

ОТ ТЕОРИИ К ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКЕ

М.Э. Дмитриев

*д.э.н., президент, Хозяйственное партнерство
«Новый экономический рост» (Москва)*

А.А. Оконишников

*к.т.н., старший научный сотрудник, руководитель проектов
ООО «Центр экономики инфраструктуры» (Москва)*

А.Н. Семеняка

к.э.н., независимый эксперт (Москва)

ЦЕЛЕВОЙ ЖИЛИЩНЫЙ КАПИТАЛ: СОЦИАЛЬНО ОРИЕНТИРОВАННЫЙ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ДИЗАЙН

Аннотация. В статье, подготовленной в развитие предшествующих исследований авторов, в контексте концепции жизненного цикла Ф. Модильяни рассматриваются практические вопросы институционального дизайна программы Целевого жилищного капитала. Эта программа предназначена для монетизации жилищных активов домохозяйств пожилых людей и использования этих средств владельцами недвижимости для покрытия расходов на дорогостоящие медико-социальные услуги, которые в настоящее время не финансируются из общественных источников. В статье рассматривается возможная роль институтов развития, использование современных цифровых решений, митигация социальных, демографических, правовых и финансовых рисков, а также анализируется долгосрочная устойчивость программы и оценивается потенциал её масштабирования.

Ключевые слова: рынок жилья, долговременный уход, старение населения, обратная ипотека, медицинское страхование.

JEL: I13, I18, I38, J14, G20, G22

УДК: 338.2

DOI: 10.52342/2587-7666VTE_2026_1_92_111

© М.Э. Дмитриев, А.А. Оконишников, А.Н. Семеняка, 2026

© ФГБУН Институт экономики РАН «Вопросы теоретической экономики», 2026

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ: Дмитриев М.Э., Оконишников А.А., Семеняка А.Н. Целевой жилищный капитал: социально ориентированный институциональный дизайн // Вопросы теоретической экономики. 2026. №1. С. 92–111. DOI: 10.52342/2587-7666VTE_2026_1_92_111.

FOR CITATION: Dmitriev M., Okonishnikov A., Semenyaka A. Targeted housing capital: socially oriented institutional design // Voprosy teoreticheskoy ekonomiki. 2026. No. 1. Pp. 92–111. DOI: 10.52342/2587-666VTE_2026_1_92_111.

Введение

Данная статья является продолжением серии исследований и публикаций, которые были выполнены при участии авторов и ряда исследователей из РАНХиГС и НИУ ВШЭ в период 2016–2024 гг. В контексте экономической теории разрабатываемые нами подходы представляют собой одно из возможных направлений решения фундаментальной проблемы, возникающей в рамках концепции жизненного цикла Франко Модильяни [Modigliani, 1949]. Согласно этой концепции, рациональные экономические агенты должны сглаживать потребление на протяжении жизненного цикла, увеличивая накопление в трудоспособном возрасте и поддерживая потребление за счёт этих накоплений в старших возрастах. Однако институциональные барьеры, в том числе на финансовых рынках и рынках недвижимости, могут затруднять эффективную конвертацию неликвидных активов домохозяйств в поток потребления.

В российских реалиях эта проблема оказывается особенно острой, поскольку финансовые активы большинства домохозяйств недостаточны для процессов сглаживания потребления на протяжении жизненного цикла. Наиболее значимым из имеющихся активов являются объекты жилой недвижимости. По данным Банка России, в структуре финансовых активов домохозяйств в 2024 г. преобладали банковские счета (есть у 75,4% домохозяйств), медианный размер средств на которых составляет всего 30 тыс. руб. [Бессонова, Иванова, Москалева, 2025. С. 21]. В процессе приватизации жилья и последующего развития рынка жилой недвижимости преобладало приобретение жилья в собственность для проживания, а не арендные отношения, предполагающие извлечение дохода от инвестиций в недвижимость. Это привело к тому, что подавляющее большинство пожилых граждан России являются собственниками жилья и проживают именно в нём. Согласно данным Банка России, владельцами жилой недвижимости являются до 85% всех домохозяйств [Там же. С. 16], что заметно превышает уровни, характерные для большинства развитых стран. Но при наличии в собственности единственного жилья конвертация этого актива в поток текущего потребления затруднена даже в случае возникновения экзистенциальных потребностей, таких как оплата лечения и ухода при катастрофических заболеваниях или дорогостоящего ухода при инвалидизации. Продажа такого жилья требует поиска альтернативного места для последующего проживания. Но если для домохозяйств, включающих людей трудоспособного возраста, переезд в арендное жилье — нередко реальная альтернатива благодаря достаточному потоку текущих доходов, то для домохозяйств, состоящих из пенсионеров (далее — пожилых домохозяйств), такая возможность, как правило, исключена из-за отсутствия трудовых доходов и недостаточного размера пенсий.

Таким образом, значительную часть пожилых домохозяйств в России можно охарактеризовать как «богатые активами, но бедные ликвидностью». Именно это и предопределяет в российских условиях актуальность поиска институциональных решений для социально приемлемых механизмов конвертации нефинансовых активов в поток ликвидности. Как уже отмечалось в наших предыдущих публикациях по этой теме, для пожилых домохозяйств в России особо острой является не столько проблема поддержания приемлемого уровня текущих расходов на повседневные нужды, сколько поиск источников средств для покрытия крупных социально-значимых расходов, таких как дорогостоящий уход и лечение, которые далеко не всегда полностью покрываются за счёт государственных средств [Дмитриев, Нейштадт, 2020; Дмитриев, 2024]. Такие потребности возникают не у всех пожилых людей, но с возрастом вероятность их появления резко растёт, в то время как их оплата за счёт текущих доходов в большинстве случаев не представляется возможной.

В рамках предыдущих наших исследований по этой проблематике мы провели репрезентативный социологический опрос, который позволил получить доказательные

оценки потенциала монетизации недвижимости пожилых домохозяйств для дополнительного финансирования высокотехнологичной медицинской помощи и дорогостоящего ухода [Дмитриев, Нейштадт, 2020]. Свыше половины пожилых респондентов были склонны использовать механизм монетизации жилья при условии, что он будет исключать злоупотребления и гарантирует им возможность пожизненного проживания в этом жилье.

Между тем, в собственности пожилых семей в России сконцентрирован колоссальный жилищный капитал. По нашим оценкам, в 2024 г. стоимость только городской жилой недвижимости (это примерно $\frac{3}{4}$ всего жилого фонда России) с учётом средних цен на вторичном рынке составила почти 350 трлн руб. и более чем 1,7 раза превысила объём ВВП (оценки авторов на основе данных Росстата и Института экономики города¹). Из этого объёма, если ориентироваться на данные переписи населения, порядка 20% приходится на пожилые домохозяйства. По нашим оценкам, монетизация данного капитала с учётом выявленной в рамках опросов склонности граждан к использованию этих ресурсов для оплаты дорогостоящего лечения и ухода, может со временем привести к достижению дополнительного объёма ежегодного финансирования медицинской помощи и дорогостоящего ухода в размере порядка 2% ВВП (без учёта возможных государственных субсидий). Это составляет около трети всех расходов, идущих в России на указанные цели [Дмитриев, Нейштадт, 2020].

В рамках предыдущих проектов мы провели предварительную проработку возможных институциональных решений, облегчающих пожилым гражданам монетизацию их жилищных активов, включая субсидируемую государством модель обратной ипотеки [Дмитриев, Оконишников, 2019]. Но механизм обратной ипотеки, несмотря на долгую историю его применения во многих странах мира, так и не стал массовым. Глобальный рынок обратной ипотеки в 2025 г. оценивается всего в 2,16 млрд долл. [Reverse mortgage..., 2025]. В США эта статистика включает прежде всего сделки home equity conversion mortgage (HECM), которые страхуются через фонд Федеральной жилищной администрации (*Federal Housing Administration*) [Минина, Столяров, 2012]. Наиболее распространены сделки, в которых ссуда и связанная с ней переуступка прав собственности распространяются не на весь жилой актив, а лишь на некоторую его часть, что делает оставшуюся долю стоимости жилья доступной для наследования.

Сдерживающим фактором для распространения обратной ипотеки в коммерческом формате служат риски неопределённости дожития, с которыми сталкиваются коммерческие кредиторы и заёмщики. Банки закладывают в ставку риск падения цен на недвижимость и риск долгожительства, что ведёт к сильному удорожанию продукта. Для владельцев недвижимости это означает очень большие дисконты относительно рыночной стоимости их жилья, в результате чего сделки воспринимаются как невыгодные и даже несправедливые. Размер предлагаемых выплат нередко составляет лишь 30–40% от рыночной стоимости недвижимости. Поскольку рынки обратной ипотеки сильно фрагментированы, это препятствует объединению ипотечных объектов в большие пулы для снижения дисконта за счёт усреднения рисков дожития бенефициаров одного возраста.

Пилотная программа обратной ипотеки, запущенная в России в 2012 г. через ОАО «Агентство реструктуризации ипотечных жилищных кредитов» (АРИЖК), формально устраняла риск недобросовестности частного плательщика. Но в целом банк принимал на себя те же риски, что и в других странах. Высокая процентная ставка значительно уменьшала сумму выплат бенефициарам. Также банк принимал риск превышения выплат над

¹ Генцлер И.В. Состояние жилого фонда в Российской Федерации. Фонд «Институт экономики города». URL: https://urbaneconomics.ru/sites/default/files/i_v_gencler.pdf (дата обращения: 24.12.2025).

стоимостью залога, поэтому стремился его компенсировать через увеличение процентной маржи и ограничение срока программы. В результате продукт так и не вышел за рамки эксперимента, а объём рынка не превысил нескольких сотен сделок.

Дополнительные трудности для широкого внедрения обратной ипотеки в России, как показал наш предварительный анализ, связаны с необходимостью урегулирования правовых коллизий, которые пока не учитывает гражданское законодательство и правоприменительные практики. Прежде всего это касается вопросов заключения сделки на неопределённый срок, в отличие от обычных ипотечных кредитов, где срок заранее известен, а также реализации залога только после смерти бенефициара и других постоянно проживающих в данном жилье пожилых людей.

Другой классический инструмент монетизации жилья для пожилых людей — договор ренты. Он уже давно практикуется в России. Российское законодательство определяет этот продукт как пожизненное содержание с иждивением (глава 33 ГК РФ). Договор решает задачу конвертации жилья в поток выплат.

Но в качестве коммерческого продукта договор ренты создаёт опасный конфликт интересов. Платательщик ренты (физическое или юридическое лицо) экономически заинтересован в скорейшей смерти получателя ренты. Это порождает криминальные риски и понятное недоверие граждан. Кроме того, риск банкротства платателя оставляет пенсионера без защиты. В результате объём сделок ренты не превышает нескольких тысяч в год по всей стране. Но даже если договоры ренты, как это практиковалось в некоторых российских регионах, реализуются на некоммерческой основе при участии государства, т.е. являются относительно безопасными для владельцев жилья, их недостатком является невозможность одновременного получения крупных сумм. Иными словами, такой способ ориентирован на поддержание приемлемого уровня текущего потребления, но не на большие единовременные расходы, без которых пожилым людям нередко бывает трудно получить необходимое дорогостоящее лечение и уход.

Все эти обстоятельства побудили нас задуматься о разработке нового инструмента монетизации жилой недвижимости, который бы наилучшим образом соответствовал правовым и экономическим условиям российского рынка, а также был бы максимально удобен для пожилых владельцев домохозяйств и ориентирован на удовлетворение их приоритетных социальных потребностей. Главный вопрос заключается в адекватном институциональном дизайне, который бы обеспечил пожилым гражданам безопасность, прозрачность, понятность и бесшовность всех операций, финансовую привлекательность для владельцев недвижимости и инвесторов, а также оперативный доступ к источникам рыночной ликвидности. Фактически, речь идёт о новом социально ориентированном финансовом продукте, который не только учитывает реалии российского финансового рынка и рынка недвижимости, но и опирается на новые технологические возможности, возникающие благодаря быстрой цифровизации этих рынков.

Институциональный дизайн

В качестве альтернативы имеющимся на сегодня механизмам монетизации жилья для пожилых мы рассмотрели возможность реализации программы Целевого жилищного капитала (ЦЖК), ключевые особенности которой включают:

- использование института доверительного управления, что сохраняет за бенефициарами пожизненное право собственности на жильё и снимает широко распространённые опасения граждан насчёт угрозы выселения из жилья после утраты права собственности на него;
- администрирование программы уполномоченным государственным институтом развития, что призвано повысить защищённость граждан и снять их опасения по

- поводу потенциального мошенничества и злоупотреблений, прежде всего выселения из занимаемого жилья;
- объединение контрактов в единый пул, чтобы распределение дожития было максимально приближено к генеральной совокупности граждан соответствующих возрастов; это позволит снизить потенциальную ошибку актуарных прогнозов и размеры дисконта при расчёте выплат ЦЖК;
 - предоставление оператору программы ЦЖК государственных гарантий для случаев, когда фактический период дожития пула бенефициаров начнёт устойчиво превышать актуарный прогноз, а также для экстремальных падений цен и ликвидности на рынках жилья;
 - создание компании специального назначения (КСН) для токенизации активов ЦЖК с целью их рефинансирования;
 - ограничение использования ЦЖК исключительно на цели связанные с оплатой дорогостоящего лечения и ухода, которые не финансируются из государственных источников, и использование цифрового рубля в качестве инструмента контроля за целевым расходованием ЦЖК;
 - расходование средств ЦЖК через страховую медицинскую организацию (СМО).

На рис. 1 представлены основные элементы институционального дизайна программы ЦЖК.

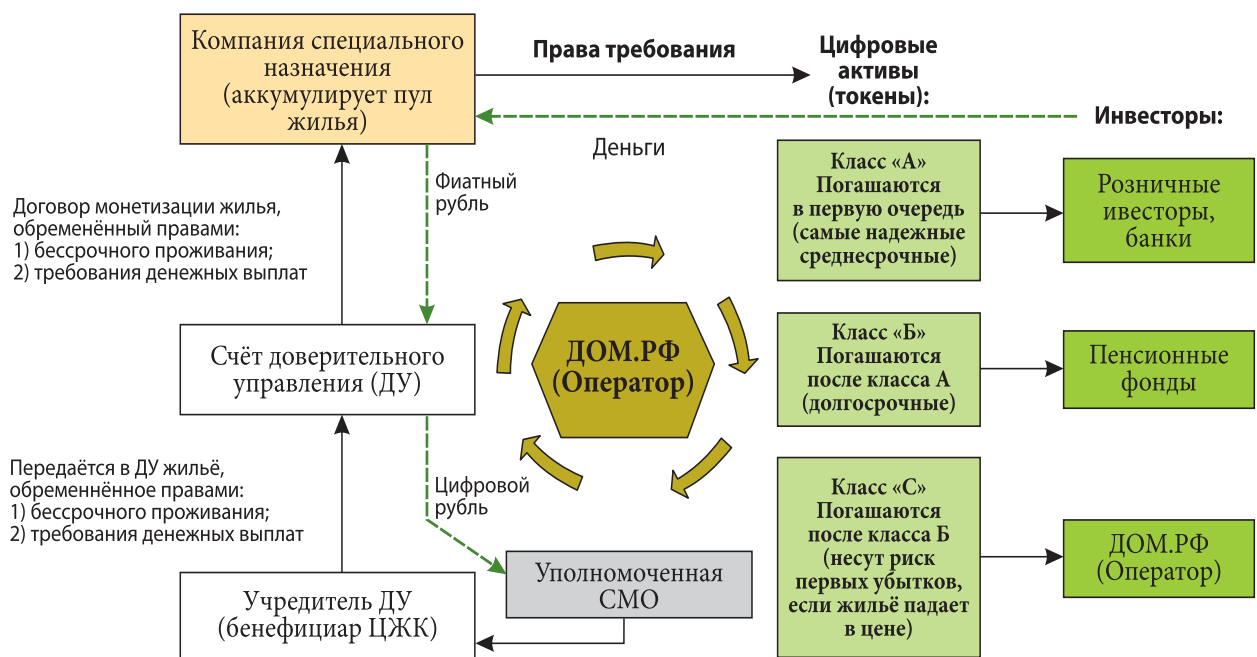


Рис. 1. Основные элементы институционального дизайна программы ЦЖК

Источник: составлено авторами.

Программа ЦЖК предполагает использование института доверительного управления (глава 53 ГК РФ) как юридической основы конвертации жилищного актива в денежные выплаты. Ключевое отличие от ренты и обратной ипотеки — передача управления жильём профессиональному оператору. При этом владельцы жилой недвижимости, присоединившиеся к программе ЦЖК, сохраняют пожизненное право собственности на этот актив и право на пожизненное проживание всех членов пожилого домохозяйства в этом жилье. При определенных условиях возникает возможность полной или частичной передачи жилищного актива наследникам. За счёт этого снимается одно из основных опасений потенциальных бенефициаров такой программы: риск преждевременной утраты собственности и возможности дальнейшего проживания в своём жилье.

Договор доверительного управления (ДДУ) заключается между владельцем недвижимости пенсионного возраста (далее — бенефициаром) и оператором программы ЦЖК, причём за членами пожилого домохозяйства закрепляется право бессрочного проживания в данном жилье. Договором определяется формула расчёта требования денежных средств в пределах стоимости чистых активов (СЧА) и объём прав по распоряжению жилой недвижимостью, которые учредитель делегирует доверительному управляющему.

СЧА в доверительном управлении рассчитывается как рыночная стоимость жилья, которая подлежит ежегодной переоценке, за вычетом: а) выплат ЦЖК в предыдущие периоды; б) дисконта, детерминированного комплексом факторов (актуарной оценкой периода дожития, ожидаемой реальной процентной маржой, расходами собственника на содержание жилья, наличием ипотечного обременения, процентной маржой оператора программы ЦЖК на риски снижения жилищных цен и размером комиссии на покрытие расходов оператора программы ЦЖК). СЧА будет больше, если бенефициар решит продолжать нести расходы собственника на содержание жилья.

Как показано на рис. 2 на примере расчёта для средней стоимости квартиры в Центральном федеральном округе, номинальная сумма ЦЖК при единовременном использовании составит чуть больше 6 млн руб., в то время как при ежегодной выплате страховой премии она превысит 8,5 млн руб. накопленным итогом. Это достигается благодаря уменьшению суммарного дисконта в результате сокращения ожидаемого средневзвешенного периода, на который привлекается капитал с финансовых рынков.

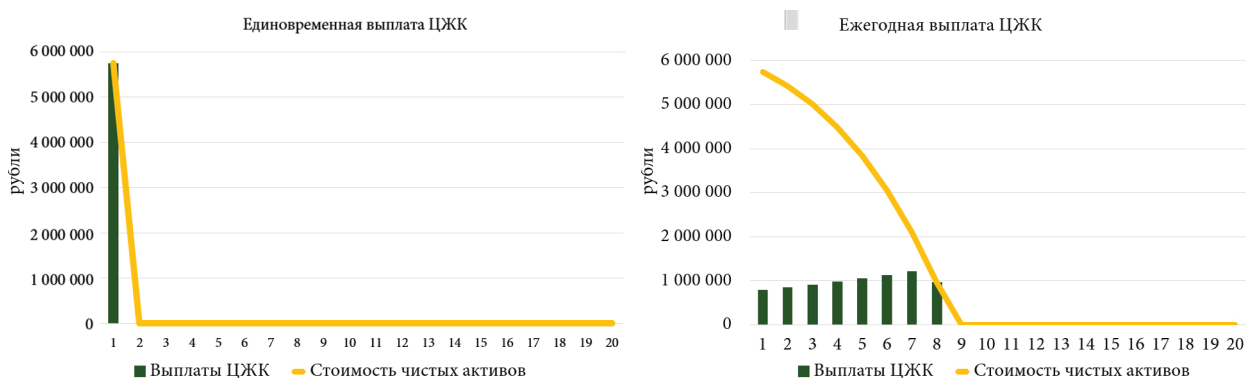


Рис. 2. Сравнительные размеры СЧА при единовременной (в первый год присоединения к программе ЦЖК) и ежегодных (в течение 10 лет) выплатах.

Источник: расчёты А.Н. Семеняки на примере средней стоимости квартиры в Центральном федеральном округе.

Действие ДДУ прекращается после смерти последнего из членов домохозяйства бенефициара. После этого активы (денежные средства и права требования выплаты денег в пределах СЧА), находящиеся в доверительном управлении, переходят в состав наследства и становятся объектом наследования, а наследники вступают в права после оформления наследства у нотариуса и имеют преимущественное право выкупа жилья.

Поскольку необходимость исполнения обязательств в рамках операций по монетизации жилья исключает для наследников возможность претендовать после смерти бенефициара и остальных членов пожилого домохозяйства на получение жилья в собственность целиком, а не в пределах СЧА, доверительному управляющему в рамках ДДУ должно быть делегировано право распоряжения жильём в форме права продажи с отсрочкой передачи права собственности. Оператор программы ЦЖК организует продажу жилья с баланса КСН по рыночной цене. При отказе наследников от преимущественного права приобретения этого жилья проводится открытый аукцион. За счёт выручки от продажи жилья оператор программы ЦЖК и/или по поручению оператор информационной системы, выбранной оператором программы ЦЖК для выпуска и обращения токенов, организует

частичное погашение токенов и иных обязательств, выпущенных КСН, и расчёты с их держателями.

В качестве наиболее предпочтительного доверительного управляющего — единого оператора программы ЦЖК мы видим ПАО «ДОМ.РФ», чьи компетенции и полномочия как государственного института развития сосредоточены в жилищной сфере и смежных с ней сегментах финансового рынка. Оператор программы ЦЖК должен получить государственные гарантии и поддержку в случаях возникновения рисков превышения продолжительности жизни пула бенефициаров по сравнению с ожидаемой на основе актуарных расчётов, а также в ситуациях экстремальных падений цен и ликвидности на рынках жилья. Государство в этих случаях предоставляет финансовое плечо, благодаря которому в конечном счёте программа ЦЖК сможет привлечь на социально значимые цели многократно больший объём ресурсов с финансового рынка.

Распоряжение жильём позволит оператору программы ЦЖК обременить жильё обязательством в пользу КСН в обмен на денежный поток, поступающий на счёт токенизации пула жилищных активов. КСН создаётся оператором программы ЦЖК для монетизации пула жилищных активов по типу специализированных финансовых обществ (СФО) в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» (ст. 15.1). В отношении КСН оператор программы ЦЖК будет выступать в роли originатора, создающего пул активов, монетизацию которых будет обеспечивать КСН. Это позволяет отделить риски конкретного актива (пула объектов жилой недвижимости) от рисков originатора и перенести эти риски на инвесторов. Это также обеспечивает защиту КСН от банкротства и открывает возможность создания цифровых биржевых фондов на базе цифровых активов (токенов). Предпочтительность токенов объясняется тем, что процедура их эмиссии проще, чем классических облигаций, что облегчает задачу наращивания выпуска токенов по мере роста пула активов.

Первоначальное финансирование выплат в пользу бенефициаров производит оператор программы ЦЖК за счёт собственных средств (капитала). Дополнительный капитал, необходимый для выполнения функций оператора программы ЦЖК должен поступить из бюджетных источников. В дальнейшем оператор программы ЦЖК возмещает эти расходы за счёт выручки от размещения инструментов рефинансирования, эмитируемых КСН. После смерти всех членов пожилого домохозяйства оператор программы ЦЖК реализует жильё и через КСН распределяет выручку между держателями соответствующих финансовых инструментов и наследниками.

В зависимости от состояния рынка и эволюции регулирования финансовых рынков токены могут дополняться и другими востребованными рынком инструментами, такими как долевые инструменты и конвертируемые облигации. Для оптимального распределения предложения между группами инвесторов с учётом их «аппетита» к риску предполагается использовать классическую трёхуровневую структуру транширования, которая включает старший, средний и младший транши. Подробнее эти вопросы рассматриваются ниже в разделе, посвящённом инструментам рефинансирования.

Важным элементом данной программы выступает использование цифрового рубля со встроенным смарт-контрактом, обеспечивающим «окрашивание» платежей и целевое использование средств исключительно для оплаты медицинских услуг и дорогостоящего ухода. Данное технологическое решение минимизирует трансакционные издержки мониторинга целевого использования. КСН переводит на счёт доверительного управления фиатные рубли, и далее оператор приобретает у Банка России цифровые рубли, которые поступают на счёт уполномоченной СМО, осуществляющей оплату и организацию предоставления медико-социальных услуг по программе ЦЖК.

Важность участия СМО в программе ЦЖК обусловлена не только необходимостью организации предоставления медико-социальных услуг, особенно в сложных случаях,

когда к их оказанию привлекаются разные провайдеры, но и потребностью в частичном покрытии рисков, связанных с неопределённостью объёмов и стоимости этих услуг (например, в случае неопределённости длительности дорогостоящего ухода и реабилитации). Целесообразность объединения этих рисков в рамках максимально большого пула застрахованных делает предпочтительным, по крайней мере на начальных этапах программы ЦЖК, привлечение в неё лишь одной уполномоченной СМО.

Предоставление медико-социальных услуг в рамках программы ЦЖК

К участию в программе ЦЖК допускаются домохозяйства, соответствующие трём необходимым условиям:

1. Они состоят исключительно из людей пожилого возраста. Минимальный возраст самого младшего члена домохозяйства, позволяющий присоединиться к программе ЦЖК, должен определяться законодательно. Судя по нашим оценкам чувствительности возможных выплат ЦЖК к возрасту членов домохозяйства, приведённым в табл. 1, предпочтительный минимальный возраст может находиться в районе 60 лет.

2. Как минимум, один из членов домохозяйства владеет на правах собственности жильём, в котором члены этого домохозяйства постоянно проживают; причём они не имеют в собственности иного жилья, пригодного для постоянного проживания.

3. Один или несколько членов домохозяйства нуждаются по медицинским показаниям в дорогостоящей медико-социальной помощи, получение которой в полном объёме на бесплатной основе не представляется возможным.

При невыполнении хотя бы одного из перечисленных выше условий оператор программы ЦЖК имеет право мотивированного отказа в заключении ДДУ с потенциальным бенефициаром. Также при наличии обоснованных сомнений в дееспособности бенефициара, оператор программы ЦЖК обязан требовать проведения оценки дееспособности в соответствии с действующим законодательством и назначения опекуна в случае, если дееспособность не будет подтверждена.

Наши обсуждения со специалистами в области экономики здравоохранения вопроса о возможных границах, в которых медико-социальная помощь могла бы финансироваться из средств ЦЖК, показали, что, по меньшей мере на стадии запуска программы ЦЖК, предпочтение должно отдаваться не дорогостоящей медицинской помощи, а долговременному уходу и реабилитации. Можно назвать три основных причины для этого.

Во-первых, в сфере оказания дорогостоящей медицинской помощи в настоящее время границы между платной и бесплатной медициной довольно сильно размыты и могут сильно варьироваться по регионам в зависимости от их бюджетной обеспеченности.

Во-вторых, бюджетное финансирование дорогостоящей медицинской помощи в целом покрывает значительную часть потребностей в лечении наиболее распространённых заболеваний, в том числе катастрофических (например, онкологических и сердечно-сосудистых). С поправкой на различия со странами ОЭСР в ожидаемой продолжительности жизни, Россия не слишком сильно отстаёт от них по уровню государственных расходов на здравоохранение в % к ВВП, а по совокупным расходам в % к ВВП на эти цели из всех источников находится на уровне среднего по ОЭСР [*Структурные изменения...*, 2022; *Дмитриев*, 2024].

В-третьих, в сфере дорогостоящего ухода, реабилитации и связанных с ними медицинских услуг ситуация кардинально иная. Эта сфера критически недофинансируется государством, а бремя долговременного ухода в значительной мере переносится на родственников. Например, по доле в коечном фонде коек долговременного ухода Россия сейчас почти в 10 раз отстаёт от среднего уровня по ОЭСР, и это отставание не сокращается, а, напротив, имеет тенденцию к нарастанию по мере роста ожидаемой продолжительности жизни в России [*Структурные изменения...*, 2022; *Дмитриев*, 2024]. Предпосылки для

кардинального сокращения этого разрыва за счёт бюджетных источников отсутствуют. Это связано не только с перспективой роста численности населения старших возрастов, но и с ужесточением финансовых ограничений, с которыми уже столкнулась и будет в дальнейшем сталкиваться бюджетная система в условиях долгосрочной стагнации или снижения нефтегазовых доходов.

Инерционное развитие системы долговременного ухода ведёт к накоплению проблем, которые ограничивают доступ пожилых граждан к жизненно важным видам помощи и серьёзно ухудшают качество жизни тех, кто в этой помощи нуждается, но не в состоянии её оплатить. Доступ к бесплатной помощи из-за её повсеместного недофинансирования сопровождается разнообразными барьерами. Например, требуется предоставить обоснование, почему за нуждающимся в помощи не могут ухаживать родственники. Пожилые люди не всегда в состоянии это сделать. Бюджетная компенсация ухода за родственником настолько мала, что, как правило, не возмещает утраченного заработка тех, кто вынужден заниматься уходом. При этом многие пожилые домохозяйства не имеют достаточных средств для оплаты коммерческих услуг частных сиделок, клиник или домов престарелых.

Хроническое бюджетное недофинансирование жизненно важных медико-социальных услуг создаёт вынужденные ограничения со стороны не только спроса, но и предложения. Это выражается как в острой нехватке коечного фонда, так и в дефиците кадров — врачей и среднего медицинского персонала (в 2023 г. он достигал в общей сложности свыше 90 тыс. чел.), а также помощников по уходу, организаторов и экспертов по оценке нуждаемости. В больницах часто отсутствуют должности сиделки, а в домах престарелых преобладают санитарки без медицинского образования.

В 2025 г. Минтруд России подготовил законопроект, позволяющий с 2027 г. интегрировать долговременный уход в общую систему социального обслуживания. Законопроект предусматривает утверждение социального пакета долговременного ухода, порядка и условий его предоставления, подачу электронного заявления через «Госуслуги», обучение родственников в специальных школах ухода и прокат технических средств реабилитации. Но всё это не решает главную проблему — критическое бюджетное недофинансирование этих услуг. В таких условиях привлечение значительных дополнительных источников через программу ЦЖК приобретает особую актуальность, поскольку оно способно практически полностью восполнить дефицит бюджетного финансирования.

Оказание медико-социальных услуг по программе ЦЖК предполагает заключение договора добровольного медико-социального страхования (далее — ДМСС), между бенефициаром и уполномоченной СМО. Для заключения ДМСС бенефициар должен предоставить уполномоченной СМО документы, подтверждающие наличие у застрахованного лица необходимых для этого медицинских показаний. Застрахованным лицом может быть непосредственно бенефициар или один/несколько постоянно проживающих с ним членов пожилого домохозяйства. Выгодоприобретателем — получателем страховых выплат — может быть либо непосредственно застрахованное лицо (или его представитель по доверенности), либо провайдер, оказывающий услуги застрахованному.

Период оказания услуг по ДМСС зависит от многих факторов, прежде всего размера ЦЖК, стоимости услуг провайдеров, а также динамики цен на жильё и на услуги провайдеров. В Приложении 1 в качестве иллюстрации представлены расчёты средней суммы ЦЖК и оценки, исходя из этой суммы, возможной продолжительности оказания патронажных услуг на дому или пребывания в доме престарелых в Москве и федеральных округах. Как следует из результатов расчётов, среднего размера ЦЖК в условиях 2025 г. (исходя из минимальных расценок) может хватить более чем на 6 лет оплаты непрерывного патронажного ухода на дому и более чем на 10 лет оплаты пребывания в доме престарелых.

ДМСС в зависимости от диагноза, срока действия договора и суммы ЦЖК может включать в различных сочетаниях медико-социальную помощь на дому, услуги поликлиник,

лабораторий, диагностических и реабилитационных центров, пребывание в стационарных лечебных учреждениях различного типа, а также приобретение лекарств, носимых медицинских устройств, технических средств и расходных материалов для облегчения повседневной жизни людей с инвалидностью и другими ограничениями жизнедеятельности.

Страховая премия (страховой взнос) по ДМСС выплачивается уполномоченной СМО в виде цифровых рублей оператором программы ЦЖК. В зависимости от условий ДМСС страховая премия может уплачиваться единовременно или в виде периодических платежей. Последний вариант, как было показано выше, значительно увеличивает СЧА. Тем самым, у бенефициара появляется возможность увеличить при прочих равных условиях потенциальную величину ЦЖК, доступную для выплаты страховой премии и/или непосредственной оплаты медико-социальных услуг. Это, в свою очередь, открывает возможности для увеличения объёма и продолжительности получения медико-социальных услуг.

Инструменты рефинансирования

Трансформация жилой недвижимости, ключевого актива «серебряной экономики», в ликвидность реализуется через многоступенчатую схему рефинансирования. Оператор ЦЖК формирует КСН, аккумулирующую имущественные права на жильё учредителей доверительного управления и создающую пул активов для последующего рефинансирования. Данная структура аналогична механизмам ипотечной секьюритизации, но адаптирована к специфике рассматриваемых имущественных прав.

Схема рефинансирования допускает возможность использования следующих финансовых инструментов, выбор между которыми определяется состоянием законодательной базы и конъюнктурой финансового рынка:

- *цифровые финансовые активы (ЦФА)* — токены, эмитируемые в соответствии с Федеральным законом № 259-ФЗ от 31 июля 2020 г. «О цифровых финансовых активах и цифровой валюте», предоставляющие держателям право участия в выручке от будущей реализации жилья. Токенизация квадратных метров создаёт функционально новый класс активов, выступающих индексом рыночной стоимости жилья и обеспечивающих защиту инвесторов от жилищной инфляции. Эмиссия различных серий токенов с дифференцированными характеристиками риска и срока погашения позволяет структурировать предложение под предпочтения инвесторов;
- *долевые инструменты* — представлены ипотечными сертификатами участия согласно ФЗ № 152-ФЗ от 11 ноября 2003 г. «Об ипотечных ценных бумагах» либо паями закрытого паевого инвестиционного фонда в соответствии с ФЗ № 156-ФЗ от 29 ноября 2001 г. «Об инвестиционных фондах». Адаптация существующих нормативных конструкций к вышеуказанным договорам монетизации жилья потребует внесения специальных поправок с целью использования апробированной институциональной инфраструктуры;
- *конвертируемые облигации* — гибридные инструменты, сочетающие характеристики долговых и долевых ценных бумаг, конвертируемые в доли участия в выручке от реализации жилья при наступлении определённых условий. Данный инструмент обеспечивает дополнительную гибкость при структурировании и позволяет хеджировать риск долговременного падения жилищных цен для привлечения консервативных инвесторов.

При рефинансировании предлагается использовать классическую трёхуровневую структуру транширования, обеспечивающую оптимальное распределение рисков между гетерогенными группами инвесторов с дифференцированными предпочтениями. Причём

иерархическая архитектура транширования создаёт каскадную схему распределения денежных потоков и аллокации убытков:

- *старший транш (senior tranche)* характеризуется приоритетным правом на денежные потоки и минимальным кредитным риском, что делает его привлекательным для консервативных институциональных инвесторов — банков и розничных инвесторов. Принципиальным новаторством программы ЦЖК выступает целевая ориентация старшего транша на молодые семьи, аккумулирующие средства для первоначального взноса на первое жильё. Инвестиции в «условные квадратные метры» обеспечивают естественную защиту от жилищной инфляции и элиминируют ключевой риск накопления первоначального взноса — обесценение сбережений относительно стоимости жилья;
- *средний транш (mezzanine tranche)* позиционируется для негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний, чьи инвестиционные горизонты и толерантность к риску соответствуют характеристикам данного инструмента. Умеренный профиль риск-доходность согласуется с требованиями пруденциального регулирования институциональных инвесторов, а долгосрочный характер инвестиций позволяет абсорбировать временную волатильность жилищного рынка и обеспечивает соответствие долгосрочным пенсионным обязательствам;
- *младший транш (junior tranche)* удерживается оператором программы ЦЖК, абсорбирующим за счёт собственного капитала первые убытки от реализации программы (принцип *skin in the game*). Данная конструкция решает фундаментальную проблему асимметрии информации между оператором программы ЦЖК и внешними инвесторами: удержание младшего транша создаёт стимулы к качественному андеррайтингу и эффективному управлению портфелем активов. Оператор программы ЦЖК принимает риск долгосрочного снижения жилищных цен, риск краткосрочной волатильности и концентрирует риск долголетия (*longevity risk*), поскольку младший транш погашается последним после полного погашения старшего и среднего траншей.

При материализации в долгосрочной перспективе остаточных рисков Российская Федерация несёт субсидиарную ответственность и при необходимости должна будет обеспечивать докапитализацию оператора программы ЦЖК с целью поддержания устойчивости рассматриваемого механизма.

Анализ чувствительности и управление финансовыми рисками

В табл. 1 представлен анализ чувствительности выплат по программе ЦЖК в процентах от рыночной стоимости жилья к величине реальной процентной ставки и ожидаемой продолжительности жизни членов пожилого домохозяйства. Реальная процентная ставка определяется в данном случае как процентный доход, исчисляемый по формуле простых (а не сложных) процентов согласно практике использования простых процентов, сложившейся на рынке флоатеров (облигации с плавающей ставкой), и ожидаемый потенциальными инвесторами сверх среднегодового прироста стоимости жилищного актива за период инвестирования (с учётом его амортизации). Как видно из таблицы, даже при периоде дожития в 30 лет и реальной процентной ставке не выше 1,5% расчётный размер целевого капитала остаётся близким к 70%. Между тем, как будет показано далее, таких больших периодов дожития у мужчин и женщин в возрасте от 60 лет и старше пока не прогнозируется вплоть до середины текущего столетия.

Разумеется, данные расчёты являются иллюстративными, поскольку не учитывают некоторые факторы, влияющие на размер дисконта, например, размер процентной маржи на риски снижения жилищных цен и размер комиссии на покрытие расходов оператора

программы ЦЖК. Но даже с учётом этих дополнительных факторов потенциальные размеры выплат по программе ЦЖК в процентах от рыночной стоимости жилья могут быть заметно выше уровней, характерных, как было показано в начале статьи, для обратной ипотеки в развитых странах. Главная причина этого обусловлена повышенными системными рисками, которые вынуждены брать на себя коммерческие операторы обратной ипотеки в силу специфики дизайна этого финансового продукта.

Таблица 1

Чувствительность целевого капитала (в % от цены продажи жилья) к периоду дожития (количество лет) и реальной процентной ставке (простые %)

Реальная процентная ставка	Период дожития					
	5	10	15	20	25	30
1	2	3	4	5	6	7
1	95	91	87	83	80	77
1,25	94	89	84	80	76	73
1,5	93	87	82	77	73	69
1,75	92	85	79	74	70	66
2	91	83	77	71	67	63
2,25	90	82	75	69	64	60
2,5	89	80	73	67	62	57

Источник: расчёты Н. А. Семеняки.

Средний период дожития, используемый при определении суммы ЦЖК, берётся для того члена пожилого домохозяйства, у которого он является максимальным. Реализация программы ЦЖК рассчитана на долгосрочную перспективу. И, вероятно, этот процесс будет происходить в условиях существенного роста ожидаемой продолжительности жизни населения старших возрастов. Чтобы получить представление о возможной динамике таких изменений, мы провели прогнозные расчёты ожидаемой продолжительности жизни мужчин и женщин пожилых возрастов на период до 2050 г., результаты которых представлены в Приложении 2.

Данный прогноз был сделан исходя из предположения об инерционном снижении вероятностей смертности по возрастам с учётом ретроспективной среднегодовой половозрастной динамики вероятностей смертности за истекшие 20 лет, исключая период COVID-19. Если судить по полученным результатам, к 2050 г. период дожития для мужчин и женщин старше 60 лет может увеличиться примерно на 2–3 года. С точки зрения долгосрочной устойчивости программы ЦЖК такой прирост не является критическим.

Как следует из табл. П2.1 в Приложении 2, даже к 2050 г. ожидаемый период дожития для мужчин и женщин в возрасте 60 в инерционном сценарии останется в пределах 22–25 лет, что при реальной процентной ставке 1,5% позволяет рассчитывать на ЦЖК в размере порядка $\frac{3}{4}$ от рыночной стоимости жилья. Это указывает на высокую жизнеспособность рассматриваемого дизайна программы ЦЖК и её потенциальную финансовую привлекательность для возможных бенефициаров. Тем не менее со временем может потребоваться увеличение минимального возраста допуска к участию в программе ЦЖК. Поэтапный прирост минимального возраста допуска (например, на полгода каждые 5 лет) может быть изначально заложен в правила программы ЦЖК в момент её запуска.

Программа ЦЖК подвержена комплексу специфических рисков, требующих принятия защитных мер. Ключевым выступает риск долголетия — превышение фактического срока жизни бенефициаров в пуле над актуарной оценкой среднего ожидаемого периода дожития, положенного в основу расчёта дисконта. Увеличение периода дожития приводит к отсрочке момента реализации жилья, что снижает эффективную доходность для инвесторов в инструменты рефинансирования, поскольку она определяется размером дисконта, рассчитанного по актуарным данным.

Обратной ситуацией является риск сокращения фактического срока жизни бенефициаров в пуле над актуарной оценкой среднего, например при пандемии. В этом случае инвесторы также рискуют получить убытки вследствие реализации большого объёма жилья в относительно короткие сроки и на депрессивном рынке.

Транширование частично нейтрализует риск ошибки в оценке среднего по пулу периода дожития через его концентрацию в младшем транше, удерживаемом оператором. Последовательная схема погашения (сначала старший, затем средний, в последнюю очередь младший транш) обеспечивает защиту внешних инвесторов от неблагоприятного развития демографических трендов.

Риск снижения стоимости жилья дифференцируется на долгосрочный и краткосрочный компоненты. Краткосрочная волатильность жилищных цен абсорбируется через транширование и маржу на риск, причём умеренная историческая волатильность жилищного рынка позволяет минимизировать размер такой маржи. Долгосрочная депрессия жилищного рынка, обусловленная структурным избытком предложения, представляет макроэкономический риск, который в наихудших условиях затронет не только регионы с депрессивной экономикой и падающей численностью населения, но и большую часть остальной территории страны. Покрытие данного риска обеспечивается субсидиарной ответственностью Российской Федерации.

Риск рыночной ликвидности материализуется в периоды финансовой турбулентности, когда выпуск и размещение новых инструментов рефинансирования затруднён. Институциональным решением выступает возможность получения оператором программы ЦЖК стабилизационных кредитов от Банка России в цифровых рублях, обеспечивающих непрерывность выплат инвесторам и бенефициарам до нормализации рыночной конъюнктуры.

Риск неадекватной оценки рыночной доходности при запуске программы может привести к отсутствию спроса на инструменты рефинансирования, если дисконт будет рассчитан на основе заниженной процентной маржи. Снижение данного риска достигается через предварительные консультации с потенциальными инвесторами и формирование предварительной книги заявок на участие в будущем размещении.

В заключение следует упомянуть два риска, специфических для сделок с жильём пожилых домохозяйств. Во-первых, риски оспаривания сделок продавцами или их наследниками, которые могут ссылаться на неосведомлённость, введение в заблуждение или недееспособность продавца. Как показало резонансное дело Л. Долиной, правовое регулирование вторичного рынка жилья в России всё ещё содержит немало пробелов, являющихся источниками трансакционных рисков и порождающих противоречивую судебную практику (в том числе отсутствие стандартизированных методик проверки воли продавца, вопросы истребования жилья наследниками). Эти вопросы потребуют правового урегулирования.

Во-вторых, если суммарные выплаты бенефициару по программе ЦЖК вместе с величиной дисконта оказываются ниже, чем оценочная рыночная стоимость его жилья, у наследников возникает право на долю стоимости актива в пределах СЧА. Вопрос о размере этой доли потенциально может быть оспорен наследниками. Предметом спора может быть корректность как оценки рыночной стоимости жилья, так и расчёта величины

дисконта. В таких ситуациях максимальная прозрачность и чёткость алгоритма расчёта параметров ЦЖК позволят минимизировать возможные негативные последствия для устойчивости программы.

Нормативно-правовое обеспечение программы ЦЖК

Для реализации программы ЦЖК потребуется разработать и принять ряд нормативно-правовых документов, включая:

- Федеральный закон «О дополнительных мерах государственной поддержки пожилых семей для оплаты дорогостоящих медицинских и иных социальных услуг» и связанный с ним Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»;
- Постановление Правительства РФ об утверждении Правил предоставления целевого финансирования из федерального бюджета Публичному акционерному обществу «ДОМ.РФ» в целях возмещения затрат общества по запуску программы ЦЖК;
- поправки в ФЗ «О цифровых финансовых активах и цифровой валюте» № 259 от 31 июля 2020 г. с целью защиты КСН от банкротства по аналогии с СФО/СОПФ и возможностью создания цифровых биржевых фондов на базе цифровых активов, а также для достижения иных целей, предусмотренных проектом;
- нормативные акты Банка России, связанные с использованием цифрового рубля в программе ЦЖК;
- Постановления Правительства РФ, регулирующие особенности оказания услуг медико-социального страхования по программе ЦЖК, включая требования к ДМСС и особенности определения размеров страховых выплат по рискам, включённым в ДМСС.

Также потребуется внести изменения в законы и другие нормативные акты, связанные с регулированием вторичного рынка жилой недвижимости с целью минимизации отмеченных выше трансакционных рисков, влияющих на устойчивость программы ЦЖК.

Заключение

Программа ЦЖК предназначена для решения двух в равной мере масштабных и взаимосвязанных задач:

1. Создание социально безопасного инструмента преобразования ключевого «спящего актива» пожилых домохозяйств — принадлежащего им жилья — в эффективно работающий капитал посредством рыночной монетизации жилой недвижимости.
2. Уменьшение нарастающих по мере старения общества экзистенциальных рисков, связанных с недофинансированием потребностей пожилого населения в дорогостоящих медико-социальных услугах.

Институциональный дизайн программы ЦЖК представляет собой своего рода «конструктор», который за небольшими исключениями опирается на уже сложившиеся, хорошо себя зарекомендовавшие и доказавшие работоспособность в российских реалиях институты и практики. Даже там, где предполагается использование инновационных цифровых инструментов, таких как цифровой рубль, смарт-контракты и токены, все они уже применяются на практике, и нет оснований сомневаться в перспективах их успешного встраивания в программу ЦЖК. Нормативно правовое обеспечение программы ЦЖК не предполагает каких-либо кардинальных правовых новаций и в основном призвано дополнить и уточнить действующее законодательство с учётом особенностей предлагаемого институционального дизайна.

Участие государства в программе ЦЖК реализуется через специализированный институт развития и субсидиарную ответственность, обеспечивающие оптимальное сочетание рыночных механизмов и публичных гарантий. Действующий институт развития в жилищной сфере ПАО «ДОМ.РФ» позиционируется как оператор и методологический центр программы ЦЖК, выполняющий критические функции институционального дизайна: разработку стандартов контрактации и методологии оценки СЧА, организацию расчётов с использованием цифрового рубля, координацию взаимодействия с СМО. Институт развития обеспечивает создание необходимой инфраструктуры и запуск рыночного механизма рефинансирования, используя экспертизу в структурировании сложных финансовых продуктов жилищного сектора.

Фундаментальной функцией государства выступает покрытие остаточных рисков (*residual risks*) долголетия, превышающих официальные демографические прогнозы, и рисков долгосрочного снижения жилищных цен, обусловленных провалами территориального развития и иными долгосрочными факторами. Субсидиарная ответственность РФ по обязательствам института развития, принимающего данные риски, обеспечит уверенность частных инвесторов и сформирует устойчивый спрос на инструменты рефинансирования.

Государство принимает на себя риски, которые невозможно эффективно хеджировать рыночными инструментами, в то время как идиосинкратические и диверсифицируемые риски передаются частным инвесторам через рыночные механизмы ценообразования. Таким образом, роль государственных источников финансирования в рамках субсидиарной ответственности выражается прежде всего в создании значительного финансового плеча, позволяющего с минимальными бюджетными затратами использовать ёмкость финансовых рынков для оплаты социально значимой помощи пожилому населению, которую без этих источников оно не сможет получать в необходимом объёме.

Действенные инструменты, направленные на снижение социальных и системных финансовых рисков и встроенные в программу ЦЖК, выгодно отличают её от других аналогичных продуктов, таких как обратная ипотека и договоры пожизненной ренты (табл. 2).

Благодаря заложенным в программу ЦЖК механизмам управления социальными и финансовыми рисками в сочетании с её потенциальной финансовой привлекательностью для бенефициаров и ориентацией на удовлетворение растущих социально значимых потребностей пожилых людей, открываются возможности для её успешного масштабирования. В результате такого масштабирования её положительные последствия могут иметь достаточно широкие экономические и социальные последствия. В частности, программа ЦЖК генерирует ряд положительных эффектов через каналы спроса, предложения и развитие финансовых рынков.

Активация латентной покупательной способности пожилых домохозяйств создаёт дополнительный спрос на медицинские услуги и услуги долгосрочного ухода, запуская мультипликативные эффекты в секторе здравоохранения. Расширение платёжеспособного спроса стимулирует наращивание предложения медицинскими организациями и производителями оборудования, способствует привлечению кадров, повышению квалификации персонала и внедрению инновационных технологий диагностики и лечения. Это также делает более доступными высокотехнологические виды помощи, технические возможности для внедрения которых быстро расширяются.

Приток финансирования и участие институциональных организаторов медико-социальной помощи в лице СМО позволит создать прозрачный, развитый и безопасный рынок медико-социальных услуг для пожилых граждан. В качестве сопутствующего результата это может способствовать снижению нагрузки на систему общественного здравоохранения. Своевременный доступ пожилых граждан к профилактическим мероприятиям, диагностике, реабилитации и качественному уходу в рамках программы ЦЖК поможет

предотвращать дальнейшее ухудшение состояния их здоровья, которое сопряжено с дорогостоящим стационарным лечением за счёт средств бюджетов и ОМС.

Возможность аккумуляции первоначального взноса на ипотеку в защищённой от жилищной инфляции форме сокращает для семей молодых и средних возрастов период накопления и увеличивает доступность ипотечного кредитования. Это транслируется в рост эффективного спроса на первичном рынке жилья. Учитывая высокий мультипликатор строительного сектора, данный эффект потенциально генерирует дополнительный экономический рост.

Таблица 2

Сравнительные характеристики программы ЦЖК, обратной ипотеки и пожизненной ренты

№	Характеристики	Программа ЦЖК	Обратная ипотека	Пожизненная рента
1	2	3	4	5
1	Переход права собственности	Доверительное управление, собственность сохраняется до смерти бенефициара	Залог без перехода права собственности до смерти бенефициара	Немедленный переход права собственности
2	Целевое расходование средств бенефициаром	Обязательно, с контролем через цифровой рубль	Отсутствует	Отсутствует
3	Возможность единовременной или крупной выплаты бенефициару	Имеется	Имеется	Исключена
4	Риск мошенничества	Минимизирован технологически и институционально	Средний риск	Высокий риск в случае коммерческого контракта
5	Роль государства	Институт развития как оператор несёт основные риски при субсидиарной ответственности Российской Федерации	Минимальная в России, субсидиарная ответственность государственного института по некоторым рискам в США	Отсутствует в случае коммерческого контракта
6	Возможность наследования	Частично сохраняется в пределах СЧА	Частично сохраняется в НЕСМ (США) и в home reversion (Великобритания)	Отсутствует

Источник: составлено авторами.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Возможный период патронажного ухода, который в среднем может быть профинансирован исходя из среднего размера ЦЖК по федеральным округам

Таблица П1.1

Средняя величина ЦЖК по федеральным округам

Федеральные округа	Цена (кв.м, руб. вторичный рынок, III кв. 2025 г.)	Средняя площадь (кв. м)	Средняя цена жилья (руб., III кв. 2025 г.)	Среднегодовой прирост жилищных цен за период 2015–2025 гг. (% в год)	Период дожития (лет)	Ставка дисконт (% в год, среднегодовой прирост жилья + 2%)	ЦЖК	
							Руб., при- ведённая стоимость к IV кв. 2025 г.	% от цены жилья
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Центральный	162 847	51	8 305 218	7,5	20	9,5	5 743 780	69,2
Северо-Западный	150 923	52	7 847 984	11,1	20	13,1	5 493 292	70,0
Южный	107 440	49	5 264 552	7,4	20	9,4	3 640 098	69,1
Северо-Кавказский	86 826	56	4 862 283	8,8	20	10,8	3 377 196	69,5
Приволжский	113 954	49	5 583 745	8,5	20	10,5	3 875 584	69,4
Уральский	107 862	50	5 393 120	6,5	20	8,5	3 717 121	68,9
Сибирский	106 727	50	5 336 326	8,3	20	10,3	3 700 453	69,3
Дальневосточный	138 390	48	6 642 735	6,6	20	8,6	4 580 783	69,0
Город Москва	369 497	56	20 691 809	7,0	20	9,0	14 287 350	69,0

Источник: расчёты А.Н. Семеняки по данным Росстата.

Таблица П1.2

Возможный период патронажного ухода и пребывания в доме престарелых исходя из среднего размера ЦЖК по федеральным округам

Федеральные округа	% от цены жилья	Почасовая ставка сиделки (руб., 2025 г.)	Стоимость ухода за месяц (8ч×30дн) (руб., 2025 г.)	Номинальная инфляция услуг сиделки (% в год)	Возможный период патронажного ухода исходя из размера ЦЖК		Стоимость пребывания в доме престарелых за месяц (руб., 2025 г.)	Возможный период пребывания в доме престарелых исходя из размера ЦЖК	
					Мес.	% от периода дожития		Мес.	% от периода дожития
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Центральный	69,2	274	65 760	7,5	95	40	35 260	163	69
Северо-Западный	70,0	236	56 640	11,1	107	45	30 317	181	76
Южный	69,1	154	36 960	7,4	108	45	19 747	184	77
Северо-Кавказский	69,5	113	27 120	8,8	141	59	14 478	233	98
Приволжский	69,4	167	40 080	8,5	106	44	21 589	180	75
Уральский	68,9	225	54 000	6,5	74	31	28 938	128	54
Сибирский	69,3	189	45 360	8,3	88	37	24 328	152	64
Дальневосточный	69,0	248	59 520	6,6	83	35	31 823	144	61
Город Москва	69,0	350	84 000	7,0	201	84	45 000	317	133

Источник: расчёты А.Н. Семеняки по данным Росстата.

Для сопоставимости средняя площадь жилья и период дожития приняты равными по всем регионам. Почасовая ставка сиделки в Москве взята минимальной, для других регионов пересчитана пропорционально средним зарплатам. Стоимость пребывания в доме престарелых взята минимальной.

Приложение 2

Таблица П2.1

Инерционный прогноз периода дожития для мужчин и женщин старше 60 лет

Возраст	2025		2030		2035		2040		2045		2050	
	муж.	жен.	муж.	жен.	муж.	жен.	муж.	жен.	муж.	жен.	муж.	жен.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
60	18	23	18,8	23,4	19,7	23,9	20,5	24,3	21,4	24,8	22,2	25,2
61	17,4	22,2	18,2	22,6	19	23	19,9	23,5	20,7	23,9	21,6	24,3
62	16,8	21,4	17,6	21,8	18,4	22,2	19,2	22,6	20,1	23,1	20,9	23,5
63	16,2	20,5	17	21	17,8	21,4	18,6	21,8	19,4	22,2	20,2	22,7
64	15,6	19,7	16,4	20,1	17,2	20,6	18	21	18,8	21,4	19,6	21,8
65	15,1	18,9	15,8	19,3	16,6	19,8	17,4	20,2	18,1	20,6	18,9	21
66	14,5	18,2	15,3	18,6	16	19	16,8	19,4	17,5	19,8	18,3	20,2
67	14	17,4	14,7	17,8	15,4	18,2	16,2	18,6	16,9	19	17,7	19,4
68	13,5	16,6	14,2	17	14,9	17,4	15,6	17,8	16,3	18,2	17,1	18,5
69	13	15,8	13,6	16,2	14,3	16,6	15	17	15,7	17,4	16,5	17,8
70	12,5	15,1	13,1	15,5	13,8	15,8	14,5	16,2	15,2	16,6	15,9	17
71	12	14,4	12,6	14,7	13,3	15,1	13,9	15,5	14,6	15,8	15,3	16,2
72	11,5	13,6	12,1	14	12,8	14,4	13,4	14,7	14,1	15,1	14,7	15,4
73	11	12,9	11,7	13,3	12,3	13,6	12,9	14	13,5	14,3	14,2	14,7
74	10,6	12,2	11,2	12,6	11,8	12,9	12,4	13,3	13	13,6	13,6	14
75	10,2	11,6	10,7	11,9	11,3	12,2	11,9	12,6	12,5	12,9	13,1	13,2
76	9,7	10,9	10,2	11,2	10,8	11,5	11,4	11,9	12	12,2	12,6	12,5
77	9,3	10,3	9,9	10,6	10,4	10,9	11	11,2	11,5	11,5	12,1	11,9
78	8,9	9,6	9,4	9,9	9,9	10,2	10,4	10,5	11	10,9	11,5	11,2
79	8,4	9	8,9	9,3	9,4	9,6	9,9	9,9	10,4	10,2	10,9	10,5
80	7,9	8,4	8,4	8,7	8,9	9	9,4	9,3	9,9	9,6	10,4	9,8
81	7,4	7,8	7,9	8,1	8,4	8,3	8,8	8,6	9,3	8,9	9,8	9,2
82	7,1	7,3	7,5	7,5	8	7,8	8,5	8,1	8,9	8,3	9,4	8,6
83	6,7	6,8	7,1	7	7,6	7,3	8	7,5	8,5	7,8	8,9	8
84	6,4	6,3	6,8	6,5	7,2	6,7	7,6	7	8,1	7,2	8,5	7,5
85	6,1	5,8	6,5	6	6,9	6,3	7,3	6,5	7,7	6,7	8,1	7
86	5,8	5,4	6,1	5,6	6,5	5,8	6,9	6	7,3	6,3	7,7	6,5
87	5,5	5	5,8	5,2	6,2	5,4	6,6	5,6	6,9	5,8	7,3	6
88	5,2	4,6	5,5	4,8	5,9	5	6,2	5,2	6,5	5,4	6,9	5,6
89	4,9	4,2	5,2	4,4	5,5	4,6	5,9	4,8	6,2	5	6,5	5,2
90	4,6	3,9	4,9	4	5,2	4,2	5,5	4,4	5,8	4,6	6,1	4,8
91	4,3	3,5	4,5	3,6	4,8	3,8	5,1	4	5,4	4,2	5,6	4,3
92	4	3,2	4,2	3,3	4,5	3,5	4,7	3,6	5	3,8	5,2	3,9
93	3,7	2,9	3,9	3	4,2	3,2	4,4	3,3	4,6	3,5	4,8	3,6
94	3,4	2,7	3,7	2,8	3,9	2,9	4,1	3,1	4,3	3,2	4,5	3,3
95	3,3	2,5	3,4	2,6	3,6	2,7	3,8	2,8	4	2,9	4,1	3,1
96	3	2,3	3,2	2,4	3,3	2,5	3,4	2,6	3,6	2,7	3,7	2,8
97	2,6	2,1	2,7	2,2	2,9	2,2	3	2,3	3,1	2,4	3,2	2,5
98	2,1	1,7	2,2	1,8	2,3	1,9	2,4	1,9	2,5	2	2,5	2,1
99	1,4	1,2	1,5	1,3	1,6	1,3	1,6	1,4	1,7	1,4	1,8	1,5
100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Источник: прогнозные расчёты выполнены А.Н. Семенякой по данным Росстата.

ЛИТЕРАТУРА

- Бессонова Е., Иванова Н., Москалева А. (2025). *Финансы российских домохозяйств в 2024 году: Аналитическая записка*. — М.: Банк России.
- Дмитриев М.Э. (2024). Ход реализации и итоги реформ социальной сферы начала 2000-х в России: переосмысление в ретроспективе // *Вопросы теоретической экономики*. №3. С. 7–30.
- Дмитриев М.Э., Нейштадт И.В. (2020). Потенциал увеличения финансирования здравоохранения и дорогостоящего ухода с использованием ресурсов населения и государства // *Финансы и бизнес*. №1. С. 73–87.
- Дмитриев М.Э., Окопишников А.А. (2019). Анализ возможностей использования обратной ипотеки для финансирования услуг здравоохранения и долгосрочного ухода // *Карельский научный журнал*. Т. 8. № 4. С. 122–126.
- Мишина Е. А., Столяров Д.Л. (2012). Обратная ипотека: обзор мировой практики // *Право. Журнал Высшей школы экономики*. №3. С. 173–184. DOI: 10.17323/2072-8166.2012.3.173.184.
- Структурные изменения в здравоохранении: тенденции и перспективы* (2022): Докл. / С.В. Шишкин (ред.). — М.: НИУ ВШЭ.
- Modigliani F. (1949). Fluctuations in the Saving-Income Ratio: A Problem in Economic Forecasting // *Studies in Income and Wealth*. No. 11. — New York: National Bureau of Economic Research.
- Reverse mortgage market overview* (2025). Business Research Insights. URL: <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/reverse-mortgage-market-104996>

REFERENCES

- Bessonova E., Ivanova N., Moskaleva A. (2025). *Finances of Russian households in 2024*. Analytical note. — M.: Bank of Russia. (In Russ.).
- Dmitriev M. E. (2024). Implementation and outcomes of social policy reforms of early 2000s in Russia: reassessment in hindsight // *Issues of Economic Theory (Voprosy teoreticheskoy ekonomiki)*. No. 3. Pp. 7–30. (In Russ.).
- Dmitriev M.E., Neystadt I.V. (2020). Assessment of potential for better financing of healthcare and expensive nursing care from public and private sources // *Finansy i Biznes*. No.1. Pp. 73–87. (In Russ.).
- Dmitriev M.E., Okonishnikov A.A. (2019). Analysis of potential for reverse mortgage financing of healthcare and expensive nursing care // *Karel'skiy nauchniy jurnal*. T. 8. No. 4. Pp. 122–126. (In Russ.).
- Modigliani F. (1949). Fluctuations in the Saving-Income Ratio: A Problem in Economic Forecasting // *Studies in Income and Wealth*. No. 11. — N. Y.: National Bureau of Economic Research.
- Mishina E., Stolyarov D. (2012). Reverse Mortgage: Review of International Practice // *Law. Journal of the Higher School of Economics*. N3. , Pp. 173–184. DOI: 10.17323/2072-8166.2012.3.173.184.
- Reverse mortgage market overview* (2025). Business Research Insights. URL: <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/reverse-mortgage-market-104996>
- Structural changes in healthcare: trends and perspectives* (2022): Report. / S.V. Shishkin (ed.). — M.: NRU HSE. (In Russ.).

Дмитриев Михаил Эгонович

mikhaildm@mail.ru

Mikhail Dmitriev

Doctor of Economic Sciences, President, Business Partnership “New Economic Growth” (Moscow)

mikhaildm@mail.ru

Окопишников Арий Ариевич

a.okonishnikov@mail.ru

Arii Okonishnikov

PhD (technology), Senior research fellow, Project leader, Center of Infrastructure Economy (Moscow)

mikhaildm@mail.ru

Семеняка Александр Николаевич

asemenyaka@yandex.ru

Alexandr Semenyaka

PhD (economics), independent expert (Moscow)

asemenyaka@yandex.ru

TARGETED HOUSING CAPITAL: SOCIALLY ORIENTED INSTITUTIONAL DESIGN

Abstract. The article, a follow up of our previous research projects, considers the practical implications of the life-cycle hypothesis by F. Modigliani for the institutional design of the program of Targeted housing capital for the Russian elderly. The program is designed as socially oriented monetization vehicle for extensive housing assets of Russia's elderly households enabling them to cover costs of expensive healthcare and social services wherever public financing is not available. The paper explores the possible role of development institutions, digital financial technologies, mitigation of social, demographic, legal, and financial risks, long-term sustainability of the program, and potential for scaling up.

Keywords: *housing market, long-term care, population ageing, reverse mortgage, health insurance.*

JEL: I13, I18, I38, J14, G20, G22.