

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2025-18-3-67-80
УДК 336.7(045)
JEL G21, E5

Дисбаланс на рынке жилья, системный риск и регуляторная практика

М.Ю. Печалова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Актуальность статьи обусловлена малоизученностью проблемы ценового дисбаланса на первичном и вторичном рынках жилой недвижимости и потребностью осмысления влияния затянувшихся антикризисных мер в ипотечном сегменте рынка недвижимости на обеспечение доступности жилья, риски банковской системы и регуляторную практику Центрального банка. *Предмет исследования* – поведение российских банков на рынке ипотечного кредитования в 2020–2024 гг. *Цели работы* – выявление причин возникновения ценового дисбаланса на первичном и вторичном рынках недвижимости, а также осуществление оценки эффективности макропруденциальных и денежно-кредитных мер регулирования в период действия широкомасштабной программы безадресной льготной ипотеки. На основе проведенного анализа *сделаны выводы* о том, что, *во-первых*, программы льготной ипотеки увеличили только на короткий срок доступность жилья для населения, тогда как с ростом спроса на новостройки и цен на них бенефициарами продления программы государственной поддержки стали застройщики и кредитующие банки; *во-вторых*, кредитный бум и несбалансированный рост цен на строящееся и готовое жилье привели к появлению признаков пузыря на рынке жилой недвижимости; *в-третьих*, риски в банковских кредитных портфелях начали накапливаться из-за снижения банками первоначального взноса на жилье по ипотеке, вовлечения в ипотечное кредитование высокорискованных групп заемщиков, значительного удлинения сроков кредитования и переоцененных залогов, *в-четвертых*, одновременное предоставление ипотечным заемщикам дополнительных кредитов другими банками увеличило системный риск; наконец, *в-пятых*, в условиях уверенного роста темпа инфляции в сочетании с перегревом кредитного рынка высокая доля кредитов с субсидируемой процентной ставкой в банковских портфелях значительно ослабила импульсы монетарного регулирования, и в результате рестриктивные макропруденциальные меры оказались более эффективными, чем повышение ключевой ставки Центральным банком.

Ключевые слова: доступность жилья; льготная ипотека; кредитный бум; ипотечный пузырь; системный риск

Для цитирования: Печалова М.Ю. Дисбаланс на рынке жилья, системный риск и регуляторная практика. *Экономика. Налоги. Право.* 2025;18(3):67-80. DOI: 10.26794/1999-849X-2025-18-3-67-80

ORIGINAL PAPER

Housing Market Imbalance, Systemic Risk and Regulatory Practices

M. Yu. Pechalova

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

The relevance of the topic of the article is due to its lack of research and the need to understand the impact of prolonged anti-crisis measures on housing affordability. *The subject of the study* is the imbalance between the primary and secondary housing markets. *The objectives of the work* are to identify the causes of price imbalances in the primary and secondary residential real estate markets in 2020–2024, the accumulation of systemic risk in the banking system due to the rapid growth in mortgage loans and to establish the effectiveness of macroprudential and monetary regulatory measures during the period of the large-scale non-targeted preferential mortgage program. It is proved that the credit boom and the unbalanced rise in prices for housing under construction and ready-made housing have led to the appearance of signs of a bubble in the residential real estate market. At the same time, risks began to accumulate in bank loan portfolios due to the involvement of high-risk groups of borrowers in mortgage lending, lower down payments, significantly extended loan terms and overvalued collateral. The increase in the creditworthiness of mortgage borrowers,

© Печалова М.Ю., 2025

and simultaneously by several banks. It has been demonstrated that due to the high proportion of loans with subsidized interest rates in bank portfolios, which weaken the impulses of monetary regulation, macroprudential measures have a greater impact on banks' activities than an increase in the key interest rate.

Based on a systematic analysis of statistical data, materials from the Bank of Russia and economic publications, it was concluded that preferential mortgage programs have increased housing affordability for the population only for a short period of time, whereas with increasing demand for new buildings and prices for them, developers and lending banks have become beneficiaries of the extension of the state support program.

Keywords: housing affordability; preferential mortgages; credit boom; mortgage bubble; systemic risk

For citation: Pechalova M. Yu. Housing market imbalance, systemic risk and regulatory practices. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2025;18(3):67-80. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2025-18-3-67-80

ДОСТУПНАЯ ИПОТЕКА – НЕДОСТУПНОЕ ЖИЛЬЕ

В последние годы на рынке жилой недвижимости наблюдается парадоксальная ситуация: несмотря на беспрецедентные меры государственной поддержки граждан и рынка новостроек в экономике сформировался тренд на снижение доступности жилья (рис. 1).

Массовая программа льготной ипотеки, введенная в апреле 2020 г. как часть антикризисных мер в условиях борьбы с новой коронавирусной инфекцией, стала одним из главных факторов роста спроса на жилье в новостройках. Заметное снижение величины первоначального взноса и аннуитетных платежей сделало возможным приобретение недвижимости даже в период шокового сжатия доходов населения. Замедлившись в январе–мае, рост портфеля жилищных кредитов возобновился с новой силой в июне–июле 2020 г., чему способствовала реализация отложенного с начала года спроса на жилье, а также перенос на текущий период будущих покупок жилья в условиях смягчения ценовых и неценовых условий банковского кредитования. При этом жилье приобреталось населением не только для улучшения жилищных условий, но и в инвестиционных целях.

Благодаря тому, что динамика строительства многоквартирного и индивидуального жилья в 2018–2019 гг. была отрицательной, строительный сектор, получив поддержку спроса на жилье, не смог одновременно обеспечить достаточный уровень предложения, поскольку временной лаг между увеличением спроса и началом продаж во вновь начатых проектах в среднем составляет около двух лет (рис. 2).

Важным фактором, разгонявшим цены на жилую недвижимость, являлось проведение Банком России мягкой денежно-кредитной политики. При этом скачок объема денежной массы в начале

2020 г. наблюдался не только в России: регуляторы многих государств в массовом порядке приступили к стимулированию экономик посредством применения монетарных инструментов и фискальных трат [1–3].

В России рост денежной массы, динамика зарплат в здравоохранении (прирост по итогам года — 15%¹) и падение ставок по депозитам привели к концентрации на руках у населения значительных средств, которые нуждались в защите от инфляции: в ноябре рост цен превысил целевой уровень и достиг 4,4%. В сложившихся условиях опережающий рост цен на жилую недвижимость по отношению к доходам населения был неизбежен (рис. 3).

Таким образом, можно выделить три ключевых фактора снижения доступности жилья и ускоренного роста цен на рынке жилой недвижимости в 2020 г.:

- повышение доступности ипотеки;
- рост инвестиционной привлекательности жилья;
- недостаточный уровень предложения на первичном рынке недвижимости.

ПРИЗНАКИ ПУЗЫРЯ НА РЫНКЕ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

Известно, что дополнительное предложение на рынке жилья не приводит к снижению его стоимости [4]. Действительно, несмотря на то что за время действия льготной ипотеки темпы ввода жилья в эксплуатацию многократно ускорились², снижения цен на жилую недвижимость в тот же период не произошло.

¹ Несмотря на то, что в других секторах экономики зарплаты не увеличивались и даже снижались, по итогам года рост номинальной оплаты труда в экономике в целом составил 6%.

² Так, в 2020–2023 гг. введено в эксплуатацию около 180 млн кв. м многоэтажек — это 1/3 от объема строительства с 2010 г.

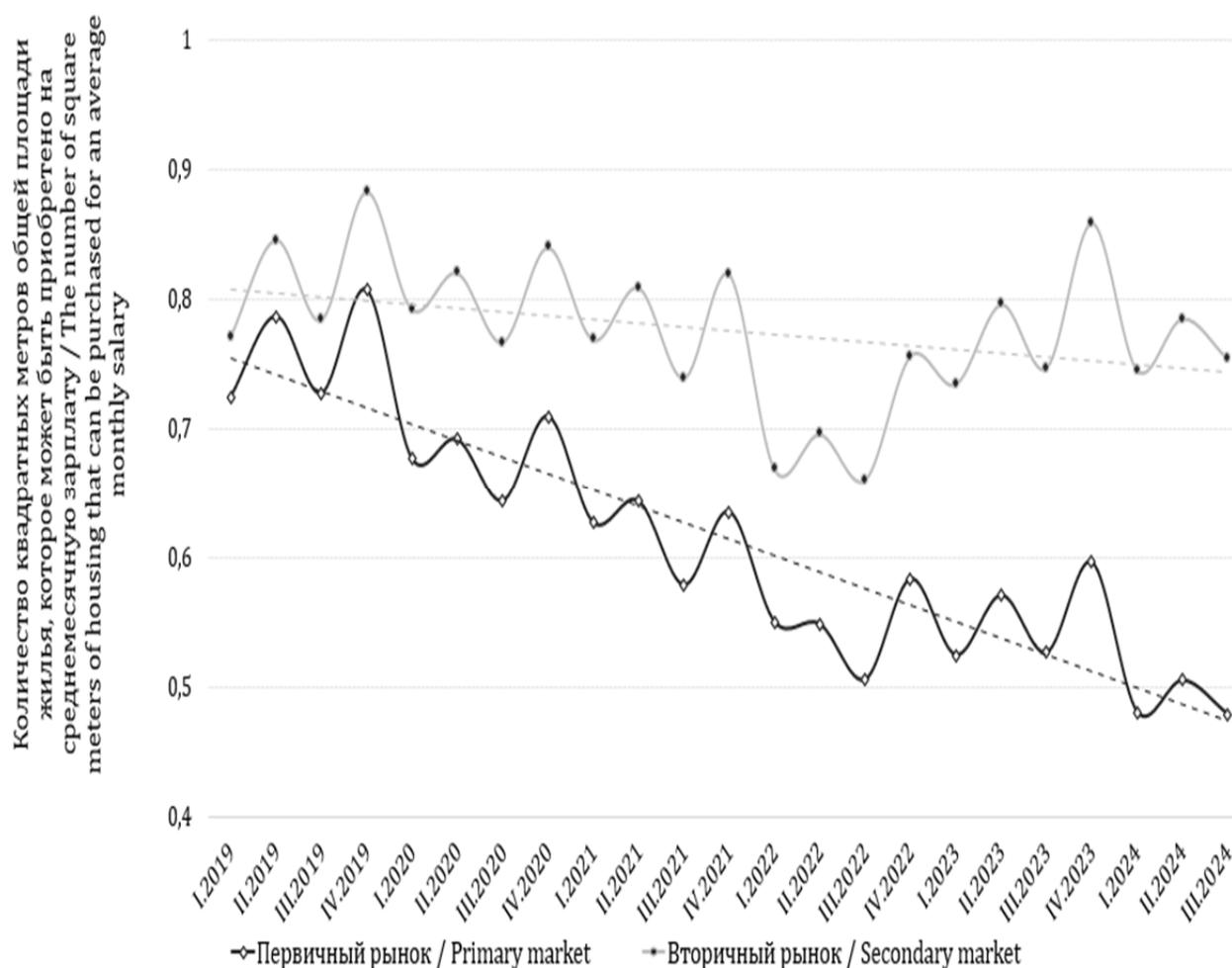


Рис. 1 / Fig. 1. Ценовая доступность 1 кв. м жилья на первичном и вторичном рынках / Affordability of 1 sq. m of housing in the primary and secondary markets

Источник / Source: составлено автором по данным Росстата / compiled by the author according to Rosstat.

Примечание / Note: Показатель доступности жилья рассчитан как отношение среднемесячной номинальной начисленной заработной платы к средней цене 1 кв. м общей площади квартир на первичном или вторичном рынке недвижимости / The housing affordability indicator is calculated as the ratio of the average monthly nominal accrued salary to the average price of 1 sq. m of the total area of apartments in the primary or secondary real estate market.

Напротив, ипотечный бум создал предпосылки для появления ценового пузыря³ на рынке жилой недвижимости, а также для опережающих темпов роста кредитной задолженности по отношению к росту доходов населения⁴ (рис. 4).

³ Ценовой пузырь (называемый также экономическим, спекулятивным, рыночным, финансовым, биржевым) — существенное отклонение в процессе торгов цены некоторого актива от ее справедливого значения. Как правило, возникновение ценового пузыря характеризуется ажиотажным спросом на актив, в результате чего цена на него значительно вырастает, вызывая в свою очередь дальнейший рост спроса.

⁴ Что обычно является одним из ключевых драйверов обвала ипотечного рынка и всего рынка недвижимости.

Следует отметить, что центральные банки многих государств начали синхронно сворачивать поддержку своих экономик в I квартале 2021 г. [5; 6], причем ужесточение монетарной политики происходило гораздо быстрее, чем в любой другой посткризисный период [7].

В то же время в России программы льготного жилищного кредитования, задуманные в качестве меры антикризисной поддержки, были не только продлены, но и активно развивались (увеличивались суммы заимствований, корректировались условия).

Согласно мнению Банка России потенциал роста доступности жилья за счет смягчения ус-

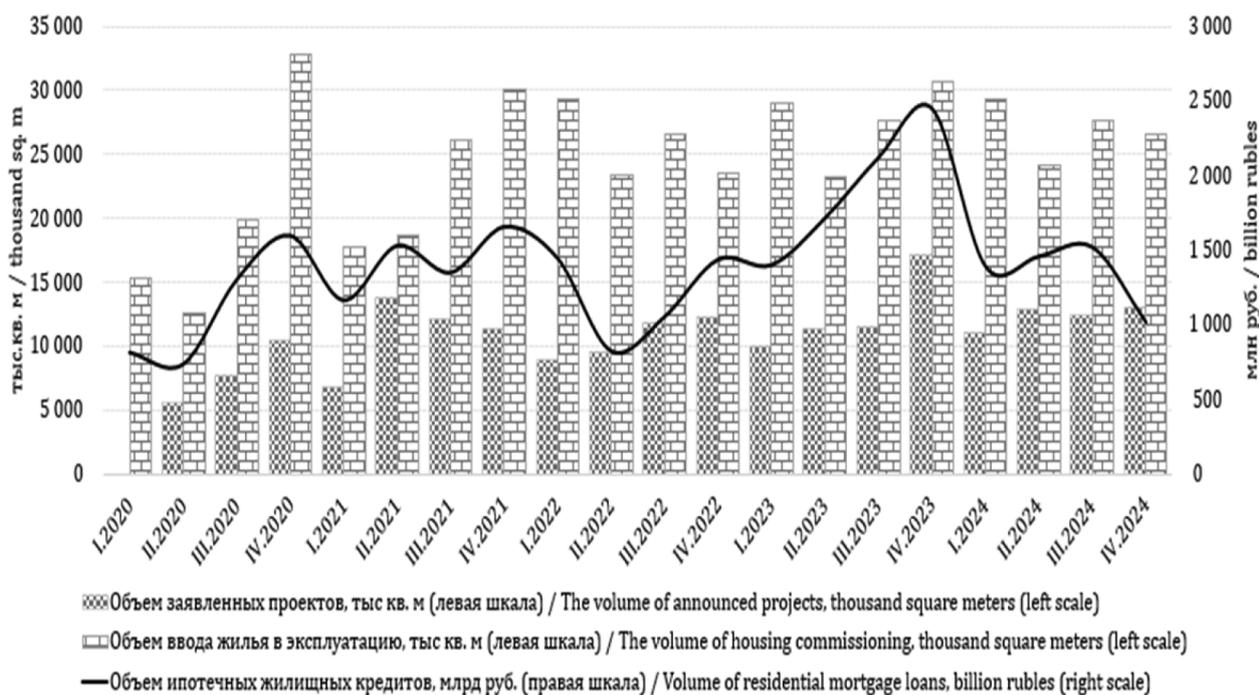


Рис. 2 / Fig. 2. Объемы банковского ипотечного кредитования заявленных новых строительных проектов и ввода жилья в эксплуатацию / The volumes of residential mortgage loans, announced new construction projects and housing commissioning

Источник / Source: составлено автором по данным Банка России и ДОМ.РФ / compiled by the author according to Bank of Russia and DOM.RF.

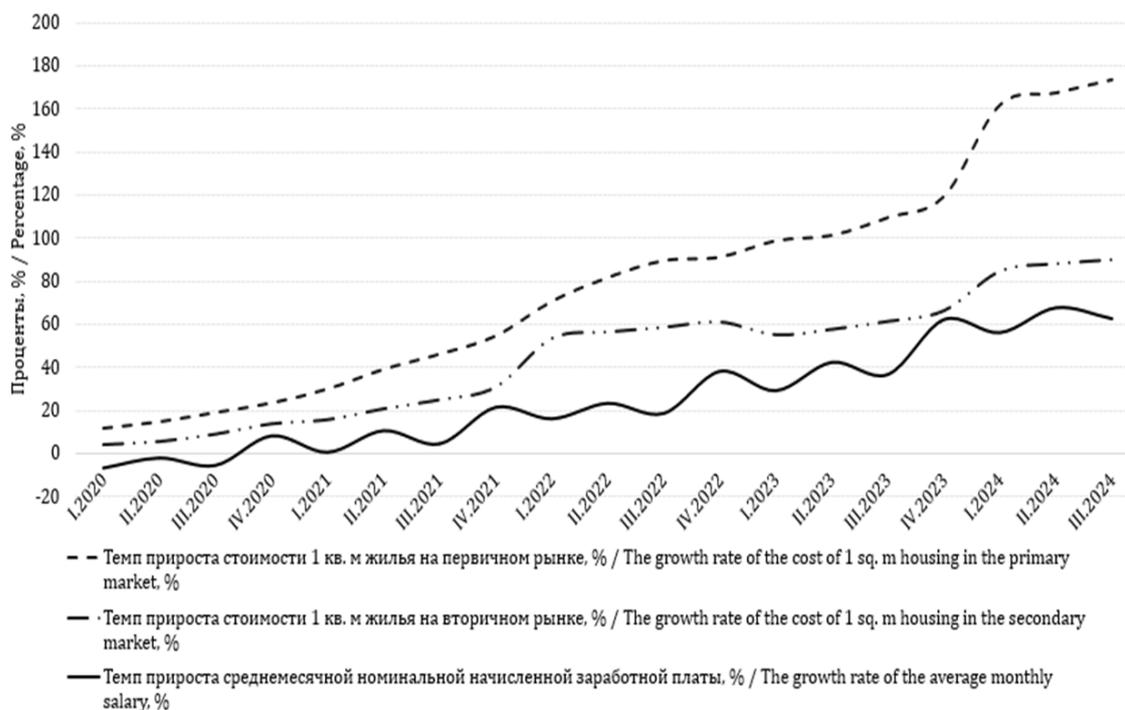


Рис. 3 / Fig. 3. Темп прироста рыночной стоимости 1 кв. м жилья и среднемесячной заработной платы (IV.2019 = 100%) / The growth rate of the market value of 1 sq. m of housing and the average monthly salary (IV.2019 = 100%)

Источник / Source: составлено автором по данным Росстата / compiled by the author according to Rosstat.

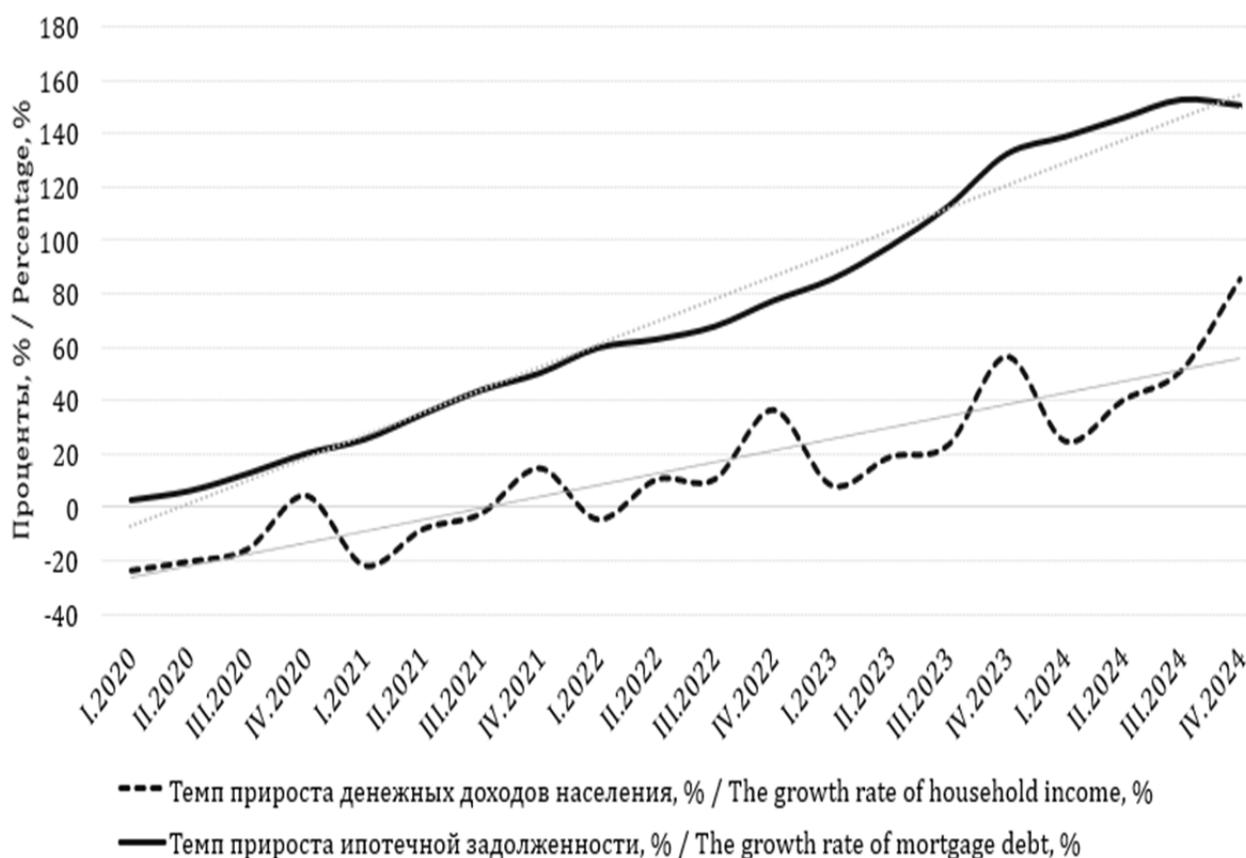


Рис. 4 / Fig. 4. Темпы прироста денежных доходов населения и ипотечной задолженности (IV.2019 = 100%) / The growth rates of household income and mortgage debt (IV.2019 = 100%)

Источник / Source: составлено автором по данным Росстата и Банка России / compiled by the author according to Rosstat and Bank of Russia.

ловий ипотечного кредитования был исчерпан уже к концу 2020 г. При этом регулятор указал на риски надувания ценового пузыря из-за продления программы льготной ипотеки, роста закредитованности населения, ухудшения стандартов ипотечного кредитования⁵ и вовлечения в ипотечные программы более рискованных групп клиентов⁶.

О «перегреве» ипотечного рынка также свидетельствовала качественная неоднородность банковского кредитного портфеля в результате массовой выдачи ипотеки, сопровождаемой значимым ростом необслуживаемых кредитов. Механизмы кредитных каникул и реструктуризации задолженности были

настолько востребованы, что кредитующие банки в дополнение к государственным мерам поддержки заемщиков начали вводить собственные программы с повышенными лимитами и упрощенным порядком принятия решения.

В качестве еще одного фактора риска следует отметить рост общей долговой нагрузки ипотечных заемщиков. Как выяснилось, ипотечные заемщики часто совмещают разные кредитные продукты, например ипотеку и кредит на первоначальный взнос, ипотеку и кредит на ремонт.

Доля заемщиков, бравших необеспеченный потребительский кредит незадолго до оформления ипотеки (вероятнее всего, на оплату первоначального взноса), выросла в 2020 г., но затем стабилизировалась на уровне около 6%. Также 12–16% ипотечных заемщиков привлекают потребительские кредиты в течение одного-двух кварталов после получения ипотеки (возможно, для финансирования ремонта в новом жилье), причем, как показала статистика, на интерва-

⁵ Информационно-аналитический материал Банка России «Обзор финансовой стабильности № 1 (18) • IV квартал 2020 — I квартал 2021 года», URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/33327/ofs_21-1.pdf.

⁶ Например, заемщиков с высоким показателем предельной долговой нагрузки (более 80%) и низким первоначальным взносом (менее 20%).

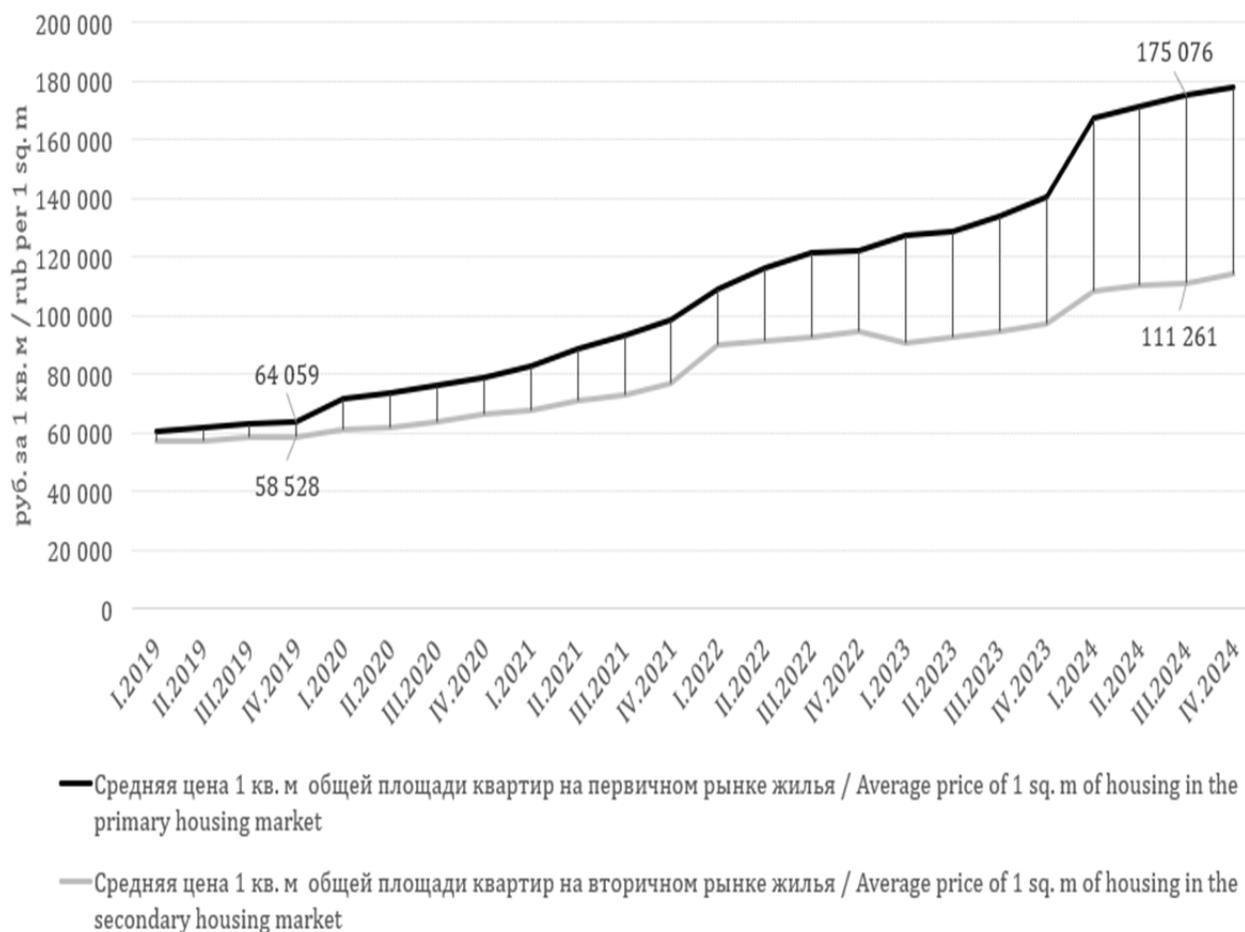


Рис. 5 / Fig. 5. Ценовой разрыв на первичном и вторичном рынках жилья /
The price gap in the primary and secondary housing markets

Источник / Source: составлено автором по данным Банка России / compiled by the author according to Bank of Russia.

ле до одного года с момента получения ипотечного кредита доля таких заемщиков возрастает до 26–27%.

Очевидно, что с увеличением количества кредитов, приходящихся на одного заемщика, растет вероятность его дефолта.

ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ ЦЕНОВОГО ПЕРЕКОСА

В период действия безадресной льготной ипотеки резкий рост стоимости новостроек разбалансировал рынок жилой недвижимости. Ценовой разрыв между готовым и строящимся жильем начал нарастать в I квартале 2020 г. и достиг пиковых значений в III квартале 2024 г. (рис. 5).

На протяжении длительного времени стоимость 1 кв. м на первичном рынке была ниже, чем на вто-

ричном рынке, и это воспринималось как премия за риск покупки жилья в новостройке, поскольку многие жилые объекты сдавались позже заявленных сроков, но в худшем случае застройщик мог стать банкротом, а приобретатели недвижимости — «обманутыми дольщиками». Однако ситуация изменилась в 2020 г. в результате одновременного действия трех факторов:

во-первых, влияния таких структурных факторов, как удорожание строительства (включая рост цен на стройматериалы, услуги подрядчиков, земельные участки для застройки и оформление разрешительной документации); переход к проектному финансированию с использованием эскроу-счетов (защищающих интересы участников долевого строительства, но увеличивающих стоимость финансирования проектов жилищного строительства); качественная разница в планировках и инженерных

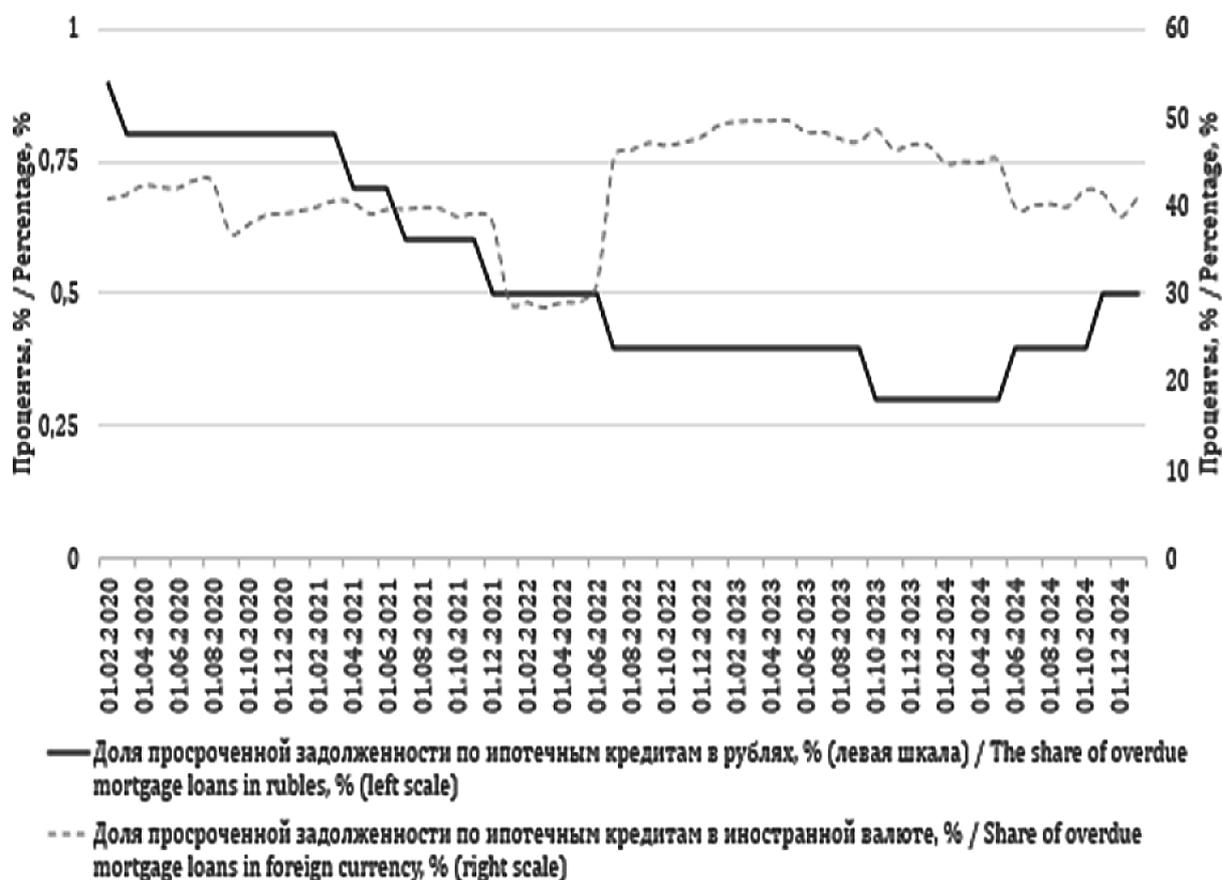


Рис. 6 / Fig. 6. Динамика объемов просроченной ипотечной задолженности / Dynamics of overdue mortgage debt

Источник / Source: составлено автором по данным Банка России / compiled by the author according to Bank of Russia.

решениях по сравнению с объектами, построенными десятилетия назад;

во-вторых, произошло резкое увеличение спроса на жилье в новостройках, подпадающих под условия программ льготной ипотеки. Согласно статистике в 2022 г. 75% всех сделок по покупке недвижимости заключалось с участием банковских заемных ресурсов, в 2023 г. таких сделок было 80%, причем на первичном рынке 90% покупок делалось с привлечением ипотеки⁷. Принимая во внимание ощутимую разницу в ипотечных ставках на строящуюся и готовую недвижимость, разворот покупательских предпочтений в сторону новостроек представляется вполне обоснованным;

в-третьих, на рынке появились очень выгодные, на первый взгляд, предложения о льготной ипотеке «от застройщика» с экстремально низкими (до 0,1%

годовых) процентными ставками. Как правило, такие сделки подразумевали комбинацию ипотеки с господдержкой и субсидиями от застройщика. На практике околонулевые ставки в таких сделках обеспечивались за счет завышения стоимости жилья для приобретателя на 20–30%, а также начисления номинальной процентной ставки на «раздутую» сумму кредита. Полученную от покупателя наценку застройщики выплачивали кредитующим банкам в виде комиссии за «выпадающие» доходы по ипотеке; кроме этого, банки получали субсидию от государства по льготным ипотечным программам; у застройщиков же маржинальность продаж сохранялась на обычном уровне.

Такая схема выгодна для заемщика только при одновременном выполнении следующих условий: покупатель не преследует инвестиционные цели, ипотека не будет погашаться досрочно, а рыночные цены на жилье продолжают уверенно расти.

⁷ По данным ДОМ.РФ.

РЫНОК ЖИЛЬЯ КАК ФАКТОР СИСТЕМНОГО РИСКА

Как известно, высокая долговая нагрузка на домохозяйства повышает вероятность возникновения кризисов и усугубляет посткризисную рецессию, а пиковые значения нового долга являются признаками наступающего кризиса с четырехлетним лагом [8].

Впрочем, в 2020–2024 гг. отношение портфеля ипотечных кредитов к ВВП в России находилось в пределах 12%, что ощутимо ниже, чем в европейских странах (в Италии — 26,3%, Австрии — 38,5%, Испании — 42,9%, Германии — 43,1%, Франции — 50,3%, Швейцарии — 125%, Великобритании — 133%), США (51,1%)⁸.

Однако льготные ставки по ипотеке позволили в период неопределенности, падения реальных располагаемых доходов и роста безработицы выйти на рынок покупателям, имеющим низкие доходы. И если в 2021–2023 гг. объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам либо снижался, либо сохранялся на прежнем уровне, то к началу 2024 г. проблемная задолженность начала «вызреть» и придавать ускорение данному показателю (*рис. б*).

В условиях финансовой нестабильности риски ухудшения качества обслуживания кредитов ассоциируются прежде всего с нестандартной ипотекой.

Так, в период кризиса 2014–2015 гг. основной удар пришелся на валютных ипотечников с рублевыми доходами, поскольку из-за резкой девальвации рубля платежи по ипотеке стали неподъемными для многих из них.

Большая часть такой задолженности была конвертирована в 2015–2016 гг. в рублевую ипотеку, так что к началу 2022 г. на балансах банков числилось всего около 2 тыс. валютных ипотечных кредитов, которые регулятор после начала специальной военной операции рекомендовал конвертировать в рубли по льготному валютному курсу⁹. Таким образом, по состоянию на 1 января 2025 г. объем валютной ипотеки находился в пределах 0,054% от величины совокупного ипотечного портфеля, однако уровень просроченной задолженности в данной номинации составил 41,3%.

Второй уязвимой категорией являются заемщики с ипотекой, выданной под плавающую процентную

ставку. Для кредитующего банка это возможность переложить часть процентного риска на заемщика в ожидании роста рыночных процентных ставок, а также избежать дополнительных издержек, связанных с рефинансированием кредитов, при снижении рыночных процентных ставок (ставка по кредиту уменьшается автоматически, вероятность перехода надежных клиентов из-за рефинансирования в другой банк минимальна).

Как отмечает Банк России, свойства плавающих процентных ставок «при прочих равных условиях позволяют кредиторам предложить заемщикам более низкую ставку, поскольку в ценообразование не закладывается стоимость процентного риска», т. е. «сравнительно более низкая ставка делает кредитные продукты доступными для более широкого круга заемщиков, а также «визуально» более привлекательными для заемщиков, что расширяет клиентскую базу банков»¹⁰. При этом кризисная ситуация с валютной ипотекой в 2014–2015 гг. показала, что заемщики при выборе кредитного продукта опираются лишь на значение процентной ставки, а потенциальные риски неблагоприятного изменения (в данном случае — валютного курса) во внимание не принимаются.

Чрезмерный рост долговой нагрузки в условиях роста рыночных ставок ведет к неплатежеспособности заемщиков, создает предпосылки для рисков финансовой стабильности и социальных рисков. Так, диапазон изменения средневзвешенной процентной ставки по ипотеке в 2020–2024 гг. составил от 8,3 до 11,1% годовых¹¹ (ключевая ставка находилась в пределах 4,25–21%). По расчетам регулятора при изменении процентной ставки на 2 п.п. ежемесячный платеж возрастает на 13%, выплаты в пользу банка увеличиваются на 34%, при удлинении срока погашения без изменения размера ежемесячного платежа срок использования кредита вырастает в 1,3 раза (при изменении на 3 п.п. рост составляет 20%, 51% и 1,7 раз соответственно)¹².

¹⁰ Доклад для общественных консультаций Банка России «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании». URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/118795/Consultation_Paper_03032021.pdf.

¹¹ URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=11007133>.

¹² Доклад для общественных консультаций Банка России «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании», URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/118795/Consultation_Paper_03032021.pdf.

⁸ Данные за 2021 г. URL: <https://www.helgilibrary.com/indicators/mortgage-loans-as-of-gdp>.

⁹ По официальному курсу на 18 февраля 2022 г.

Таблица / Table

**Макропруденциальное регулирование ипотечного кредитования с апреля 2021 по февраль 2025 г. /
Macropprudential regulation of mortgage lending from April 2021 to February 2025**

Дата / Date	Характер регуляторного вмешательства / The character of regulation
01.04.2020	Снижение надбавок к коэффициентам риска в целях поддержания доступности ипотечного кредитования; изменение порядка применения надбавок по ипотечным кредитам с низким первоначальным взносом (до 10%), погашаемых за счет материнского капитала: надбавки снижаются по мере погашения кредита
17.04.2020	Предоставление возможности применять к кредитам, реструктурированным в период с 01.03.2020 по 30.09.2020 г., прежние (более низкие) надбавки к коэффициентам риска
10.10.2020	Предоставление возможности применять к кредитам, реструктурированным в период с 01.03.2020 по 31.12.2020 г., прежние (более низкие) надбавки к коэффициентам риска и не рассчитывать показатель долговой нагрузки (далее – ПДН); предоставление до 31 декабря 2020 г. права не применять макропруденциальные надбавки в отношении кредитов, выданных заемщикам, подтвердившим факт заболевания COVID-19; увеличение срока формирования резервов по реструктурированным в период 01.03.2020–31.12.2020 г. кредитам до 1 июля 2021 г.
19.03.2021	Сохранение надбавок к коэффициентам риска на прежнем уровне
21.05.2021	Повышение надбавок к коэффициентам риска по ипотечным кредитам с LTV от 80 до 85%, предоставленным с 1 августа 2021 г. из-за быстрого накопления банками кредитов с низким (< 20%) первоначальным взносом
02.03.2022	Отмена макропруденциальных надбавок к коэффициентам риска по выданным с 1 марта 2022 г. ипотечным кредитам в рублях (за исключением кредитов с LTV свыше 90%)
19.09.2022	Установление с 1 декабря 2022 г. надбавки (2,0 для всех значений ПДН) к коэффициенту риска по рублевым ипотечным кредитам на договор долевого участия с первоначальным взносом не выше 10% в целях ограничения практики предоставления кредитов без первоначального взноса
20.02.2023	Повышение с 1 мая 2023 г. надбавок к коэффициентам риска по ипотечным кредитам из-за существенного ухудшения стандартов кредитования и массового распространения совместных программ банков и застройщиков с экстремально низкими ставками, в том числе в целях накопления буфера капитала для покрытия рисков, связанных с разницей цен на первичном и вторичном рынках жилья; установление с 1 мая 2023 г. надбавок для ипотечных кредитов, обеспеченных жилой недвижимостью, с LTV от 85 до 90% дифференцированно в зависимости от уровня ПДН
28.07.2023	Повышение с 1 октября 2023 г. надбавок к коэффициентам риска по ипотечным кредитам с низким первоначальным взносом и высоким значением ПДН из-за последовательного снижения стандартов кредитования и расширения ипотеки на более рискованные группы клиентов
27.12.2023	Повышение с 1 марта 2024 г. надбавок к коэффициентам риска по ипотечным кредитам в целях ограничения рисков закредитованности граждан
14.02.2025	Снижение с 1 марта 2025 г. надбавок к коэффициентам риска по ипотечным кредитам с первоначальным взносом более 20%, предоставленным заемщикам с ПДН менее 70%

Источник / Source: составлено автором по материалам пресс-релизов Банка России / compiled by the author based on Bank of Russia press releases.

В условиях кризиса количество кредитных дефолтов выше в странах, где преобладает предоставление кредитов с плавающей процентной ставкой [9], поскольку процентный риск легко трансформируется в кредитный риск. Отсюда следует, что кредитование по плавающим процентным ставкам сопряжено с повышенными системными рисками «заражения» — при росте рыночной ставки автоматически увеличивается показатель долговой нагрузки заемщика, что ухудшает качество всех выданных ему кредитов (в том числе на условиях фиксированной процентной ставки) во всех кредитующих банках, и качество их кредитных портфелей также автоматически снижается.

Следует отметить, что до настоящего времени таких сделок на российском рынке немного — они не превышают 0,1% в общем объеме ипотечных жилищных кредитов. Но если принять во внимание европейскую практику, то экономики с высокой волатильностью инфляции тяготеют к инструментам банковского кредитования с плавающими процентными ставками [10]. Можно ожидать, что объем ипотечных кредитов, выданных на условиях плавающих процентных ставок российскими банками, будет расти¹⁵.

Значимую угрозу стабильности банковской системы также создает ценовой дисбаланс на первичном и вторичном рынках жилой недвижимости. Фактически банки, выдавая льготную ипотеку, получали на свои балансы переоцененные залоги, так как в сегодняшних условиях жилье после перехода на вторичный рынок теряет до 30% первоначальной стоимости. Это означает, что в случае дефолта заемщика банки не смогут безубыточно реализовать залоговую недвижимость.

По мнению экспертов¹⁴, снижение стоимости залогового имущества по ипотечным кредитам более чем на 5% нанесет банкам ощутимый ущерб, а снижение на 20% и более может привести — по

оценкам Счетной палаты¹⁵ — «к необходимости создания кредитными организациями резервов в объеме 4493,5 млрд руб., что составляет 34,2% значения собственных средств топ-13 кредитных организаций, которые занимают более 95% рынка ипотечного кредитования».

После отмены программы безадресной льготной ипотеки с осени 2024 г. фиксируются снижение спроса на новостройки и переток покупателей с рынка первичного жилья на рынок вторичной недвижимости. Можно ожидать, что в дальнейшем этот процесс продолжится. Избежать сильного падения цен на строящееся жилье удастся торможением вывода объектов в продажи, а также запуском различных акций, рассрочек и скидок от застройщиков. Пока что цены на обоих сегментах рынка стагнируют (что при высоких темпах инфляции означает снижение реальной стоимости 1 кв. м), рынок пытается адаптироваться к новым реалиям.

Наконец, льготная ипотека «от застройщика» с пониженной процентной ставкой усилила риски банковской системы постольку, поскольку конструкция сделки оказалась не до конца проработанной многими банками-участниками.

Данная ситуация объясняется тем, что классическую ипотеку заемщики стремятся погашать досрочно, чтобы избежать уплаты процентов банку в полном объеме. Поэтому средний срок жизни кредита оказывается почти в два раза короче установленного в договоре срока погашения. При околонулевой процентной ставке экономический смысл в досрочном погашении кредита для заемщика теряется и банки, рассчитывавшие на ускоренное погашение задолженности и быстрое признание полученной от застройщиков комиссии в доходах, не могут получать в нынешних условиях требуемую доходность из-за длительных сроков амортизации кредитов.

В дополнение такие схемы связаны с повышенным кредитным риском. Во-первых, фактическое удлинение срока жизни ипотечного кредита до 25–30 лет значительно повышает вероятность дефолта заемщика, поскольку на таком временном горизонте высока вероятность наступления неблагоприятных жизненных событий, которые сделают невозможным ритмичное обслуживание долга. Во-вторых, показатель *LTV*¹⁶ перестает корректно

¹⁵ Вступившим 1 сентября 2024 г. в силу Федеральным законом от 22.06.2024 № 151-ФЗ максимальное значение плавающей процентной ставки по ипотеке установлено на уровне ставки на дату заключения договора, увеличенной на 1/3, но не более чем на 4 п.п.; кроме этого, при повышении плавающей процентной ставки у заемщика появляется право обратиться в банк с требованием об увеличении срочности кредита на 1/4, но не более чем на четыре года.

¹⁴ URL: https://arb.ru/b2b/news/v_padenii_tsen_na_zhile_uvideli_riski_dlya_bankov-10674934/?ysclid=m7zy6bn4la8100329.

¹⁵ URL: <https://ach.gov.ru/checks/ipoteka?ysclid=m80027la9u349849088>.

¹⁶ *LTV* (loan-to-value) — показатель отношения объема кредита к стоимости залога.

отражать качество кредита, поскольку цена сделки не соответствует справедливой цене продажи недвижимости банком-залогодержателем (т.е. при продаже залогового имущества за реальную рыночную стоимость заемщик не сможет полностью погасить кредит и ему придется доплачивать банку), занижение данного показателя подрывает устойчивость банков и уменьшает эффективность макропруденциального регулирования ипотечного кредитования. В-третьих, банки вынуждены дополнительно предоставлять застройщикам бридж-кредиты в целях уплаты ими комиссии в рамках сделки, поскольку средства на счетах эскроу не могут быть получены застройщиками до сдачи соответствующих объектов в эксплуатацию, и это создает для банков дополнительные кредитные риски.

Несмотря на то, что регулятором уже приняты меры по ограничению ипотечных сделок с пониженной процентной ставкой, в настоящее время такие продажи могут достигать до 50–60% от общего объема сделок на рынке жилой недвижимости¹⁷.

Очевидно, что накопленные банковским сектором проблемы в сегменте ипотечного кредитования способны замедлять развитие всех прочих сегментов кредитного рынка, а в случае реализации негативных шоков — государству придется поддерживать банковскую систему вливаниями средств из федерального бюджета, чтобы предотвращать разрастание кризиса.

МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ И МОНЕТАРНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В УСЛОВИЯХ МАСШТАБНОЙ ЛЬГОТНОЙ ИПОТЕКИ

Озабоченность Центрального банка высокими темпами роста ипотечной задолженности и снижением стандартов банковского кредитования заставила его принять ряд сдерживающих макропруденциальных мер.

В период с апреля 2020 по февраль 2025 г. насчитываются пять эпизодов ужесточения надбавок к коэффициентам риска¹⁸, причем первые ограничения были введены регулятором превентивно — до

¹⁷ URL: <https://www.rbc.ru/finances/10/02/2025/67a4f5579a79472b422156a5>.

¹⁸ Впрочем, в условиях негативных шоков (пандемия COVID-19 и начала военной фазы геополитического конфликта с Украиной) регулятор предпринял ряд регуляторных послаблений.

появления сигналов об ухудшении качества кредитного портфеля (см. таблицу).

Несмотря на ускоренные темпы роста ипотечного портфеля, банки вначале сохраняли высокие стандарты кредитования, например средняя величина показателя долговой нагрузки (далее — ПДН) по кредитам, выданным в IV квартале 2020 г., составляла 56%, а удельный вес ипотеки с первоначальным взносом от 10 до 20% — 31,8%.

Однако в 2021 г. по мере увеличения льготной ипотеки¹⁹ доля кредитов с низким первоначальным взносом начала расти (до 45% в I квартале 2021 г.). В дополнение стало очевидно, что темпы роста цен на новостройки значительно опережали темпы увеличения цен на готовое жилье, из-за чего возникла обеспокоенность обеспеченностью кредитов залогом.

Регулятор отреагировал на эту ситуацию увеличением надбавок к коэффициенту риска с августа 2021 г. в расчете на снижение в банковских портфелях рискованных кредитов и формирование банками буфера капитала, способного обеспечивать устойчивость системы в случае финансового стресса.

Сложно оценить достаточность принятых мер для купирования рисков банковского ипотечного портфеля, поскольку Банк России прервал цикл ужесточения макропруденциальной политики в условиях геополитического шока, и в конце февраля 2022 г. буфер капитала по необеспеченным кредитам и ипотеке на 733 млрд руб. был ликвидирован.

После восстановления кредитной активности в III и IV кварталах 2022 г. доля ипотечных кредитов с низким первоначальным взносом составляла уже 48 и 53% соответственно; при этом доля ипотечных кредитов заемщикам с ПДН более 80% совершила скачок с 36 до 44%. Замедлившаяся выдача ипотеки резко ускорилась к концу года, причем регулятор столкнулся с новыми угрозами стабильности в виде широкого продвижения ипотечных программ «от застройщиков» без первоначального взноса, в том числе в рассрочку (в комбинации с льготной ипотекой), с экстремально низкими процентными ставками и длинным сроком погашения, в результате чего с декабря были введены запретительные надбавки к коэффициенту риска в размере 200% по кредитам с низким первоначальным взносом (не выше 10%) для всех значений ПДН.

¹⁹ В рамках программ ипотечного кредитования с государственной поддержкой требовался первоначальный взнос в размере 10–15% от стоимости приобретаемого объекта недвижимости.

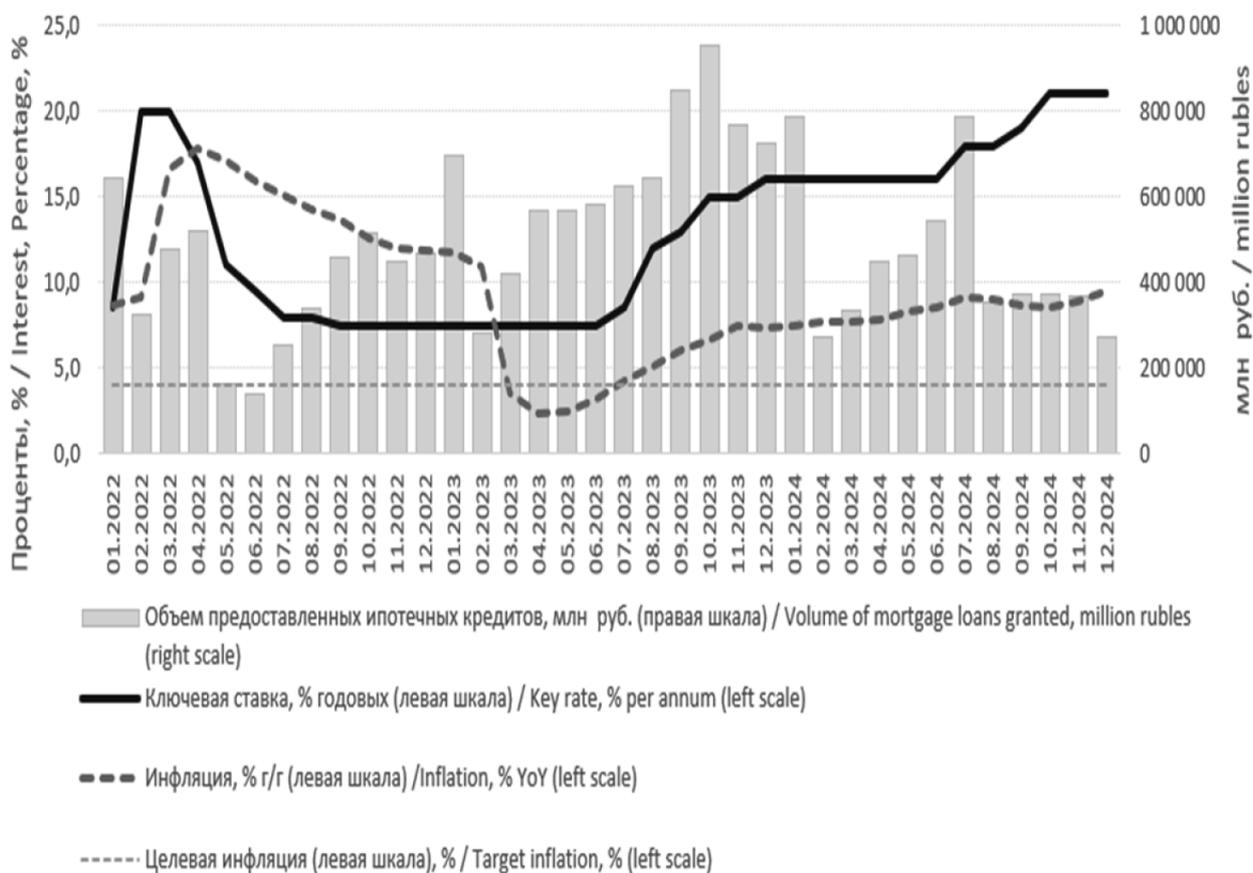


Рис. 7 / Fig. 7. Динамика ключевой ставки и темпов инфляции /
Dynamics of the key rate and inflation rates

Источник / Source: составлено автором по данным Банка России / compiled by the author according to Bank of Russia.

Наибольшего драматизма ситуация достигла в 2023 г., когда выяснилось, что кредитная активность банковского сектора остается высокой, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики по мере повышения ключевой ставки. Следует отметить, что во II квартале ускорение инфляции приобрело устойчивый характер, превысив в июле целевое значение в 4% (рис. 7).

В попытке охладить кредитный бум Центральный банк повышал ключевую ставку пять раз — в совокупности на 8,5 п.п. до 16% годовых. Однако льготные ипотечные программы, занимаемая в кредитном портфеле банковской системы около 20%, оказались слабо чувствительными к монетарному воздействию, вынуждая Центральный банк проводить более жесткую денежно-кредитную политику. Как точно сформулировал Банк России, «снижение ставки для одних групп заемщиков сопровождается ее повышением для

всех остальных», «в итоге льготный кредит оплачивают как налогоплательщики (через бюджетное субсидирование), так и «нелюбимые» заемщики (через кредитование по более высокой рыночной ставке)»²⁰.

Оказалось, что чем больше доля льготных кредитов в объемах рынка, тем более сильное изменение ключевой ставки требуется, чтобы в нужной степени повлиять на кредитную активность, спрос и инфляцию.

Для снижения кредитной активности банков регулятору дополнительно пришлось в полной мере задействовать инструменты макроprudенциального регулирования. Так, в ипотечном сегменте в 2023 г. трижды увеличивалась надбавка к коэффициентам риска, причем из поставленных

²⁰ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027.

целей регулятору удалось добиться прекращения практики завышения цен при продаже жилья на первичном рынке, но влияние на накопление рисков банковской системой оказалось недостаточным — удельный вес кредитов с низким первоначальным взносом опустился до 15% в октябре-ноябре, а вот доля кредитов заемщикам с ПДН свыше 80% сохранилась на 50%-ном уровне. Также остался неизменным и значительный разрыв цен между строящимся и готовым жильем.

В марте 2024 г. надбавка к коэффициентам риска для некоторых категорий ипотечных кредитов достигла 900%, но только отмена безадресной льготной ипотеки со 2-го полугодия охладил рынок и позволила регулятору добиться снижения рискованных кредитов до 13% от выданных, причем как в части кредитов с низким первоначальным взносом, так и в отношении заемщиков с ПДН более 80%.

В текущем году Банк России перешел к ослаблению макропруденциальных норм в сфере ипотечного кредитования, однако на перспективу регулятор получил право на ввод макропруденциальных лимитов в ипотеке для снижения уровня долговой нагрузки граждан в этом сегменте²¹. Также с января вступил в силу Стандарт защиты прав и законных интересов ипотечных заемщиков, направленный на противодействие недобросовестным банковским практикам, связанным с завышением стоимости жилья при выдаче ипотечного кредита.

ВЫВОДЫ

Ажиотажный спрос на льготную ипотеку привел к неоправданному росту цен на жилье, значительному ценовому перекосу на строящуюся и готовую недвижимость, перераспределению эф-

фекта от государственной поддержки в пользу застройщиков и кредитующих банков, в результате чего доступность жилья снизилась.

Одновременно кредитный бум обусловил накопление рисков в банковской системе, чему в незначительной степени способствовали снижение банками стандартов кредитования, распространению ипотеки на высокорискованные группы заемщиков. Причем ипотечный кредитный портфель только начал «вызревать», и пик ослабления финансовой устойчивости банковской системы еще не был пройден. В текущих рыночных условиях в случае кредитного дефолта банки не смогут безубыточно реализовать залоговую недвижимость, а самим должникам из-за низкого первоначального взноса после изъятия у них жилья придется еще и доплачивать кредиторам.

Оказалось, что кредиты с государственной поддержкой (до 1/5 объема банковского кредитного портфеля) нечувствительны к монетарному воздействию, так что регулятору для охлаждения кредитного рынка пришлось проводить более жесткую денежно-кредитную политику в ущерб всем прочим заемщикам, привлекающим кредиты на рыночных условиях. Заслуживает внимания читателей тот факт, что регулятор с гораздо большей эффективностью использовал в целях снижения кредитной активности банков инструменты макропруденциального регулирования.

Следует признать, что большая часть проблем, с которыми столкнулся регулятор на мезоуровне, была обусловлена несвоевременной отменой безадресной льготной ипотеки. Так что любые попытки распространить сохранившиеся программы адресной льготной ипотеки на более широкий круг получателей (прежде всего в интересах строительной отрасли) только замедлят возвращение к нормальным условиям функционирования как рынка жилой недвижимости, так и всего российского банковского сектора.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Cantú C., Cavallino P., De Fiore F., Yetman J. A global database on central banks' monetary responses to Covid-19. *BIS Working Paper*. 2021;934.
2. English B., Forbes K., Ubide A., eds. Monetary policy and central banking in the covid era. London: CEPR e-book; 2021.424 p.
3. Gourinchas P.-O., Kalemli-Özcan Ş., Penciakova V., Sander N. Fiscal policy in the age of covid: Does it 'get in all of the cracks?' *NBER Working Paper*. 2021;292-93.
4. Van der Drift R., de Haan J., Boelhouwer P. Mortgage credit and house prices: The housing market equilibrium revisited. *Economic Modelling*. 2023;120.

5. Kongsamut P., Monaghan D., Riedweg L. Unwinding COVID-19 policy interventions for banking systems. *IMF Special Series on COVID-19*. 2021.
6. English B., Forbes K., Ubide A., eds. Monetary policy responses to the post-pandemic inflation. London: CEPR e-book; 2024.407 p.
7. Forbes K., Ha J., Kose M.A. Rate cycles. *World Bank Working Paper*. 2024;10876.
8. Drehmann M., Juselius M., Korinek A. Accounting for debt service: The painful legacy of credit booms. *BIS Working Paper*. 2017;645.
9. Stanga I., Vlahu R., de Haan J. Mortgage arrears, regulation and institutions: Cross-country evidence. *Journal of Banking & Finance*. 2020;118(105889).
10. Albertazzi U., Ongena S., Fringuellotti F. Fixed rate versus adjustable rate mortgages: Evidence from euro area banks. *Bank of Italy Economic Working Papers*. 2018;1176.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

Мария Юрьевна Печалова — кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела и монетарного регулирования, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Maria Yu. Pechalova — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of Department of Banking and Monetary Regulation, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0000-0003-1476-7889>

MPechalova@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 15.03.2025; принята к публикации 14.05.2025.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received 15.03.2025; accepted for publication 14.05.2025.

The author read and approved the final version of the manuscript.