средствами (табл. 9), 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. По нашим оценкам, в 2003 г. сумма субсидий на строительство жилья из федерального, регионального и муниципального бюджетов составляла 1,33% ВВП, или около 150 млрд руб. С их помощью в 2003 г. получили бесплатные квартиры и улучшили жилищные условия 224 тыс. семей. Внедрение стройсберкасс не устраняет 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.

2.5.2. 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 124 млрд руб. (инфляция исключена). Напомним, что в 2004 г. было выдано 40 тыс. ипотечных кредитов общим объемом 18 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.

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

2.5.3. 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 стройсберкассы. 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, 2005]).

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-го и 4-го 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 институтов. 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.

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, региональные различия в доходах и ценах.

Задачи отбора эффективных трансплантатов и выработки стратегии промежуточных институтов возникают в рамках практически любой ин-

ституциональной 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. Вып. 3. Центральный банк Российской Федерации: Москва.

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

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

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

Жилищное хозяйство и бытовое обслуживание населения в России (стат. сб.). 2004. М.: Росстат.

Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. 2001. Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования населения в России. *Вопросы экономики* (5): 89–107.

Норт Д. 1997. *Институты, институциональные изменения и функционирование экономики.* М.: Фонд экономической книги «Начала».

Олейник А. 2000. *Институциональная экономика.* М.: ИНФРА-М.

Парламентские слушания на тему: «О подготовке и реализации программы Государственной Думы Федерального Собрания и Конгресса США по жилищному строительству в России «Дом для Вашей семьи». Международный семинар на тему: «Развитие рынка ипотечного жилищного кредитования в России», 14–15 мая 1998 г. 1998. М.: Издательский дом «Парус».

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».

Полтерович В. М. 1999. Институциональные ловушки и экономические реформы. *Экономика и математические методы.* **35** (2): 3–20.

Полтерович В. М. 2001. Трансплантация экономических институтов. *Экономическая наука современной России* (3): 24–50.

Полтерович В. М. 2005. *Стратегии институциональных реформ.* Препринт ЦЭМИ РАН. М.: ЦЭМИ РАН.

Полтерович В. М., Старков О. Ю. 2005. Закон о жилищных накопительных кооперативах: неожиданные результаты. *Имущественные отношения в РФ* (6): 43–54.

Полтерович В. М., Старков О. Ю., Черных Е. В. 2005. Строительное общество: ипотечный институт для России. *Вопросы экономики* (1): 63–86.

Развитие рынков ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации. Заключительный отчет. 2003. 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). <http://www.rusipoteka.ru>

Рогожина Н. Н. (ред.). 2004. *Опыт и проблемы развития ипотечного жилищного кредитования в регионах России.* М.: Фонд «Институт экономики города».

Российский статистический ежегодник (стат. сб.). 2004. М.: Росстат.

Россия и страны мира (стат. сб.). 2004. М.: Росстат.

Социально-экономическое положение России, 2004 г., №12. 2004. М.: ФСГС.

Справка о развитии общероссийской системы ИЖК (подготовлена МАИФ). 2004. <http://www.rusipoteka.ru>

Старков О. Ю. 2004. Эволюция и трансплантация институтов рынка ипотечного кредита. *Экономика и математические методы* **40** (3): 33–50.

Строительство в России (стат. сборник). 2004. М.: Росстат.

Фаерман Е. Ю., Хачатрян С. Р. 2004. Расширение доступности жилья на базе ипотечного кредитования. *Экономика и математические методы* **40** (1): 3–15.

Berkowitz D., Pistor K., Richard J.-F. 2003. The transplant effect. *American Journal of Comparative Law* **51** (1): 163–204.

Besley T., Coate S., Loury G. 1993. The economics of rotating saving and credit associations. *American Economic Review* **83** (4): 792–810.

Boleat M. 1985. *National Housing Finance Systems: A Comparative Study.* Croom Helm: London.

Building on Progress: The Future of Housing Finance in Poland. 1997. Consortium for USAID/Warsaw, Urban Institute.

Callier P. 1990. Informal finance: The rotating saving and credit association – an interpretation. *Kyklos* **43** (2): 273–276.

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

- Czech Republic. Country Note.* 2000. OECD Workshop on Housing Finance in Transition Economies UIC, Paris. 19–20 June. Document 9.
- Czech Republic Country Note.* 2002. 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, December 5–6. Warsaw, Poland.
- Dave N., Frey G., Keeney D., Maggiano L. 1997. *Agency for Housing Mortgage Lending Business Preparation. Final Report.* Urban Institute.
- Deutsch, E., Tomann H. 1995. Home ownership finance in Austria and Germany. *Real Estate Economics.* **23** (4): 441–474.
- Diamond D. B., Lea, M. J. 1992a. Housing finance in developed countries: An international comparison of efficiency. *Journal of Housing Research* **3** (1): 1–271.
- Diamond D. B., Lea M. J. 1992b. The decline of special circuits for housing finance. *Housing Policy Debate* **3** (3): 747–778.
- Diamond D. B. 1998. *The Current Operation of the Bauspar Systems in the Czech Republic, Hungary and Slovakia.* Urban Institute.
- Diamond D. B. 1999. *The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989–1999.* Urban Institute.
- Dobricza A. 2004. Home finance subsidies in Hungary. *Housing Finance International* **19** (2): 17–24.
- Donner C. 2004. *Housing Finance and Housing Policy.* The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability, May 24–25. Budapest.
- Friedemann R. 2003. *Extending Mortgage Lending to Middle and Lower Income Groups in Emerging Economies — Are Contract Savings Systems (CSS) suitable?* Paper Presented at Wharton International Housing Finance Program.
- Geetz A., Schneider G. 2005. *Promotion of Home Ownership by the German Government.* Presentation, LBS Westdeutsche Landesbausparkasse.
- Guinnane T. W. 1994. A failed institutional transplant: Raiffeisen's credit cooperatives in Ireland, 1894–1914. *Explorations in Economic History* **31** (1): 38–61.
- Hager R. 2004. *Efficiency of the Bausparkasse systems in Eastern Europe.* The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability, May 24–25. Budapest.
- 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 Concept and Terms.* 1998. Economic Commission for Europe: Geneva.
- Housing Finance System of Slovak Republic.* 2002. 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, December 5–6. Warsaw, Poland. <http://www.oecd.org/pdf/m0037000/m00037810.pdf>

Housing Finance: Present Problems. 1974. Committee on Financial Markets, OECD.

Jaffee D. M., Renaud B. 1996. *Strategies to Develop Mortgage Market in Transition Economies*. World Bank Policy Research Working Paper # 1697.

Kosareva N. B., Puzanov A. S., Tichomarova M. V. 1995. *Russia: Fast Starter — Housing Sector Reform, 1991–1995*. Urban Institute.

Lea M. J., Renaud B. 1995. *Contractual Savings for Housing: How Suitable are They for Transition Economies?* World Bank Policy Research Working Paper # 1516.

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.

Lea M., Chiquier L., Hassler O. 2004. *Mortgage Securities in Emerging Markets*. The World Bank. World Bank Policy Research Working Paper # 3370.

Low S., Sebag-Montefiore M., Dübel A. 2003. *Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets*. Mercer Oliver Wyman; European Mortgage Federation: Brussels.

Merrill S. R. 2000. *Poland Housing Finance Project. Final Project Report*. Prepared for USAID. Urban Institute.

Merrill S. R., Kozlowski E., Laszek J. 2000. *Poland: Housing Finance at the Millennium. An Assessment of the Achievements and Outstanding Issues*. Urban Institute.

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* 11 (5): 12–16. http://www.nbs.sk/BIATEC/BIA05_03/12_16.pdf

Plaut S. E., Plaut P. O. 2004. Housing savings plans. *Journal of Real Estate Finance and Economics* 28 (4): 319–337.

Poland 2002. Statistical appendix 2. 2002. 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, December 5–6. Warsaw, Poland.

Polterovich V. M. 2005. Institutional traps: Is there a way out? *Social Sciences* 36 (1): 30–40.

Qian, Y. 2003. How reform worked in China. In: Rodrik D. (ed.). *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*. Princeton University Press: Princeton, NJ; 297–333.

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*. <http://www.urbanecomomics.ru>

Scanlon K., Whitehead C. 2004. *International Trends in Housing Tenure and Mortgage Finance*. Council of Mortgage Lenders Research Report (November).

Scholten U. 2000. Rotating savings and credit associations in developed countries: The German–Austrian bauparkassen. *Journal of Comparative Economics* **28** (2): 340–363.

Stiglitz J. 1990. Peer monitoring and credit markets. *The World Bank Economic Review* **4** (3): 351–366.

Stiglitz J. 2000. Scan globally, reinvent locally: knowledge infrastructure and the localization of knowledge. In: Stone D. (ed.). *Banking on Knowledge. The Genesis of the Global Development Network*. Routledge: London; 24–43.

Struyk R. J., Kosareva N. B. 1993. *Housing Finance in Russia: Developments in 1992*. Urban Institute.

Suarez J. L., Vassallo A. 2004. *European Mortgage Market: An Overview*. IESE Business School-Universidad de Navarra, WP # 562.

Vittas D. 1995. *Thrift Deposit Institutions in Europe and the United States*. World Bank Policy Research Working Paper # 1540.

World Development Indicators 2003. 2003. World Bank.

Zapletalova J. 2004. *Housing Finance in Slovakia*. The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability, May 24–25. Budapest.

В. М. Полтерович, О. Ю. Старков

**Создание массовой ипотеки в России:
проблема трансплантации**

**НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ
НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОГО ИНСТИТУТА МЕНЕДЖ-
МЕНТА СПбГУ
№ R2–2005**

Корректор: Н. Э. Тимофеева

Подписано в печать с оригинал-макета 26.10.2005.
Формат 60x90/16. Бумага офсетная. Объем 3,64 уч. изд. л.
Тираж 150 экз.

Издательский центр факультета менеджмента СПбГУ
Волховский пер., 3, Санкт-Петербург, 199004, Россия
тел.: (812) 323–84–60; факс: (812) 323–84–51
book@som.spb.ru