

# 1/23

ПРЕПРИНТЫ

МИКРОЭКОНОМИКА ОТРАСЛЕВЫЕ РЫНКИ  
ПРОМЫШЛЕННАЯ КОНКУРЕНТНАЯ  
И ИНФРАСТРУКТУРНАЯ ПОЛИТИКА  
MICROECONOMICS INDUSTRY MARKETS.  
INDUSTRIAL, COMPETITION AND  
INFRASTRUCTURE POLICY

Е. А. Пономарева, А. А. Дергачев, А. С. Каукин  
А. И. Косякина, Д. В. Филиппов

**АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ САНКЦИЙ НА СФЕРУ  
ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА**

**РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ  
ФЕДЕРАЦИИ**

**Е.А. Пономарева, А.А. Дергачев, А.С. Каукин, А.И. Косякина, Д.В. Филиппов**

**АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ САНКЦИЙ НА СФЕРУ ЖИЛИЩНОГО  
СТРОИТЕЛЬСТВА**

**Препринт**

**Москва 2023**

## АННОТАЦИЯ

Ключевые слова: финансовая устойчивость компаний, банкротство, цены на первичное жилье, спрос и предложения на рынке первичного жилья, санкции

**Объектом** исследования являются экономические и финансовые результаты деятельности компаний строительной отрасли в условиях макроэкономической нестабильности и санкционного давления.

**Целью** исследования является разработка практических рекомендаций по объему и временному горизонту поддержки строительной отрасли для преодоления негативных последствий введения экономических санкций в 2022 году.

**Метод или методология исследования** включают статистический и эконометрический анализ результатов работы строительной отрасли, систематизацию международного опыта поддержки строительной отрасли в условиях макроэкономической нестабильности.

**Результаты** исследования могут быть использованы для формирования новых инструментов мониторинга и поддержки строительной отрасли в условиях сокращения платежеспособного спроса на первичное жилье и ухудшения показателей финансовой устойчивости застройщиков.

С 2020 года основной мерой поддержки является реализация программы льготной ипотеки, которая существенным образом стимулирует спрос на первичное жилье. Однако, к концу 2021 года это привело к росту цен: в среднем по России стоимость 1 кв. м на рынке первичного жилья с 1 квартала 2020 г. по 1 квартал 2022 г. выросла более чем в 1.5 раза (за аналогичный период 2018-2020 гг. прирост показателя составил порядка 21%).

Сокращение платежеспособного спроса будет приводить к ухудшению показателей финансовой устойчивости застройщиков, а следовательно, требует разработки новых инструментов поддержки отрасли. Проведенный анализ показал, что с 2018-2019 гг. структура и количественное влияние отдельных факторов банкротства компаний изменились: большее влияние стали оказывать факторы, характеризующие объемы денежных поступлений.

## ABSTRACT

Keywords: financial stability of companies, bankruptcy, prices for primary housing, supply and demand in the primary housing market, sanctions

The object of the study is the economic and financial performance of companies in the construction industry in conditions of macroeconomic instability and sanctions pressure.

The purpose of the study is to develop practical recommendations on the volume and time horizon of support for the construction industry in order to overcome the negative consequences of economic sanctions in 2022.

The method or methodology of the research includes statistical and econometric analysis of the results of the construction industry, systematisation of the international experience of supporting the construction industry in conditions of macroeconomic instability.

The results of the study can be used to form new tools for monitoring and support of the construction industry in the conditions of reduced solvent demand for primary housing and deteriorating financial stability indicators of developers.

Since 2020, the main support measure has been the implementation of a preferential mortgage program, which significantly stimulates the demand for primary housing. However, by the end of 2021 this led to an increase in prices: on average in Russia the cost of 1 sq. m. in the primary housing market from the 1st quarter of 2020 to the 1st quarter of 2022 increased by more than 1.5 times (for the same period of 2018-2020, the growth rate was about 21%).

Reduction of solvent demand will lead to deterioration of developers' financial sustainability indicators, and therefore requires the development of new tools to support the industry. The analysis showed that from 2018-2019, the structure and quantitative influence of individual factors of company bankruptcy have changed: factors characterizing the volume of cash receipts began to have a greater influence

## **СОДЕРЖАНИЕ**

|                                                                                                                            |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>ВВЕДЕНИЕ .....</b>                                                                                                      | <b>4</b>  |
| <b>1 ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ В<br/>2020-2023 ГГ.....</b>                                        | <b>6</b>  |
| 1.1 Анализ динамики цен на рынке жилья в многоквартирных домах .....                                                       | 6         |
| 1.2 Динамика рынка ипотеки на первичное жилье .....                                                                        | 13        |
| 1.3 Анализ динамики объемов спроса на жилье .....                                                                          | 15        |
| 1.4 Оценка влияния санкций на цены и объемы ввода жилья в многоквартирных<br>домах.....                                    | 17        |
| <b>2 ВЛИЯНИЕ САНКЦИЙ И МЕР ПОДДЕРЖКИ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ НА<br/>ФИНАНСОВУЮ УСТОЙЧИВОСТЬ КОМПАНИЙ.....</b>                 | <b>19</b> |
| 2.1 Методология эконометрического исследования.....                                                                        | 20        |
| 2.2 Источники данных для проведения эконометрического исследования о<br>факторах финансовой устойчивости застройщиков..... | 21        |
| 2.3 Оценки изменения финансовой устойчивости застройщиков в 2022 и 2023 гг.<br>.....                                       | 23        |
| <b>3 РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОДДЕРЖКЕ РАЗВИТИЯ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ<br/>В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ.....</b>               | <b>27</b> |
| <b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>                                                                                                    | <b>30</b> |
| <b>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....</b>                                                                               | <b>32</b> |

## ВВЕДЕНИЕ

Объем работ по виду деятельности «Строительство» составляет около 5% ВВП России, потребление отрасли сосредоточено преимущественно на российском сырье и материалах, а также услугах – доля импорта товаров в общих затратах отрасли в 2020 году составляла порядка 1.5%, что позволяет говорить о наличии значительных косвенных эффектов поддержки отрасли для экономики в целом и высокой важности поддержки данной отрасли в период реализации макроэкономических шоков.

В 2022 году против России было введено рекордное количество санкционных ограничений, которые оказали влияние на различные сферы деятельности: импорт отдельных видов товаров, включая комплектующие для строительной техники и отдельные виды строительных материалов и промежуточной продукции, транспортировка грузов из-за рубежа, возможность осуществления финансовых транзакций с зарубежными компаниями, в том числе предъявляющим спрос на российские строительные материалы и промежуточные товары, такие как готовые металлические изделия, щебень и другие. При этом большая часть санкций не оказывала прямого влияния на строительную отрасль, однако, приводила к существенным косвенным эффектам. Например, изменению поведения населения с точки зрения его склонности к сбережениям и покупке товаров долгосрочного потребления как средству инвестирования, а также эффектам, связанным с перераспределением спроса на рынках строительных товаров. Кроме того, в 2022 году также был введен мораторий на банкротство застройщиков, что не позволяло в реальном времени отслеживать динамику

Таким образом, можно ожидать, что в кратко- и среднесрочной перспективе санкции приведут к сокращению реальных доходов населения, росту безработицы и снижению спроса на жилье, а также снижению доступности ипотечных кредитов вследствие роста ключевой ставки и ставки по ипотеке, а также увеличению издержек застройщиков. Все это будет способствовать снижению спроса на первичное жилье, как следствие, снижению финансовой устойчивости строительных компаний - росту вероятности банкротств и задержек ввода в эксплуатацию уже строящихся объектов, сокращению числа разрешений на строительство, изменению структуры реализуемых проектов. В этой связи можно предполагать, что перечень причин банкротства застройщиков, то есть набор факторов, изменился как с точки зрения их количества, так и с точки зрения силы влияния на вероятность банкротства. Поэтому актуальной задачей является обновление модели вероятности банкротства строительных компаний в условиях санкционного давления и поиск новых мер поддержки строительного рынка при сокращении платежеспособного спроса. Новизну исследования обуславливает тот факт, что введенное против России

количество санкций и их экономические последствия являются уникальными в мировой истории, а следовательно, требует дополнительного анализа результатов работы строительного рынка, включая факторы банкротства строительных компаний.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что реализованные меры поддержки поддержали рынок первичного жилья: в 2022 году был достигнут рекордный объем ввода жилья в многоквартирных домах, а финансовое положение застройщиков не ухудшилось, что было бы невозможно в условиях отсутствия поддержки. Однако, стимулирование спроса в ответ на введенные санкции привело к дополнительному росту цен на первичном рынке недвижимости в размере 1-2%. При этом в начале 2023 года ухудшились показатели распроданности жилья: если в январе-феврале 2022 года доля проданного жилья от всей площади строящегося жилья составляла порядка 36-37%, то весной 2023 года этот показатель достиг значений 29-30%. Это также свидетельствует о сокращении платежеспособного спроса и актуальности поиска новых мер поддержки застройщиков, не связанных со стимулированием спроса.

## **1 Динамика ключевых показателей строительной отрасли в 2020-2023 гг.**

В период 2020-2021 гг. в России наблюдался интенсивный рост цен на жилую недвижимость, в том числе за счет реализации программы по государственному субсидированию процентных ставок по ипотеке. В начале 2022 г. произошел ряд событий, которые могли оказать негативное влияние на рынок жилья – введение санкций и рост издержек на строительство жилья, изменение ключевой ставки Банка России (резкий рост ключевой ставки до 20% и последующее ее снижение до 7.5%), изменения условий программы льготной ипотеки как в части изменения процентной ставки (обусловленные изменениями ключевой ставки Банка России), так и в части максимального размера кредита, который был уменьшен в середине 2021 г., а впоследствии увеличен одновременно с ростом ставки процента.

### **1.1 Анализ динамики цен на рынке жилья в многоквартирных домах**

За последние 3 года (с декабря 2019 г. по декабрь 2022 г.<sup>1</sup>) цены на жилье на первичном рынке России, Москвы и Санкт-Петербурга в номинальном выражении выросли на 87%, 73% и 103%, соответственно (по данным портала «СберИндекс», см. рисунок 1<sup>2</sup>). Среди основных причин подобного роста можно выделить введение с середины 2020 г. субсидируемой государством программы льготной ипотеки, проведение Банком России относительно мягкой денежно-кредитной политики, в первую очередь с середины 2020 г. по середину 2021 г., восстановление цен после провала 2015-2017 гг. и прочие факторы. Несмотря на то, что наибольшие темпы роста кв. м наблюдались на первичном рынке жилья, на вторичном рынке недвижимости также наблюдалось существенное удорожание квартир – так, за аналогичный период (с декабря 2019 г. по декабрь 2022 г.) цены в г. Москва, г. Санкт-Петербург и в среднем по стране выросли в номинальном выражении на 48%, 58% и 56%, соответственно. Существенно более низкие темпы роста цен кв. м жилья на вторичном рынке по сравнению с темпами роста цен кв. м на первичном рынке обусловлены, в первую очередь, различиями в условиях ипотечного кредитования, возникшими в результате государственного субсидирования спроса.

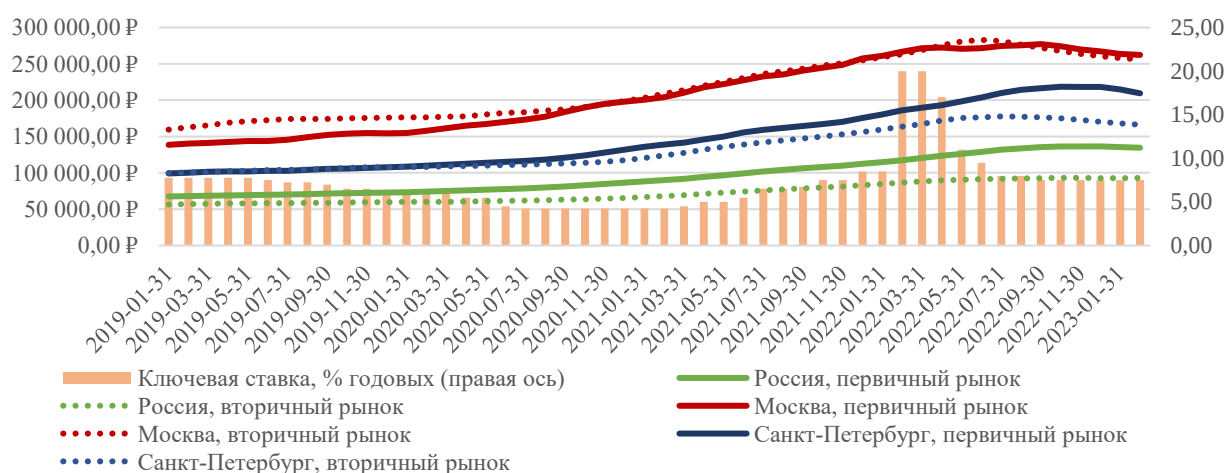
Во второй половине 2022 г. рост остановился. В крупных городах снижение более выражено и началось раньше. Начиная с осени 2022 г. эксперты стали говорить о перетоке

---

<sup>1</sup> Выбор интервала обусловлен стремлением включить в анализ период до начала функционирования масштабных государственных программ льготного ипотечного кредитования (период до 2020 г.).

<sup>2</sup> Существует два наиболее значимых источника данных о динамике цен жилой недвижимости в России – во-первых, это ежеквартальные данные о средних ценах кв. м общей площади квартир на рынке жилья, публикуемые Росстатом; во-вторых, это статистика о ценах кв. м жилья, публикуемая на портале «СберИндекс». По данным Росстата цены на первичном рынке выросли на 91% в среднем по России, и на 84% и 92% в г. Москва и г. Санкт-Петербург, соответственно. На вторичном рынке жилья рост аналогичных показателей составил 61%, 67% и 50%, соответственно.

спроса на ипотечные жилищные кредиты с первичного рынка на вторичный. Например, Домклик в октябре 2022 г. зафиксировал переток спроса на вторичный рынок жилья в связи с тем, что значительная часть продавцов на этом рынке была готова идти на уступки при продаже квартиры [1]. Кроме того, стимулирование спроса на первичном рынке привело к тому, что уровень цен на двух рынках по России в целом разошелся, усилив конкурентные преимущества вторичной недвижимости, а по регионам с высокой абсолютной стоимостью жилья, например, в г. Москва, – цены на двух рынках стали сопоставимы, что также привело к падению привлекательности покупки первичного жилья<sup>3</sup>. Так, в среднем по России, по данным портала «СберИндекс», разрыв в ценах составил порядка 44.0%.



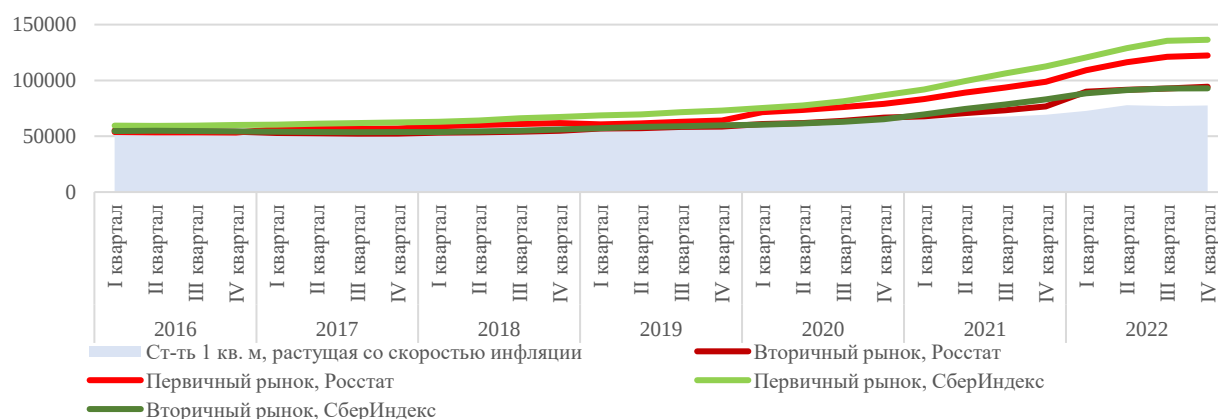
Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о ценах фактических сделок на первичном [2] и вторичном [3] рынках жилья, а также данных ЦБ РФ о ключевой ставке [4].

Рисунок 1 – Динамика номинальных средних цен кв. м жилья (рублей) и ключевой ставки (% годовых) с 2019 г.

Стоит отметить, что для России в целом (см. рисунок 2) цены 1 кв. м жилья, публикуемые Росстатом, систематически ниже аналогичных показателей, публикуемых на портале «СберИндекс», а для Москвы (см. рисунок 3) и Санкт-Петербурга (см. рисунок 4) – наоборот, систематически выше, причем если для Санкт-Петербурга и страны в целом различия обычно не превышают 10%, то для г. Москвы значения средних цен 1 кв. м жилья на первичном рынке, публикуемые Росстатом, могут быть на 30-35% выше публикуемых на портале «СберИндекс». Такие расхождения в статистических данных могут быть обусловлены методологией формирования выборки: данные, публикуемые на портале «СберИндекс», формируются на основе информации по сделкам, оформляемым через

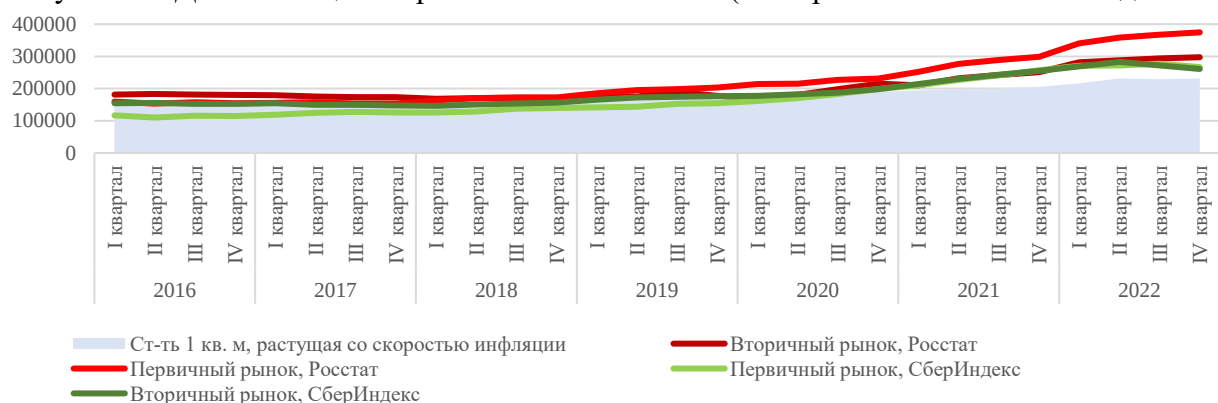
<sup>3</sup> С учетом возникающих дополнительных расходов в процессе ожидания его готовности и последующих расходов на ремонт.

Домклик, а данные, публикуемые Росстатом, – на основе информации, собираемой Росстатом от организаций, осуществляющих продажу жилья.



Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о средних ценах кв. м жилья в фактических сделках на первичном [2] и вторичном [3] рынках жилья<sup>4</sup>, данных Росстата о средних цена кв. м на рынке жилья [5], а также данных Росстата о квартальных ИПЦ [6].

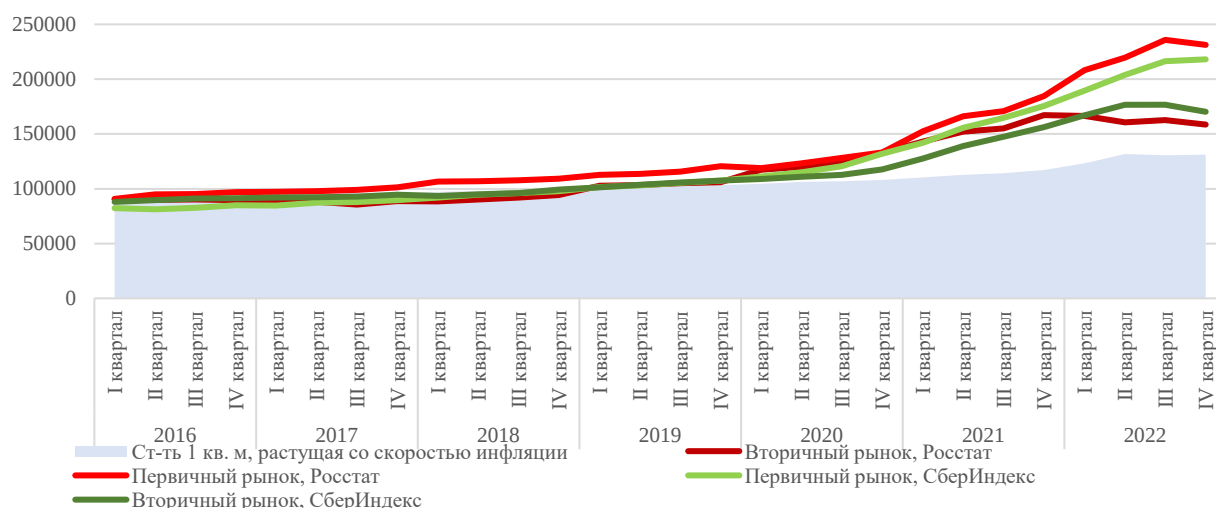
Рисунок 2 – Динамика цен на рынке жилья в России (альтернативные источники данных)



Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о средних ценах кв. м жилья в фактических сделках на первичном [2] и вторичном [3] рынках жилья, данных Росстата о средних цена кв. м на рынке жилья [5], а также данных Росстата о квартальных ИПЦ [6].

Рисунок 3 – Динамика цен на рынке жилья в г. Москва (альтернативные источники данных)

<sup>4</sup> Так как данные, публикуемые на портале «СберИндекс», представлены в ежемесячном формате, а данные, публикуемые Росстатом, – в ежеквартальном (публикуются цены кв. м жилья на конец квартала), то при сопоставлении использовались данные «СберИндекс» за последний месяц соответствующего квартала.



Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о средних ценах кв. м жилья в фактических сделках на первичном [2] и вторичном [3] рынках жилья, данных Росстата о средних цена кв. м на рынке жилья [5], а также данных Росстата о квартальных ИПЦ [6].

Рисунок 4 – Динамика цен на рынке жилья в г. Санкт-Петербург (альтернативные источники данных)

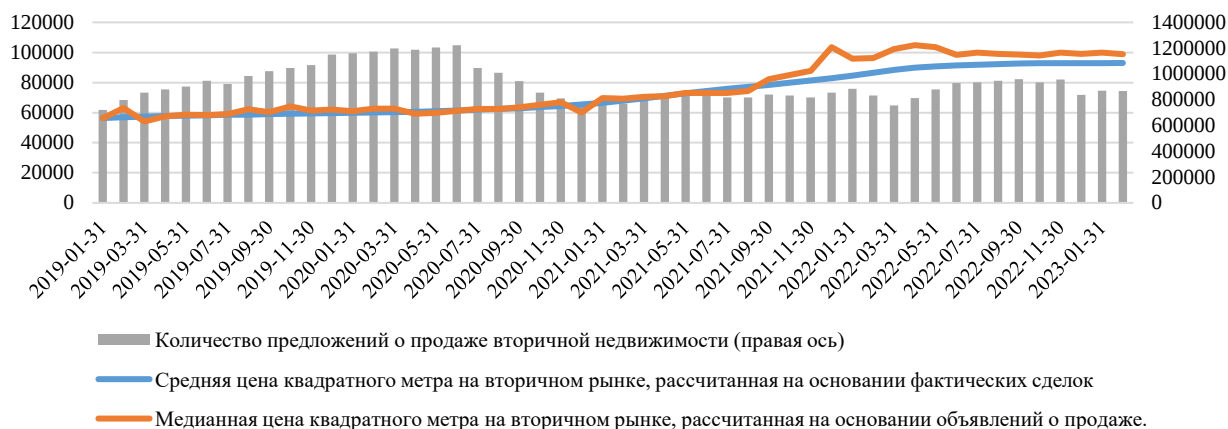
На первичном рынке жилья (см. рисунок 5) цены фактических сделок превышают медианные цены кв. м, рассчитываемые по данным из объявлений о продаже. Можно предположить, что данные различия связаны с тем, что в объявлениях о продаже девелоперы указываются цены, доступные покупателям при значительном размере первого взноса (или при совершении сделки по покупке недвижимости без привлечения кредитных средств) и/или с использованием ипотечных программ, не предусматривающих дополнительных субсидий со стороны застройщиков. Значительное же число сделок во втором полугодии 2022 г. совершалось по программам, в рамках которых покупатели жилья могли воспользоваться ипотекой с государственной поддержкой и субсидией от застройщика по «околонулевым» ставкам при одновременном росте цены покупаемой квартиры на 20-30% [7]. Таким образом, программы субсидирования застройщиками ипотечных программ могли стать источником расхождения в значениях показателей цен кв. м жилья в фактических сделках с квартирами в новостройках и цен в объявлениях о продаже.



Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о ценах кв. м в фактических сделках [2], в объявлениях [8] и о числе объявлений [9] на первичном рынке жилья.

Рисунок 5 – Цены объявлений (рублей за кв. м) и количество предложений о продаже (ед.) на первичном рынке жилья

На вторичном рынке жилья (см. рисунок 6) даже на фоне относительно небольшого объема предложения (в данном случае оцениваемого как количество размещенных объявлений о продаже) цены фактических сделок заметно отстают от цен, заявляемых продавцами.



Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о ценах кв. м в фактических сделках [3], в объявлениях [10] и о числе объявлений [11] на вторичном рынке жилья.

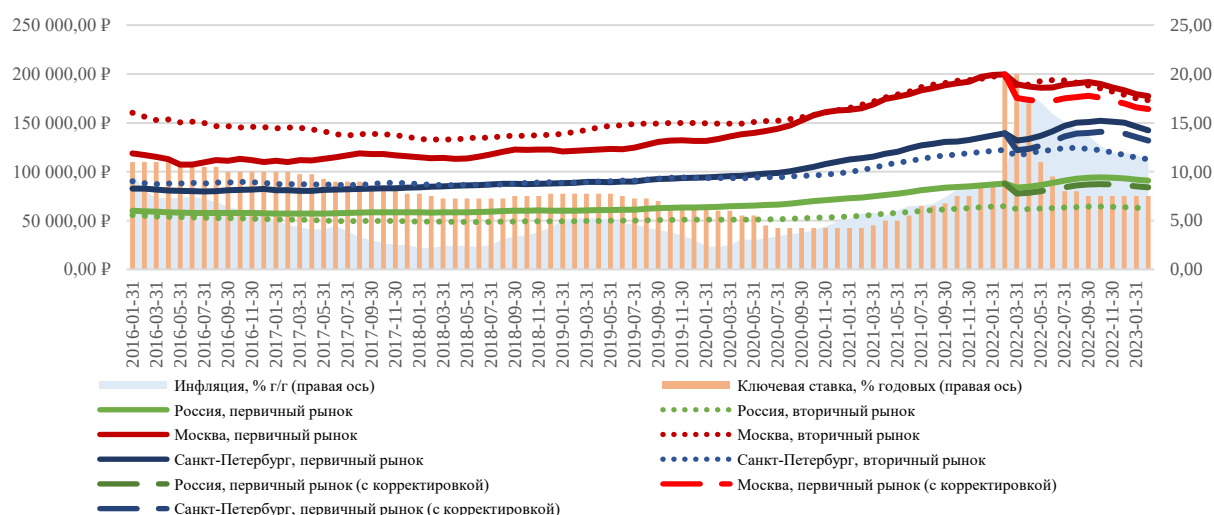
Рисунок 6 – Цены объявлений (рублей за кв. м) и количество предложений о продаже (ед.) на вторичном рынке жилья

Таким образом, анализ основных доступных источников данных о средних ценах квадратного метра жилья в многоквартирных домах показал, что начиная с 2020 г.

наблюдалось увеличение темпов роста цен как на первичном, так и на вторичном рынке жилья. Данная тенденция была характерна как для крупнейших российских городов – Москва и Санкт-Петербург, так и в среднем по России. При этом в результате действия льготных ипотечных программ произошло изменение соотношения цен на первичном и вторичном рынках – цены на первичном рынке выросли более значительно. Это также способствовало перетоку спроса с первичного рынка на вторичный, учитывая преимущества объектов последнего, связанные с возможностью проживания в квартире сразу после ее покупки и отсутствием необходимости делать ремонт.

В связи с относительно высоким уровнем инфляции в 2022 г. (почти 12% г/г), особое значение приобретает анализ динамики реальных цен на жилье. На рисунке (см. рисунок 7) представлена динамика цен кв. м жилья на первичном и вторичном рынке в Москве, Санкт-Петербурге и в России в целом за период с января 2016 г. по январь 2023 г., очищенная от инфляции (все показатели представлены в ценах 2016 г.).

С середины 2017 г. и до марта 2022 г. цены на первичном рынке жилья в среднем по России практически непрерывно росли быстрее инфляции, причем темпы роста цен увеличились, начиная с середины 2020 г., что могло быть объяснено как проведением Банком России более мягкой денежно-кредитной политики в этот промежуток времени (особенно, в период с середины 2020 г. по середину 2021 г.), так и началом функционирования в 2020 г. льготных ипотечных программ, призванных стимулировать спрос на рынке жилья и поддержать застройщиков. Рост реальных цен на первичном рынке жилья с декабря 2019 по декабрь 2022 г. в целом по России составил 47%.

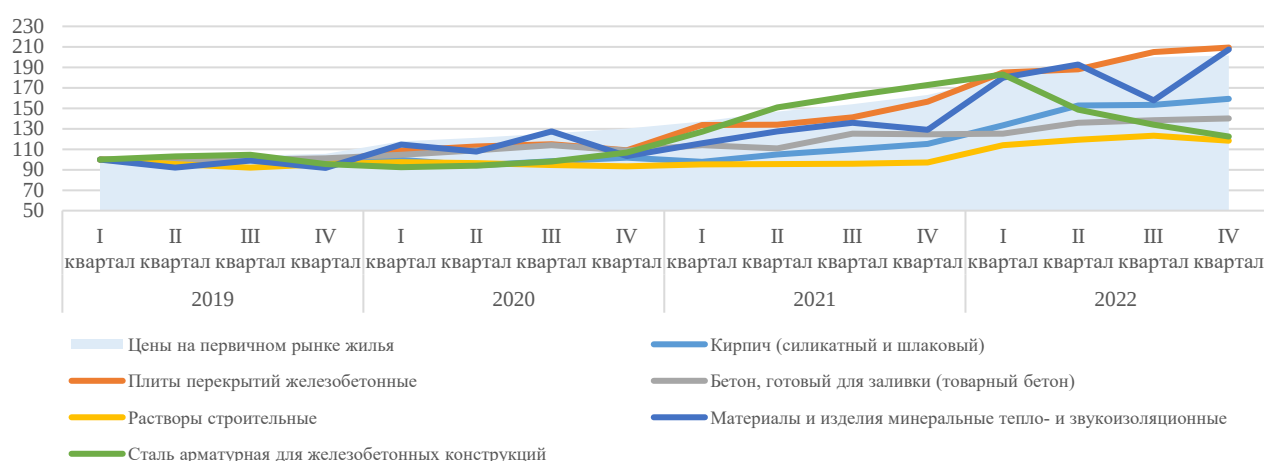


Примечание: Составлено авторами по данным портала «СберИндекс» о ценах фактических сделок на первичном [2] и вторичном [3] рынках жилья, а также данных ЦБ РФ о ключевой ставке и инфляции [4].

Рисунок 7 – Динамика реальных цен 1 кв. м жилья (показатели в ценах 2016 г.)

При этом необходимо также учитывать, что с мая 2022 г. получили широкое распространение ипотечные программы с государственной поддержкой и субсидией от застройщиков, в рамках которых цена продаваемых квартир искусственно завышалась при одновременном снижении ежемесячного ипотечного платежа за счет более низких процентных ставок по кредитам. Так, по оценкам Банка России, порядка 66-67% ипотечных кредитов оформлялось по таким программам, что по данным Банка России [7] давало прирост к стоимости квартиры в 20-25%, однако являлось следствием изменения формата кредитного договора (по сути, дополнительной платой за рассрочку или существенное снижение ставки по ипотеке), но не следствием реального роста цен. Это, в свою очередь, могло приводить к тому, что в реальности снижение цен кв. м жилья на первичном рынке было более существенным, чем это показывают статистические данные, не учитывающие действие субсидируемых застройщиками ипотечных программ.

На рисунке 8 представлена динамика цен кв. м жилья на первичном рынке недвижимости в целом по России и динамика цен материалов, широко используемых в строительстве многоквартирных домов и формирующих существенную часть издержек, которые несут компании при возведении таких зданий. Можно сделать вывод о том, что основные компоненты себестоимости строительства с 2019 г. росли более медленными темпами по сравнению с ценами 1 кв. м жилья на первичном рынке. Это позволяет говорить о том, что даже при дальнейшей коррекции цен кв. м на первичном рынке жилья у застройщиков остается пространство для сохранения приемлемой маржинальности проектов и, соответственно, стимулы к ведению своей экономической деятельности без сокращения объемов выпуска.



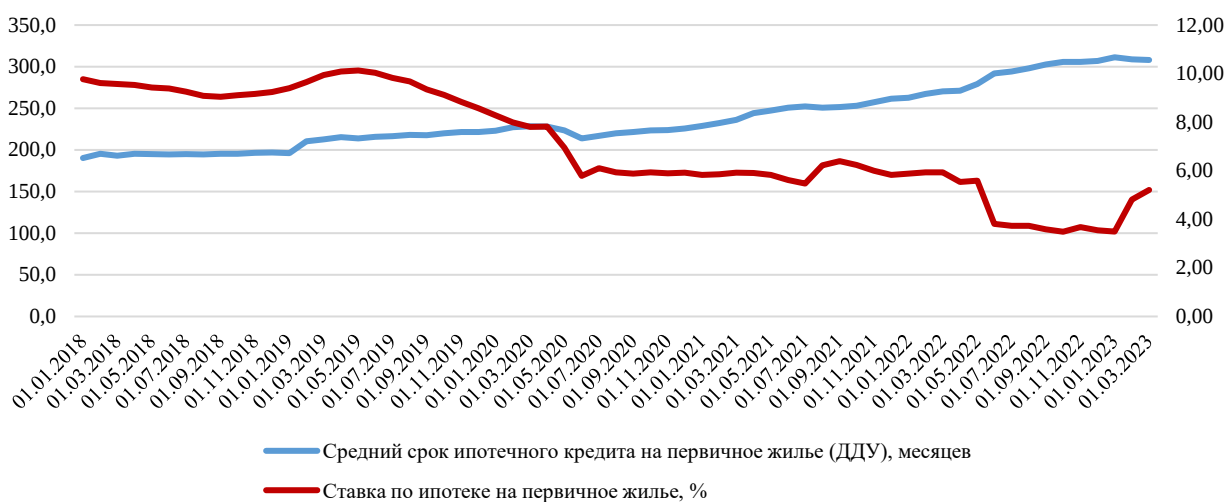
Примечание: Составлено авторами по данным ЕМИСС о ценах материалов [12] и ценах кв. м жилья на первичном рынке [5].

Рисунок 8 – Динамика цен на первичном рынке недвижимости и издержки строительства (строительных материалов)

## 1.2 Динамика рынка ипотеки на первичное жилье

Программа льготной ипотеки, впервые введенная для поддержки отрасли строительства жилья и стимулирования темпов ввода жилых площадей, привела к росту роли ипотечного кредитования на рынке недвижимости. Так, в феврале-марте 2022 г. на фоне резкого увеличения ключевой ставки ЦБ практически половина всех выдаваемых ипотечных кредитов приходилась на льготные программы, а порядка 65-70% квартир на первичном рынке, приобретенных в ипотеку в 2022 г., были куплены по программе льготной ипотеки с субсидией от застройщика.

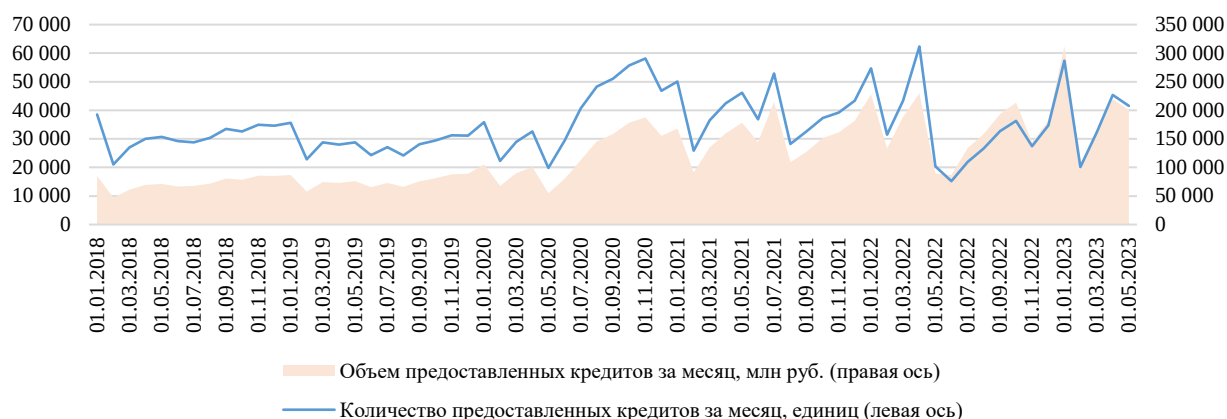
Широкое распространение льготных программ – субсидируемых как государством, так и самими застройщиками – привело к существенному сокращению размеров средневзвешенных ставок и одновременному увеличению средневзвешенных сроков по ипотечным кредитам на первичное жилье (по ДДУ). Так, с января 2018 г. по март 2023 г. средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам на жилье в новостройках снизилась с 9.8% до 5.2%, причем наиболее низких значений ставка достигала во II полугодии 2022 г. (с минимумом 3.5% в октябре 2022 г. и январе 2023 г.) из-за действия субсидированных застройщиками программ.



Примечание: составлено на основе данных Банка России [13].

Рисунок 9 – Ставка и средний срок ипотечного кредита на первичное жилье

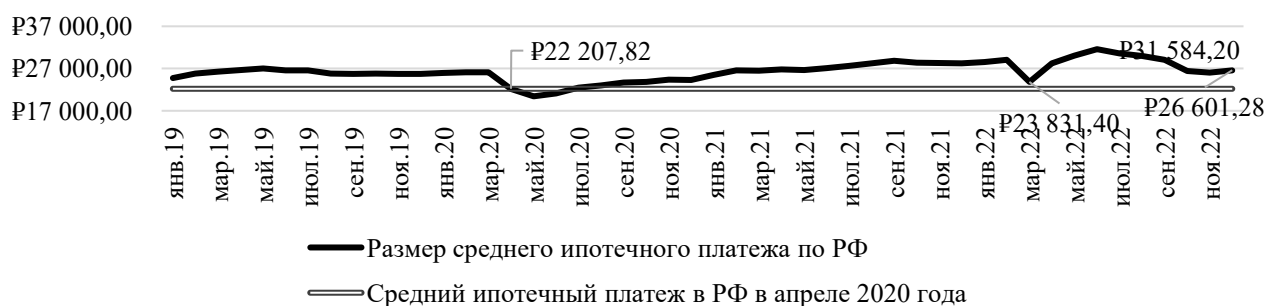
В конце весны-начале лета 2022 г. на фоне ужесточения кредитных условий и повышения уровня неопределенности наблюдалось резкое сокращение как количества, так и объемов предоставляемых за месяц ипотечных кредитов по ДДУ, однако, во втором полугодии 2022 г. ипотечное кредитование начало восстанавливаться (см. рисунок 10).



Примечание: составлено на основе данных Банка России [13].

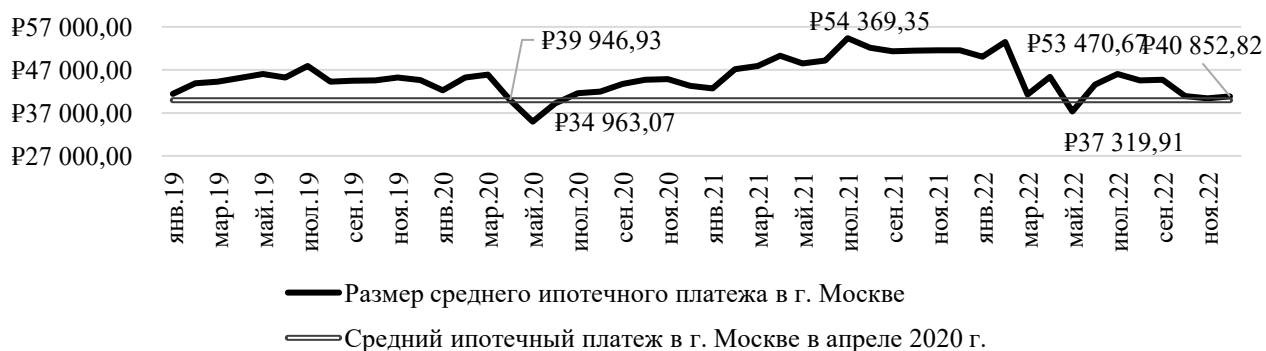
Рисунок 10 – Объем и количество выданных ипотечных кредитов по ДДУ

Так как более половины объектов на первичном рынке (58.1% по итогам 2022 г.) приобретается с привлечением ипотечного кредита, с точки зрения потребителя важным параметром, влияющим на принятие решения о покупке квартиры, является динамика среднего ежемесячного ипотечного платежа. Динамика этого показателя приведена на рисунках 11 (по России в целом) и 12 (для г. Москва).



Примечание: расчеты автора на основе данных Банка России [13].

Рисунок 11 – Размер ежемесячного платежа по ипотеке в РФ, рублей

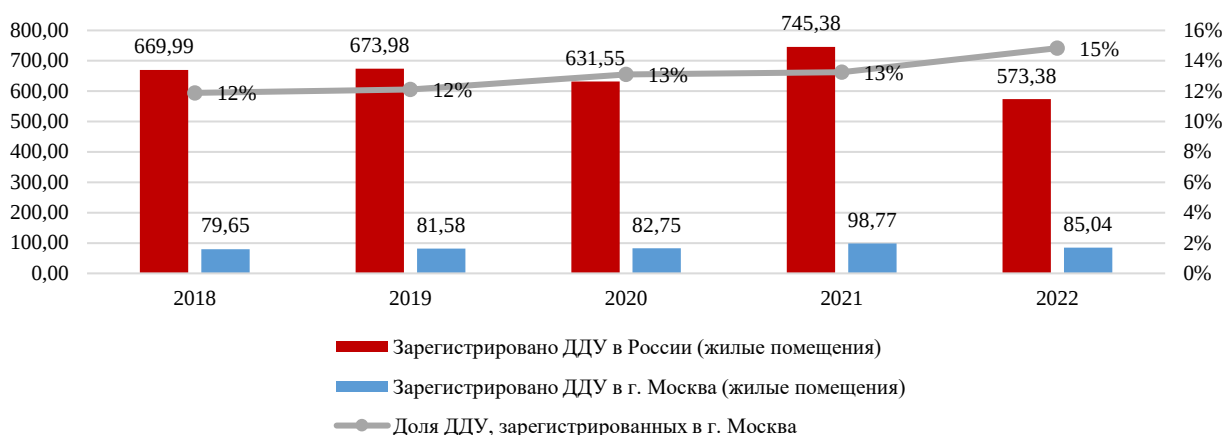


Примечание: расчеты автора на основе данных Банка России [13].

Рисунок 12 – Размер ежемесячного платежа по ипотеке в Москве, рублей

### 1.3 Анализ динамики объемов спроса на жилье

Ухудшение макроэкономической ситуации в начале 2022 г., рост уровня неопределенности и ужесточение кредитных условий оказывали негативное влияние на спрос как на первичном, так и на вторичном рынке жилья. Для компенсации сокращения спроса были изменены условия программы льготной ипотеки: до 31 марта 2022 года максимальный объем кредита по льготной ипотеке составлял 3 млн рублей при ставке в 6% годовых; затем ставка по субсидируемой ипотеке менялась от 12% до 7% с одновременным повышением максимального размера кредита до 6 млн рублей (в Москве, Санкт-Петербурге, Московской и Ленинградской областях – до 12 млн рублей). С 1 января 2023 года было принято решение о продлении программы льготной ипотеки по ставке 8%. Однако, льготная ипотека не смогла полностью компенсировать падение спроса в 2022 г.: на рисунке 13 представлена динамика числа ежегодно совершаемых сделок по продаже жилья на первичном рынке в целом по России и в Москве.

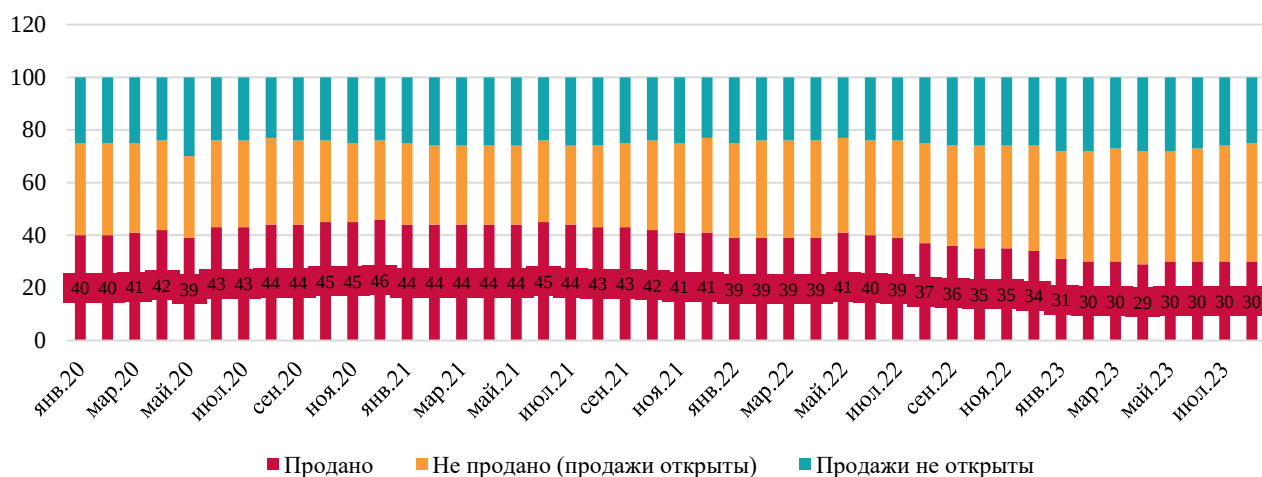


Примечание: составлено авторами по данным Росреестра [14].

Рисунок 13 – Изменение количества зарегистрированных ДДУ (договоров долевого участия), тыс. шт.

При сопоставлении поквартальных данных об объемах покупок квартир на первичном рынке жилья России можно заметить, что если в I квартале 2022 г. наблюдался повышенный спрос на жилье в новостройках, то уже во II квартале 2022 г. произошло его существенное сокращение по сравнению с аналогичными периодами 2019-2021 гг.

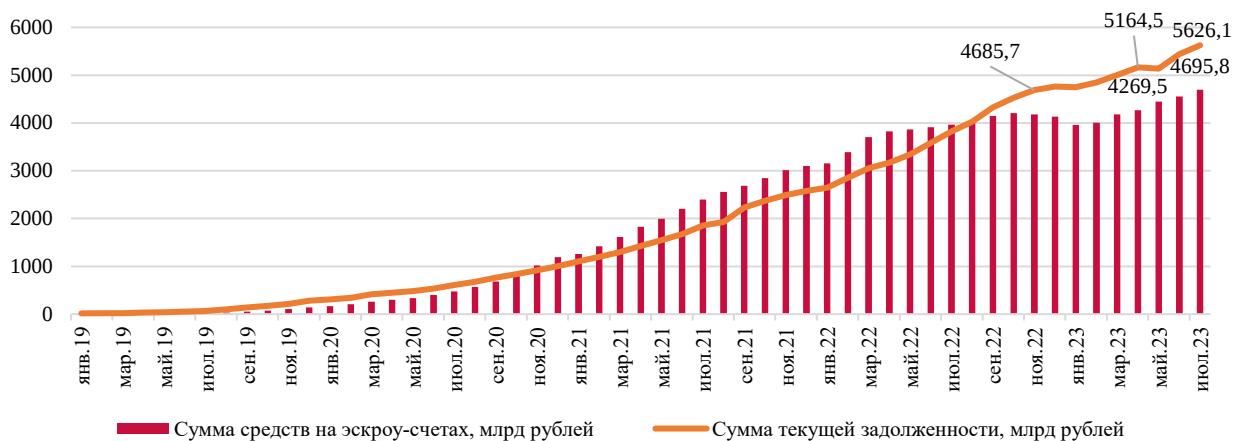
В результате этого, начиная с середины 2021 г., доля проданных квартир в строящихся домах начала сокращаться. Если в июле 2022 г. доля проданных квартир во всех строящихся объектах составляла порядка 39-40%, то к февралю-марту 2023 г. данный показатель снизился до 30% и продолжает оставаться на этом уровне, несмотря на рост спроса вследствие ожиданий роста ставок по льготным программам после повышения ключевой ставки Банком России (см. рисунок 14).



Источник: данные ЕИСЖС [15].

Рисунок 14 – Распроданность квартир в строящихся объектах по РФ в целом, %

Снижение спроса на первичном рынке жилья может негативно сказываться на финансовом состоянии застройщиков. Начиная с сентября 2022 года наблюдается превышение текущей задолженности застройщиков над объемами средств, размещенных на счетах эскроу, при этом в начале 2023 года этот разрыв существенно увеличился, что было связано с открытием застройщиками новых проектов, несмотря на исчерпание значительной части спроса (см. рисунок 15). Это, в свою очередь, может привести как к переносу сроков реализации текущих проектов, находящихся на начальных стадиях строительства (и, как следствие, имеющих меньшую распроданность), а также к сокращению или переносу на более поздние периоды сроков реализации проектов, исполнение которых еще не началось.



Источник: данные Банка России [16].

Рисунок 15 – Динамика показателей проектного финансирования с использованием эскроу-счетов

Таким образом, можно сделать вывод о том, что негативные эффекты от ухудшения макроэкономической конъюнктуры из-за санкционного давления на рынке жилья

выражены в первую очередь в снижении спроса. Это, в свою очередь, приводит к увеличению нераспроданных площадей и в дальнейшем может приводить к снижению цен на жилую недвижимость в новостройках, сокращению числа реализуемых проектов и ухудшению финансовой стабильности застройщиков.

#### **1.4 Оценка влияния санкций на цены и объемы ввода жилья в многоквартирных домах**

Введение санкций против России в 2022 году привело к значительным изменениям, в том числе на внутренних рынках. Рынок жилья включал в себя не только сделки, направленные на улучшение жилищных условий граждан, но и инвестиционные сделки, целью которых было сохранение и увеличение капитала. При этом введенные валютные ограничения, в том числе ограничения на вывоз иностранной валюты и переводы за рубеж, сложности трансграничных переводов привели к уходу инвесторов с российского рынка жилья. Для компенсации сокращения спроса были изменены условия программы льготной ипотеки. До 31 марта 2022 года максимальный объем кредита по льготной ипотеке составлял 3 млн рублей при ставке в 6% годовых. Далее в связи с увеличением ключевой ставки и последующим ее снижением ставка по ипотеке менялась от 12% до 7% с одновременным повышением максимального размера кредита до 6 млн рублей во всех регионах, за исключением Москвы, Санкт-Петербурга, Московской и Ленинградской областей, где максимальный объем кредита составил 12 млн рублей. С 1 января 2023 года было принято решение о продлении программы льготной ипотеки на 18 месяцев (до 31 июля 2024 года) по ставке 8% с сохранением ограничений по максимальным объемам ипотечного кредита для всех регионов.

Оценка влияния указанных мер на цены и объемы ввода жилой недвижимости проводилась при помощи построенной ранее эконометрической модели. В исследовании 2022 года РАНХиГС «Разработка предложений по развитию рынка первичного жилья с учетом макроэкономических факторов динамики цен» была построена модель одновременных уравнений для спроса и предложения на рынке первичного жилья.

Прогнозирование динамики цен и объемов жилищного строительства проводилось с учетом нескольких содержательных предположений о динамике переменных в условиях отсутствия санкций:

- 1        Ставка по льготной ипотеке в 2022 году составляла – 6%, в 2023 году – 10%<sup>5</sup>.
- 2        Обменный курс к концу 2022 года составил порядка 74 рублей за доллар, к концу 2023 года – порядка 77 рублей за доллар.

---

<sup>5</sup> Установление такой ставки фактически означает отмену льготной ипотеки.

3 Рост цен в 2022 году составил порядка 8.4%, в 2023 году – порядка 6.4%.

4 Количество выданных ипотечных кредитов под залог прав требований по ДДУ в 2022 году будет сопоставимо с количеством ипотечных кредитов под залог прав требований, выданных в 2021 году, а в 2023 году – вернется к уровню 2019 года.

С учетом этих предположений был сформирован прогноз динамики цен и объемов ввода жилья в многоквартирных домах, см. таблицу 1. Необходимо также отметить, что данные 1 квартала 2022 года были использованы для калибровки модели, что обуславливает соответствие фактических и прогнозных значений в этот период.

Таблица 1 – Прогноз динамики цен, объемов ввода жилья в многоквартирных домах и выручки застройщиков

|                                          | 1 кв.2022 | 2 кв.2022 | 3 кв.2022 | 4 кв.2022 | 1 кв.2023 | 2 кв.2023 | 3 кв.2023 | 4 кв.2023 |
|------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Цена 1 кв. м, рублей                     | 109 197.6 | 110 024.1 | 112 744.6 | 115 968.5 | 110 073.3 | 110 884.8 | 112 016.4 | 116 717.6 |
| изменение к<br>предыдущему<br>периоду, % | 10.4%     | 0.8%      | 2.5%      | 2.9%      | -5.1%     | 0.7%      | 1.0%      | 4.2%      |
| Объем ЖС в МКД,<br>млн кв. м             | 11.03     | 9.71      | 8.58      | 15.81     | 6.26      | 6.11      | 6.06      | 13.22     |
| изменение к<br>предыдущему<br>периоду, % | -30.9%    | -12.0%    | -11.6%    | 84.2%     | -60.4%    | -2.5%     | -0.7%     | 118.1%    |
| Выручка<br>застройщиков, млрд<br>рублей  | 1 204.23  | 1 068.14  | 967.22    | 1 833.02  | 689.23    | 676.98    | 678.86    | 1 543.00  |
| изменение к<br>предыдущему<br>периоду, % | -23.8%    | -11.3%    | -9.4%     | 89.5%     | -62.4%    | -1.8%     | 0.3%      | 127.3%    |

Источник: составлено авторами на основе модели НИР государственного задания «Разработка предложений по развитию рынка первичного жилья с учетом макроэкономических факторов динамики цен» 2022 года.

Сравнение полученных прогнозных показателей с фактическими показателями позволяет говорить о том, что

– прирост цен в результате санкций и предпринятых мер по компенсации их влияния в 2022 году и первом полугодии 2023 года составил порядка 8.9% (см. рисунок 16). При этом необходимо учитывать, что в данном случае эффект от санкций был направлен в сторону повышения цен, а предпринятые меры были направлены на стимулирование спроса на первичном рынке жилья, что также создавало давление на цены;

– прирост объемов ввода жилья в результате санкций и принятых мер по поддержке строительной отрасли в 2022 году и первом полугодии 2023 года составил порядка 13.8%<sup>6</sup> (см. рисунок 17). Также необходимо учитывать, что текущие объемы ввода в значительной степени обусловлены стартом реализации новых проектов в 2019-2021 гг. (и их высокой рентабельностью, обусловленной повышенным спросом), при этом эффект санкций будет отложен (через перенос застройщиками строительства объектов на будущие

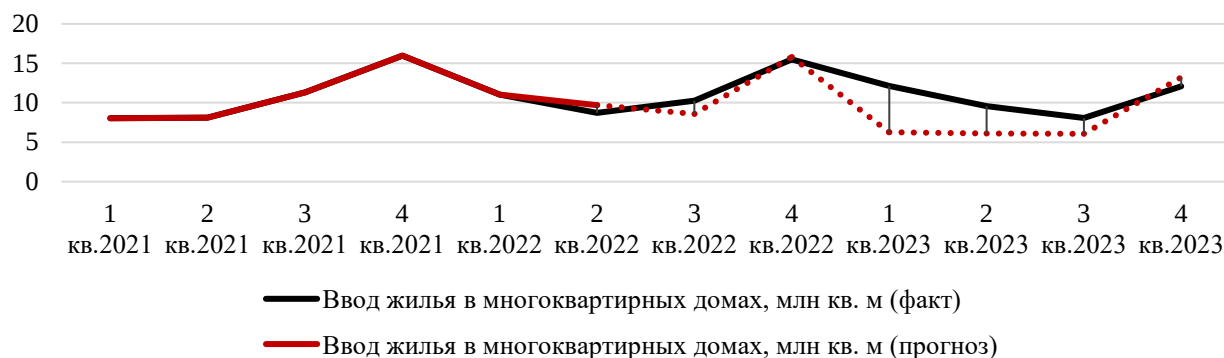
<sup>6</sup> Накопленным итогом за весь период.

периоды, а также перенос покупки квартир с будущих периодов на текущий, что приведет к снижению спроса) и, скорее всего, проявится сильнее в 2024-2025 гг., что сможет быть оценено только при получении фактических данных по объемам ввода за соответствующие периоды.



Источник: данные Росстата [17], расчеты авторов.

Рисунок 16 - Средняя цена 1 кв. м общей площади квартир на первичном рынке жилья, факт и прогноз, рублей



Примечания:

- данные Росстата [18], расчеты авторов;
- для оценки фактических объемов ввода во 2 полугодии 2023 года использованы данные о площади жилья со сроками ввода в эксплуатацию до конца 2023 года, НАШ.ДОМ.РФ [19].

Рисунок 17 - Ввод жилья в многоквартирных домах, факт и прогноз, млн кв. м

## 2 Влияние санкций и мер поддержки строительной отрасли на финансовую устойчивость компаний

В 2022 г. и I полугодии 2023 г. вследствие роста макроэкономической неопределенности, усиления санкционного давления со стороны недружественных стран и неоднократного пересмотра условий государственных льготных программ ипотечного жилищного кредитования наблюдались значительные колебания спроса на жилье на российском первичном рынке недвижимости (сокращение и рост числа регистраций

договоров долевого участия). Это могло оказать негативное воздействие на финансовую устойчивость застройщиков, осуществляющих проекты строительства многоквартирного жилья вследствие неравномерности потоков доходов от продаж. В настоящем разделе проводится анализ динамики числа банкротств среди застройщиков до и после 2022 г., приводятся результаты эконометрического анализа факторов, которые влияли на финансовую устойчивость компаний, возводящих жилые дома, в разные периоды времени, а также производится сопоставление расчетных показателей финансовой устойчивости застройщиков в 2022 и 2023 гг., в том числе в разрезе групп компаний и регионов.

## 2.1 Методология эконометрического исследования

Факторы, которые влияют на вероятность банкротства застройщиков и их финансовую устойчивость, могут различаться для периодов с относительно стабильной макроэкономической конъюнктурой и периодов со значительными внешними шоками. Так можно предположить, что в условиях значительных колебаний параметров спроса на жилье (например, при резком сокращении количества ежемесячно приобретаемых квартир), могут возникать проблемы у застройщиков с высоким уровнем долговой нагрузки и/или низкой ликвидностью активов.

Для анализа факторов, влиявших на финансовую устойчивость российских застройщиков в условиях снижения спроса на жилье в 2022-2023 гг. была построена количественная регрессионная логистическая модель<sup>7</sup>, основанная на результатах работ Олсона [20]; Мартина [21]; Змиевски [22]; Шамвея [23]; Хиллгейста и др. [24]; Лина [25]; Динга и др. [26]; Жабера [27] (см. формулы (1)-(3)):

$$p_i = P(DEATH_i = 1) = F(z_i), \quad (1)$$

где

$$F(z) = \frac{1}{1 + e^{-z}} \quad (2)$$

и

$$z_{it} = b_0 + \sum b \times Financial\_ratios_{it-1} + \sum b \times Developer\_characteristics_{it-1} + b_0 + \sum b \times Macro_{jt-1} + e_{it-1}, \quad (3)$$

<sup>7</sup> Схожая модель, оцененная на данных до середины 2021 г. уже использовалась авторами настоящего исследования в рамках выполнения НИР РАНХиГС 2021г.

где  $P(DEATH_i = 1)$  – вероятность банкротства застройщика;

$i$  – застройщик;

$j$  – регион хозяйственной деятельности застройщика;

$t$  – период времени (год);

$DEATH$  – дамми-переменная, принимающая значение «1» для компаний-банкротов, если  $t \geq by$ , где  $by$  – год банкротства застройщика; и «0» – для остальных наблюдений;

$Financial\_ratios$  – показатели финансовой отчетности (коэффициенты рентабельности, долговой нагрузки, ликвидности и оборачиваемости);

$Developer\_characteristics$  – нефинансовые характеристики застройщика (ОПФ, принадлежность ГК, размер, возраст);

$Macro$  – макроэкономические характеристики, влияющие на финансовую устойчивость компаний строительной отрасли (в качестве таких переменных в различных спецификациях модели рассматривались номинальный курс доллара США к рублю, ставка по ипотечным кредитам, номинальные среднемесячные заработные платы и другие);

$e$  – случайная ошибка регрессии.

Оценка параметров модели осуществлялась с помощью программного обеспечения STATA.

Среди факторов, которые могли приводить к повышению рисков банкротства, рассматривались снижение прибыльности (эффективности) деятельности компании (сокращение коэффициента рентабельности активов), повышение долговой нагрузки для компании (увеличение коэффициента соотношения заемных и собственных средств), снижение ликвидности застройщиков, т.е. их способности быстро найти средства для выполнения обязательств перед кредиторами (сокращение коэффициента текущей ликвидности), а также снижение показателей деловой активности (сокращение коэффициента оборачиваемости совокупных активов).

## **2.2 Источники данных для проведения эконометрического исследования о факторах финансовой устойчивости застройщиков**

Для проведения анализа изменения факторов, которые влияли на финансовую устойчивость застройщиков до и после введения санкций, были сформированы две выборки, в которые вошли как данные об обанкротившихся в течение исследуемых периодов (2018-2023 гг.) компаниях, так и данные о застройщиках, которые на конец I полугодия 2023 г. не были признаны банкротами и продолжали осуществлять строительство жилых многоквартирных домов по договорам долевого участия. Две

выборки различались между собой соотношением обанкротившихся застройщиков и «здоровых» компаний – в первом случае соотношение количества компаний двух данных классов составляло 1 к 1, во втором – 3 к 1. Аналогичная методология использовалась при моделировании вероятности банкротства российских застройщиков в рамках НИР РАНХиГС 2021 г.<sup>8</sup>

В рамках настоящего исследования в качестве основного источника данных о застройщиках, осуществляющих строительство многоквартирных домов, был использован Единый реестр застройщиков, публикуемый на портале ЕИСЖС [28]. Также при расчетах были использованы данные о финансовых коэффициентах из финансовой и бухгалтерской отчетности застройщиков, скачанные из информационной системы СПАРК и данные Федеральной службы государственной статистики и Банка России о макроэкономических переменных (таких, как номинальный курс доллара США к рублю, ставка по ипотечным жилищным кредитам и заработные платы населения) – все они перечислены в таблице 2.

Таблица 2 – Перечень переменных для эконометрического анализа

| Название переменной        | Описание переменной                                                                                                                                                                   | Источник данных                                                                  |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| $Death_{it}$               | Дамми-переменная, принимающая значение «1» для застройщиков-банкротов и значение «0» для «здоровых» компаний                                                                          | Единый реестр застройщиков ЕИСЖС [28]                                            |
| $Lev_{it-1}$               | Коэффициент соотношения заемных и собственных средств (коэффициент финансового левериджа), отношение                                                                                  | СПАРК [29]                                                                       |
| $\frac{Debt}{EBIT}_{it-1}$ | Соотношение совокупного долга к EBIT (англ. Earnings Before Interest and Taxes, прибыль до вычета процентов и налогов), отношение                                                     | СПАРК [29]                                                                       |
| $ROA_{it-1}$               | Рентабельность активов (ROA), отношение                                                                                                                                               | СПАРК [29]                                                                       |
| $CR_{it-1}$                | Коэффициент текущей ликвидности, отношение                                                                                                                                            | СПАРК [29]                                                                       |
| $AssetTurn_{it-1}$         | Коэффициент оборачиваемости совокупных активов, отношение                                                                                                                             | СПАРК [29]                                                                       |
| $StockTurn_{it-1}$         | Оборачиваемость запасов, раз                                                                                                                                                          | СПАРК [29]                                                                       |
| $Age_{it-1}$               | Возраст застройщика, лет                                                                                                                                                              | Расчеты авторов по данным системы СПАРК, Единого реестра застройщиков ЕИСЖС [28] |
| $Dummy\_000_i$             | Дамми-переменная, принимающая значение «1» для застройщиков с организационно-правовой формой ООО и значение «0» для всех остальных компаний                                           | Единый реестр застройщиков ЕИСЖС [28]                                            |
| $Dummy\_GK_i$              | Дамми-переменная, принимающая значение «1» для застройщиков, входящих в группы компаний и значение «0» для всех остальных застройщиков                                                | Единый реестр застройщиков ЕИСЖС [28]                                            |
| $Dummy\_SizeB\_small_i$    | Дамми-переменная, принимающая значение «1» для застройщиков, которые возводили/возводят в совокупности не более 2 домов, и значение «0» для всех остальных застройщиков               | Расчеты авторов по данным Единого реестра застройщиков ЕИСЖС [28]                |
| $Dummy\_SizeB\_medium_i$   | Дамми-переменная, принимающая значение «1» для застройщиков, которые возводили/возводят в совокупности не менее 3 и не более 19 домов, и значение «0» для всех остальных застройщиков | Расчеты авторов по данным Единого реестра застройщиков ЕИСЖС [28]                |
| $Dummy\_SizeB\_large_i$    | Дамми-переменная, принимающая значение «1» для застройщиков, которые возводили/возводят в совокупности                                                                                | Расчеты авторов по данным Единого реестра                                        |

<sup>8</sup> Так как в настоящем исследовании в том числе ставится цель сопоставления набора факторов банкротства компаний-застройщиков.

Продолжение таблицы 2

|               |                                                                                                                                                         |                         |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|
|               | 20 и более домов, и значение «0» для всех остальных застройщиков                                                                                        | застройщиков ЕИСЖС [28] |
| $Mort_{it-1}$ | Средневзвешенная процентная ставка по ипотечным жилищным кредитам в рублях, выданным с начала года, в регионе хозяйственной деятельности застройщика, % | Банк России [13]        |
| $Exch_{it-1}$ | Средний номинальный курс доллара США к рублю за период с начала года, руб./долл.                                                                        | Банк России [30]        |
| $w_{it-1}$    | Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата работающих в экономике в регионе хозяйственной деятельности застройщика, руб.                   | ЕМИСС [31]              |

Источник: составлено авторами, схожий перечень переменных был использован в НИР РАНХиГС 2021 г.

При создании выборки для проведения эконометрического исследования, были отобраны данные обо всех банкротах, входивших в реестр хотя бы на одну из рассмотренных выше дат.

### 2.3 Оценки изменения финансовой устойчивости застройщиков в 2022 и 2023 гг.

В таблице 3 представлены результаты оценки спецификаций с включением в модель в качестве независимых переменных только финансовых коэффициентов, а в таблице 4 продемонстрированы спецификации с расширенным набором независимых переменных (переменных, характеризовавших размер, возраст и другие характеристики застройщиков, а также переменных, отображавших макроэкономическую конъюнктуру).

Таблица 3 – Результаты оценки влияния финансовых факторов на вероятность банкротства российских застройщиков в периоды до и после 2022 г. на выборке с соотношением банкротов и «здоровых» компаний 3 к 1

| Зависимая переменная                                            | Вероятность банкротства застройщика в период t (death) |               |               |               |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                                 | Вся выборка (2018 г. - I полугодие 2023 г.)            | 2018-2019 гг. | 2020-2021 гг. | 2022-2023 гг. |
| Период исследования (банкротства застройщика)                   |                                                        |               |               |               |
| № спецификации                                                  | (1)                                                    | (2)           | (3)           | (4)           |
| Коэффициент левиреджа (отношение заемных и собственных средств) | -0.000                                                 | -0.000        | 0.000         | 0.001         |
| Рентабельность активов (ROA)                                    | -3.820***                                              | -3.529***     | -2.121        | -18.490**     |
| Коэффициент текущей ликвидности                                 | -0.124***                                              | -0.060        | -0.099        | -1.115**      |
| Коэффициент оборачиваемости совокупных активов                  | -5.030***                                              | -4.445***     | -5.890***     | -8.939**      |
| Константа                                                       | -0.908***                                              | -0.954***     | -0.978***     | 0.200         |
| Число наблюдений в выборке                                      | 778                                                    | 403           | 260           | 115           |
| Чувствительность                                                | 2.29%                                                  | 5.26%         | 0.00%         | 43.75%        |
| Специфичность                                                   | 99.23%                                                 | 98.78%        | 99.55%        | 96.97%        |
| Доля верно-классифицированных наблюдений                        | 82.90%                                                 | 81.14%        | 84.62%        | 89.57%        |
| Площадь под кривой ROC                                          | 0.786                                                  | 0.756         | 0.766         | 0.928         |

Примечания

Продолжение таблицы 3

1 Источник: составлено авторами по данным СПАРК и Единого реестра застройщиков портала ЕИСЖС.

2 \*\*\* - значимость на уровне 1%, \*\* - на уровне 5%, \* - на уровне 10%.

3 Спецификация (1) была оценена на полной выборке, включавшей данные о застройщиках, обанкротившихся в период с 2018 г. по конец I полугодия 2023 гг. и их «здоровых» аналогах (для независимых переменных 2017-2021 гг.), спецификация (2) – на данных за период 2018-2019 гг. (для независимых переменных 2017-2018 гг.), спецификация (3) – за период 2020-2021 гг. (для независимых переменных 2019-2020 гг.), спецификация (4) – за период с 2022 по конец I полугодия 2023 гг. (для независимых переменных 2021-2022 гг.).

Таблица 4 – Результаты оценки влияния финансовых и прочих факторов (индивидуальных и макроэкономических) на вероятность банкротства российских застройщиков в периоды до и после 2022 г. на выборке с соотношением банкротов и «здоровых» компаний 3 к 1

| Зависимая переменная                                            | Вероятность банкротства застройщика в период t (death) |           |               |           |               |           |               |            |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|------------|
|                                                                 | Вся выборка (2018 г. - I полугодие 2023 г.)            |           | 2018-2019 гг. |           | 2020-2021 гг. |           | 2022-2023 гг. |            |
| Период исследования (банкротства застройщика)                   |                                                        |           |               |           |               |           |               |            |
| № спецификации                                                  | (1)                                                    | (2)       | (3)           | (4)       | (5)           | (6)       | (7)           | (8)        |
| Коэффициент левериджа (отношение заемных и собственных средств) | -0.000                                                 | -0.000    | -0.000        | -0.000    | 0.000         | 0.000     | 0.001         | 0.000      |
| Рентабельность активов (ROA)                                    | -3.558***                                              | -3.590*** | -3.400**      | -3.591**  | -2.011        | -1.819    | -17.790**     | -27.520*** |
| Коэффициент текущей ликвидности                                 | -0.126**                                               | -0.125**  | -0.041        | -0.040    | -0.105        | -0.111    | -1.088**      | -1.681**   |
| Коэффициент оборачиваемости совокупных активов                  | -5.866***                                              | -5.762*** | -4.671***     | -4.706*** | -7.351***     | -7.303*** | -9.088**      | -10.630**  |
| Дамми для застройщиков, входящих в группы компаний              | -1.456***                                              | -1.444*** | -2.083***     | -2.097*** | -0.860*       | -0.802    | 0.106         | -0.862     |
| Возраст                                                         | 0.057***                                               | 0.061***  | 0.035*        | 0.035*    | 0.102***      | 0.105***  | 0.055         | 0.057      |
| Дамми для застройщиков среднего размера                         | -0.302                                                 | -0.302    | -0.116        | -0.135    | -0.845        | -0.867    | -0.0474       | -0.577     |
| Дамми для застройщиков маленького размера                       | -0.101                                                 | -0.0857   | 0.227         | 0.230     | -0.977        | -0.977    | 0.242         | -1.101     |
| Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата         |                                                        | 0.000     |               | -0.000    |               | 0.000     |               | 0.000      |
| Средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам, в рублях         |                                                        | -0.094    |               | -0.576    |               | 0.403     |               | 0.756      |
| Номинальный обменный курс (долл. США/рубли)                     |                                                        | -0.034    |               | -0.106    |               | 0.052     |               | -0.257     |
| Дамми для ООО                                                   | -0.213                                                 |           |               |           |               |           |               |            |
| Константа                                                       | -0.087                                                 | 2.660     | 0.035         | 12.48     | -0.664        | -8.037    | -0.645        | 11.800     |
| Число наблюдений в выборке                                      | 778                                                    | 778       | 403           | 403       | 260           | 260       | 115           | 115        |
| Чувствительность                                                | 23.66%                                                 | 23.66%    | 44.74%        | 47.37%    | 17.95%        | 17.95%    | 43.75%        | 56.25%     |
| Специфичность                                                   | 96.60%                                                 | 96.75%    | 93.27%        | 94.19%    | 98.19%        | 98.19%    | 95.96%        | 97.98%     |
| Доля верно-классифицированных наблюдений                        | 84.32%                                                 | 84.45%    | 84.12%        | 85.36%    | 86.15%        | 86.15%    | 88.70%        | 92.17%     |
| Площадь под кривой ROC                                          | 0.834                                                  | 0.832     | 0.850         | 0.850     | 0.810         | 0.811     | 0.939         | 0.953      |

Примечания

1 Источник: составлено авторами по данным СПАРК и Единого реестра застройщиков портала ЕИСЖС.

Продолжение таблицы 4

2 \*\*\*\* - значимость на уровне 1%, \*\* - на уровне 5%, \* - на уровне 10.

3 Спецификации (1)-(2) были оценены на полной выборке, включавшей данные о застройщиках, обанкротившихся в период с 2018 г. по конец I полугодия 2023 гг. и их «здоровых» аналогах (для независимых переменных 2017-2021 гг.), спецификации (3)-(4) – на данных за период 2018-2019 гг. (для независимых переменных 2017-2018 гг.), спецификации (5)-(6) – за период 2020-2021 гг. (для независимых переменных 2019-2020 гг.), спецификации (7)-(8) – за период с 2022 по конец I полугодия 2023 гг. (для независимых переменных 2021-2022 гг.).

4 Спецификации (2), (4), (6) и (8) включают расширенный набор независимых переменных (средневзвешенные ставки по ипотечным кредитам, курс национальной валюты (рублей за доллар США) и среднемесячные начисленные заработные платы населения в регионе хозяйственной деятельности застройщика) по сравнению со спецификациями (1), (3), (5) и (7) соответственно.

Можно заметить, что выводы о направлении влияния финансовых коэффициентов на устойчивость российских застройщиков являются достаточно устойчивыми к смене выборки, на которой производилась оценка.

Таким образом, при прочих равных, рост рентабельности застройщиков, увеличение коэффициента оборачиваемости их активов и коэффициента текущей ликвидности приводили к повышению финансовой устойчивости компаний, а увеличение долговой нагрузки – к ее снижению. Снижение коэффициента оборачиваемости совокупных активов может служить одним из основных индикаторов проблем с финансовой устойчивостью застройщиков как в периоды кризисов, так и в относительно стабильное время. Низкий коэффициент ликвидности создает риски банкротства в периоды кризисов и нестабильности, в том числе в период пандемии и в условиях санкционного давления. Это говорит о высокой роли постоянства денежных поступлений для устойчивого функционирования компаний-застройщиков. Однако при принятии решения о стимулировании спроса необходимо принимать во внимание, что это может приводить к повышению цен и образования «пузырей», при том, что в настоящее время не наблюдается роста числа банкротств среди застройщиков.

Полученные выше эконометрические модели банкротства застройщиков позволяют рассчитать агрегированный показатель финансовой устойчивости компаний<sup>9</sup>,

---

<sup>9</sup> Показатель является оценкой вероятности компании обанкротиться в течение года, при этом из-за того, что в выборке, на которой происходила оценка параметров, соотношение компаний банкротов и «здоровых» застройщиков отличается от наблюдаемого в реальности, оценки вероятности могут рассматриваться как «завышенные» или как верхняя граница оценки.

осуществляющих строительство многоквартирного жилья, и проанализировать его динамику в последние годы. Оценки параметров моделей, описанных в предыдущем разделе<sup>10</sup>, были использованы для расчета показателей финансовой устойчивости застройщиков в течение 2022 и 2023 гг. Расчет производился для более чем 4 тыс. компаний<sup>11</sup>, которые в соответствии с данными Единого реестра застройщика ЕИСЖС не находились в состоянии банкротства на конец I полугодия 2023 г. Были получены 2 оценки финансовой устойчивости: смоделированная вероятность банкротства застройщиков в течение 2022 г. (оцененная с использованием значений независимых факторов за 2021 г.) и смоделированная вероятность банкротства застройщиков в течение 2023 г. (оцененная с использованием значений независимых факторов за 2022 г.). Таким образом, первый показатель оценивался на основе данных за период до 2022 г. и не включал в себя риски, возникшие из-за санкционного давления и прочих макроэкономических шоков, наблюдавшихся после февраля 2022 г. Второй показатель оценивался на данных за 2022 г. и, соответственно, был подвержен влиянию изменений, возникших под влиянием внешних шоков.

В таблице 5 отображены результаты оценки изменения финансовой устойчивости российских застройщиков в разрезе размера компаний, осуществлявших строительство по договорам долевого участия. В среднем по всем застройщикам модельная вероятность банкротства в течение года снизилась чуть больше, чем на 2 п. п., и составила 9.64% в 2023 г. против 11.73% в 2022 г. Повышение финансовой устойчивости в среднем происходило за счет роста ликвидности, повышения рентабельности и сокращения долговой нагрузки, однако, вместе с тем, наблюдалось и сокращение средней оборачиваемости текущих активов компаний-застройщиков. Также можно заметить, что крупные застройщики в целом были более финансово устойчивы по сравнению с компаниями, которые возводили менее 20 объектов жилого строительства, при этом риски банкротства в течение 2023 г. были в среднем ниже, чем риски банкротства в течение 2022 г. для всех данных групп застройщиков. При этом, динамика оценки финансовой устойчивости была наиболее положительной для небольших застройщиков – если в 2022 г. вероятность их банкротства в течение года оценивалась в среднем по всем компаниям данного типа в 15.49%, то в 2023 значения оценки данного параметра снизились более, чем на 3 п. п., и составляли 12.48%.

---

<sup>10</sup> Для расчетов была использована спецификация, оцененная на выборке с соотношением банкротов и «здоровых» застройщиков 1 к 3 и с расширенным набором независимых переменных (спецификация 7, представленная в таблице 6 предыдущего раздела настоящей работы).

<sup>11</sup> Итоговые оценки были получены для почти 1.5 тыс. компаний, т. к. для большого числа застройщиков не были доступны данные финансовой отчетности, необходимые для проведения вычислений.

Таблица 5 – Результаты оценки изменения финансовой устойчивости российских застройщиков в разрезе размера компаний

| Год                            | Средняя по группе оценка вероятности обанкротиться в течение года |         | Изменение средней по группе оценки вероятности банкротства | Число застройщиков в группе, шт. |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------|------------------------------------------------------------|----------------------------------|
|                                | 2022 г.                                                           | 2023 г. |                                                            |                                  |
| Крупные застройщики            | 6.98%                                                             | 6.68%   | -0.30%                                                     | 182                              |
| Средние застройщики            | 10.05%                                                            | 8.31%   | -1.74%                                                     | 1759                             |
| Маленькие застройщики          | 15.49%                                                            | 12.48%  | -3.01%                                                     | 2066                             |
| В среднем по всем застройщикам | 11.73%                                                            | 9.64%   | -2.09%                                                     | 4007                             |

#### Примечания

1 Источник: составлено авторами на основе данных СПАРК и Единого реестра застройщиков портала ЕИСЖС.

2 Классификация застройщиков производилась в зависимости от совокупного числа возводимых ими на момент проведения исследования (конец I полугодия 2023 г.) и возводившихся ими ранее объектов многоквартирного строительства по договорам долевого участия. Застройщик рассматривался как крупный, если возводил 20 и более домов, маленьким – если возводил 2 или менее домов, остальные компании были классифицированы как застройщики среднего размера.

Сопоставление оценок параметров моделей, полученных на различных выборках данных, позволяет говорить о том, что снижение коэффициента оборачиваемости совокупных активов является одним из основных индикаторов проблем с финансовой устойчивостью застройщиков как в периоды кризисов, так и в относительно стабильно время (данный фактор был значим в моделях, относившимся ко всем рассмотренным периодам). Низкий коэффициент ликвидности создает риски банкротства в периоды кризисов и нестабильности, в том числе в период пандемии и в условиях санкционного давления. Также важное значение для финансовой устойчивости застройщиков в 2022-2023 гг. имело расширение портфеля реализуемых проектов за счет повышения привлекательности строительства и роста рентабельности в сфере жилищного строительства.

### **3 Рекомендации по поддержке развития строительной отрасли в условиях санкционных ограничений**

Для поддержания привлекательности первичного рынка недвижимости необходима реализация мер, направленных на сокращение издержек застройщиков и повышение их финансовой устойчивости. В связи с этим предлагается рассмотреть возможность реализации следующих мер

1 формирование реестра заемщиков, приобретавших жилье с помощью льготного ипотечного кредита и запрет одобрения банками повторных заявок на льготные ипотечные кредиты при наличии заемщика в реестре;

2 изменение условий предоставления льготных кредитов с целью плавного снижения спроса на льготные ипотечные кредиты, например, через повышение величины первоначального взноса по льготным ипотечным кредитам с 20% до 30%, изменение сроков погашения кредита (например, сокращение до 15 лет), определение характеристик заемщиков, которым доступен льготный ипотечный кредит – ограничение доли ипотечного платежа в общих доходах не более 50%;

3 проведение регулярного (ежемесячного) мониторинга числа заявок на ипотечные кредиты, в том числе в разрезе льготным программ;

4 проведение мониторинга спроса и предложения жилья на первичном и вторичном рынках регионов и муниципалитетов с целью выявления дефицита предложения на локальных рынках первичной недвижимости;

5 выделение застройщикам участков под строительство многоквартирных домов в регионах с высоким спросом на льготные ипотечные кредиты, где жилье приобретается преимущественно с целью улучшения жилищных условий (а не с целью дальнейшей перепродажи или сдачи в аренду), а также в регионах с дефицитом первичной недвижимости (в регионах, где объемы ввода многоквартирных домов ниже объемов продаж первичного жилья);

6 проведение аудита текущей кредитной задолженности застройщиков и объемов средств, размещенных на счетах эскроу по их проектам при принятии решений о выдаче разрешений на строительство;

7 переноса сроков уплаты налогов по проектам строительства многоквартирных домов, стартовавших в 2023 году, на момент фактической передачи квартир покупателям;

8 разработка и использование официального инструмента оценки вероятности банкротства застройщиков, учитывающей их финансовые показатели строительных компаний, а также характеристики текущего спроса на первичное жилье;

9 разработка и использование официальной методики определения ценового «пузыря» на рынке недвижимости;

10 проведение анализа обоснованности роста цен на жилье, в том числе с учетом качественных характеристик жилья. Разработка количественной модели прогнозирования динамики цен с учетом характеристик затрат на строительство жилья, показателей кредитования строительной отрасли и макроэкономической конъюнктуры;

11 проведение мониторинга цен на первичное жилье, в том числе анализ неценовых характеристик жилья, повышающих его привлекательность на рынке (например, наличие готовой отделки, обеспеченность различными видами инфраструктуры, особенности планировочных решений и др.).

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Одной из ключевых мер поддержки строительной отрасли в 2022 году стал пересмотр программы льготной ипотеки. При этом условия выдачи и параметры льготного ипотечного кредита существенно менялись как в 2022 г. (что было связано как с изменениями ключевой ставки, так и с необходимостью улучшения условий кредитования – увеличения первоначального взноса), так и в 2023 г. (что было связано с необходимостью сокращения спроса на льготные ипотечные кредиты, а также с изменениями ключевой ставки). В результате всех принятых мер в 2022-2023 гг. цены на первичном рынке недвижимости продолжали расти даже несмотря на наличие периодов снижения спроса. Все это привело к временным колебаниям доходов застройщиков, а также к увеличению вероятности перегрева рынка первичной недвижимости при сохранении тенденции к росту числа реализуемых застройщиками проектов строительства.

Проведенный анализ свидетельствует о том, что такие изменения на рынке привели к повышению стоимости первичного жилья до исторически максимальных уровней (в среднем по России).

В результате стимулирования спроса на первичное жилье в 2020-2022 гг. застройщики увеличивали количество реализуемых проектов. Учитывая имеющиеся и планируемые Банком России меры по ужесточению условий выдачи льготных ипотечных кредитов с субсидией от застройщика, можно ожидать дальнейшего падения спроса. При этом уже в настоящее время растет доля нераспроданного жилья: снизилась на 9 п.п. за последний год: на 1 марта 2022 года доля проданного жилья в общем объеме строящегося жилья составляла 39%, на 1 сентября 2023 год – 30% (фактически остается неизменной с 1 февраля 2023 года).

Количественные оценки показали, что введение санкций и поддержка строительной отрасли через стимулирование спроса привели к дополнительному росту цен (по сравнению с ситуацией отсутствия санкций и продолжения программы льготной ипотеки на условиях конца 2021 года) на 8.9%, при этом увеличение объемов ввода жилья в многоквартирных домах составило порядка 13.8%.

При этом реализованные меры поддержки ввиду изменения макроэкономических условий и условий работы отрасли (прежде всего, изменений рентабельности проектов строительства жилья) повлияли на модели финансовой устойчивости застройщиков. Анализ динамики банкротств свидетельствует о снижении числа компаний, имеющих проблемные дома или находящихся в процессе банкротства. Проведенные эконометрические оценки показали, что в среднем вероятность банкротств снизилась в среднем по всем застройщикам, так и внутри каждой из групп (крупные, средние, малые

застройщики). При этом по сравнению с оценками, проведенными в предыдущие периоды (2018-2019 гг. и 2020-2021 гг.) влияние факторов рентабельности, коэффициента текущей ликвидности и коэффициента оборачиваемости совокупных активов на вероятность банкротства увеличилось, при этом перестал быть значимым факт вхождения застройщиков в группу компаний. Таким образом, в среднесрочном периоде можно ожидать большую чувствительность застройщиков к их индивидуальным финансовым параметрам, в том числе к показателям поступления денежных средств и характеристикам рынка жилья, в том числе к объемам спроса и стоимости 1 кв. метра первичной недвижимости. При невозможности увеличения (или поддержания на постоянном уровне) спроса на первичное жилье в условиях роста числа реализуемых проектов застройщики будут вынуждены сокращать количество реализуемых проектов строительства (преимущественно проектов с низкой рентабельностью), это будет создавать необходимость одновременной реализации мер, направленных на недопущение перегрева на рынке первичного жилья (ограничение спроса на первичное жилье), и мер, направленных на сокращение стоимости строительства.

#### БЛАГОДАРНОСТИ

Препринт подготовлен на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2023 год.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Россияне стали чаще выбирать «вторичку»: исследование Домклик 2022. URL: <https://blog.domclick.ru/ipoteka/post/rossiyane-vybirayut-vtorichku-issledovanie-domklik>.
2. Динамика цен по фактическим сделкам, первичный рынок URL: [https://sberindex.ru/ru/dashboards/real\\_estate\\_deals\\_primary\\_market](https://sberindex.ru/ru/dashboards/real_estate_deals_primary_market)
3. СберИндекс. Динамика цен по фактическим сделкам, вторичный рынок URL: [https://sberindex.ru/ru/dashboards/real\\_estate\\_deals\\_secondary\\_market](https://sberindex.ru/ru/dashboards/real_estate_deals_secondary_market)
4. Банк России. Ключевая ставка Банка России и инфляция URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/infl/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2016&UniDbQuery.To=03.04.2023](https://www.cbr.ru/hd_base/infl/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2016&UniDbQuery.To=03.04.2023)
5. ЕМИСС. Средняя цена 1 кв. м общей площади квартир на рынке жилья URL: <https://www.fedstat.ru/indicator/31452>
6. Росстат. Квартальные индексы потребительских цен на товары и услуги по Российской Федерации ( в 2005-2023 гг.) URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price>
7. Банк России. Программы «льготной ипотеки от застройщика». Доклад для общественных консультаций 2022. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/140482/Consultation\\_Paper\\_12102022.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/140482/Consultation_Paper_12102022.pdf)
8. СберИндекс. Динамика цен объявлений, первичный рынок URL: <https://sberindex.ru/ru/dashboards/srednyaya-stoimost-kvadratnogo-metra-pervichnyi-rynok>
9. СберИндекс. Предложения новостроек URL: <https://sberindex.ru/ru/dashboards/kolichestvo-predlozhenii-o-prodazhe-pervichki>
10. СберИндекс. Динамика цен объявлений, вторичный рынок URL: <https://sberindex.ru/ru/dashboards/srednyaya-stoimost-kvadratnogo-metra-vtorichnyi-rynok>
11. СберИндекс. Предложения вторичной недвижимости URL: <https://sberindex.ru/ru/dashboards/kolichestvo-predlozhenii-vtorichki>
12. ЕМИСС. Средние цены на приобретенные строительными организациями основные материалы, детали и конструкции с 2017 г. URL: <https://www.fedstat.ru/indicator/57724>
13. Банк России. Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования URL: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/mortgage/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/)
14. Росреестр. Сведения о сделках с недвижимостью URL: <https://pkk.rosreestr.ru/portal/apps/Cascade/index.html?appid=833816ecb12741f09ffc1e49e789b893>

15. ЕИСЖС. URL: [https://наш.дом.рф/site/binaries/content/assets/domrf/xlsdashboard/01\\_05\\_stockvariables\\_sales.xlsx](https://наш.дом.рф/site/binaries/content/assets/domrf/xlsdashboard/01_05_stockvariables_sales.xlsx)
16. Банк России. URL: [https://cbr.ru/banking\\_sector/equity\\_const\\_financing/#t2](https://cbr.ru/banking_sector/equity_const_financing/#t2)
17. ЕМИСС. Средняя цена 1 кв. м общей площади квартир на рынке жилья // ЕМИСС. 2023. URL: <https://www.fedstat.ru/indicator/31452>
18. ЕМИСС. Ввод жилья в многоквартирных жилых домах // ЕМИСС. 2023. URL: <https://www.fedstat.ru/indicator/59262>
19. Показатели жилищного строительства: [сайт]. URL: [https://наш.дом.рф/аналитика/показатели\\_жилищного\\_строительства](https://наш.дом.рф/аналитика/показатели_жилищного_строительства)
20. Ohlson J.A., "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy," Journal of accounting research, 1980. pp. 109-131.
21. Martin D., "Early warning of bank failure: A logit regression approach," Journal of banking & finance, Vol. 1, No. 3, 1977. pp. 249-276.
22. Zmijewski M.E., "Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models," Journal of Accounting research, 1984. pp. 59-82.
23. Shumway T., "Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model," The journal of business, Vol. 74, No. 1, 2001. pp. 101-124.
24. Hillegeist S.A., Keating E.K., Cram D.P., and Lundstedt K.G., "Assessing the probability of bankruptcy," Review of accounting studies, Vol. 9, No. 1, 2004. pp. 5-34.
25. Lin T.H., "A cross model study of corporate financial distress prediction in Taiwan: Multiple discriminant analysis, logit, probit and neural networks models," Neurocomputing, Vol. 72, No. 16-18, 2009. pp. 3507-3516.
26. Ding A.A., Tian S., Yu Y., and Guo H., "A class of discrete transformation survival models with application to default probability prediction," Journal of the American Statistical Association, Vol. 107, No. 499, 2012. pp. 990-1003.
27. Jabeur S.B., "Bankruptcy prediction using partial least squares logistic regression," Journal of Retailing and Consumer Services, Vol. 36, 2017. pp. 197-202.
28. Единый реестр застройщиков // ЕИСЖС. 2023. URL:
29. СПАРК. СПАРК-Интерфакс URL: <https://spark-interfax.ru/>
30. Банк России. База данных по курсам валют | Банк России URL: [https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind/03-ex\\_rate\\_21.xlsx](https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/ex_rate_ind/03-ex_rate_21.xlsx)

**В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ РАНХиГС  
РАССМАТРИВАЮТСЯ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ  
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К СОЗДАНИЮ,  
АКТИВНОМУ ИСПОЛЬЗОВАНИЮ  
ВОЗМОЖНОСТЕЙ ИННОВАЦИЙ В  
РАЗЛИЧНЫХ СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ  
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ  
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**



**РАНХиГС**

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ