

Ценовые пузыри на рынке недвижимости

Международный опыт показывает, что колебания конъюнктуры рынка недвижимости могут стать важным фактором роста нестабильности банковского сектора. Мнение, что недвижимость является самым надежным направлением вложения средств, верно лишь отчасти – время от времени на рынке происходят резкие ценовые сдвиги. Убаюканные устойчивостью рынка, банки и частные инвесторы вкладывают миллиарды долларов в финансирование строительства и приобретение недвижимости. Обрушение рынка, соответственно, приводит к огромным потерям. Основываясь на мировом и российском опыте, данная статья раскрывает механизмы взаимовлияния банковского сектора и рынка недвижимости.

Рост экономики обычно сопровождается значительными структурными сдвигами. Во-первых, происходит снижение доли товаров первой необходимости и рост доли товаров длительного пользования и роскоши в структуре потребления, а также уменьшение доли сбережений в структуре использования доходов. Во-вторых, рост импорта, опережая по темпам увеличение экспорта, вызывает сокращение профицита торгового баланса. Пока экономика растет, потеря экспортных доходов с лихвой компенсируется притоком иностранного капитала. Правда, очень часто последний сопровождается ростом реальной стоимости валюты. В-третьих, происходит изменение структуры инфляционных процессов: рост цен активов ускоряется, а темпы инфляции потребительских цен сохраняются на прежнем уровне.

Население охотно берет, а банки - дают кредиты на покупку дорогой бытовой техники, автомобилей, недвижимости, финансовых активов, считая рост доходов гарантией платежеспособности заемщиков. В результате, с одной стороны, увеличиваются кредитные портфели банков, а с другой, стимулируется рост цен финансовых активов и недвижимости. Когда в силу экономических или даже иногда психологических факторов происходит обрушение финансового рынка и/или рынка недвижимости, банки сталкиваются с ростом объемов просроченной задолженности, обесцениванием залогов. Естественной реакцией на эти события со стороны банков становится ужесточение условий кредитования заемщиков, как связанных, так и несвязанных с данными рынками, и пожарная продажа ранее приобретенных основных фондов, акций и облигаций. Как итог, ситуация как в банковском секторе, так и всей экономике резко ухудшается. Особенно сильно на банковскую систему влияет рынок недвижимости, поскольку недвижимость выступает как основной вариант залога.

В связи с этим интересным вопросом является, как происходит возникновение и лопание пузырей на рынке недвижимости, какой вклад вносят банки в этот процесс и насколько характерны такие циклические явления для России.

Болезненная близорукость

Крах рынка недвижимости и падение цен акций строительных и риэлторских компаний стали важными причинами банковских кризисов в Японии в начале 1990-х годов и странах Юго-Восточной Азии в 1997-1998 годах. Экономический бум, сопровождавшееся ускоренным развитием сектора услуг, повышение доходов населения при ограниченности предложения земли привели в предшествующие кризисам годы в отмеченных странах к бурному росту цен жилой и коммерческой недвижимости. При низкой потребительской

инфляции цены на жилье выросли в Японии с 1980 по 1990 год в 4,5 раза, а в Малайзии и Таиланде с 1986 по 1996 год – соответственно в 5,6 и 7 раз!

Банки и другие финансовые посредники активно участвовали в данных процессах. Получая значительные средства на внутреннем рынке (для азиатских стран были характерны высокие нормы сбережений – от 18-20% ВВП на Филиппинах до 45-50% ВВП в Сингапуре) и за рубежом, они направляли большие суммы на финансирование строительства и приобретение недвижимости, а также спекуляцию акциями риэлторских и строительных компаний. Недвижимость также активно выступала как средство залога по кредитам: соотношение рыночной стоимости принятой в залог коммерческой и жилой недвижимости с банковскими активами достигала во многих странах Юго-Восточной Азии накануне кризиса 80-100% (таб. 1). Таким образом, банки сыграли важнейшую роль в раскручивании спирали инфляции на рынке недвижимости.

Таблица 1. Операции банков с недвижимостью (по состоянию на конец 1997 года, в % от активов банков).

Страны	Кредиты и инвестиции в недвижимость	Рыночная стоимость залога недвижимости	Просроченная задолженность заемщиков
Корея	15-25	80-100	16,0
Индонезия	25-30	80-100	11,0
Малайзия	30-40	80-100	7,5
Филиппины	15-20	70-80	5,5
Таиланд	30-40	80-100	15,0
Гонконг	40-55	50-70	1,5
Сингапур	30-40	70-80	2,0

Источник: Аналитический обзор банка JP Morgan “Asian Financial Markets”, январь 1998 г.

Следует отметить, что во многих странах региона (Таиланде, Малайзии, Корее и Гонконге) реальные вложения банков в активы, связанные с недвижимостью, намного превосходили указанные в таблице 1 цифры: банки активно кредитовали инвестирующие в недвижимость финансовые компании, таким образом, обходя жесткие нормативные требования, установленные органами банковского надзора. Кстати в Японии в начале 1990-х годов наблюдалась схожая картина: величина кредитов и инвестиций банков в недвижимость и связанные с ней активы находилась на уровне 15-20% активов и была широко распространена практика кредитование финансовых фирм, занимающихся спекуляцией недвижимостью и ценными бумагами (*jusens*).

Когда в конце 1996 – начале 1997 года, переоценив платежеспособность заемщиков в связи с падением темпов роста экспорта и накоплением крупнейшими корпорациями значительных объемов краткосрочной задолженности, инвесторы начали выводить капиталы из стран Юго-Восточной Азии, цены недвижимости и финансовых активов начали стремительно падать. Это привело к возникновению убытков для банков в силу переоценки позиций по новым рыночным ценам, а также роста просроченной задолженности по кредитам организациям, связанным с финансовым рынком и рынком недвижимости. Желая минимизировать убытки, банки начали в спешном порядке сбрасывать финансовые активы и ликвидировать вложения в недвижимость, а также ужесточать условия кредитования связанных с финансовым рынком и рынком недвижимости фирм, тем самым, подталкивая

цены на обоих рынках вниз. В Японии в 1990 году основную роль в крахе рынка недвижимости сыграли внутренние факторы - рост процентных ставок (учетная ставка Банка Японии выросла с 2,5% в 1987 году до 6% в 1990 году), связанный с желанием государства погасить инфляцию, и отток капитала из страны, – но механизмы взаимодействия рынков были аналогичными.

В обоих рассматриваемых случаях падение рынка недвижимости произошло до того, как разразился масштабный финансовый кризис, и стало падать производство. Наоборот, многие исследователи как раз отмечают, что, оказав негативное воздействие на финансовое положение компаний и банков, крах рынка недвижимости сыграл важную роль в развертывании экономических и финансовых кризисов в Японии в 1990-е годы и странах Юго-Восточной Азии в 1997-1998 году. Следует заметить, что хотя доходность вложений недвижимости не коррелирует с доходностью финансовых активов, но коллапс рынка недвижимости всегда приводит к резкому снижению доходности других вложений, как финансовых, так и реальных.

Необходимо также добавить, что отмеченные явления нельзя рассматривать как чисто азиатскую специфику. Крах рынка недвижимости сыграл важную роль в возникновении банковского кризиса в Швеции в начале 1990-х годов, а также в банкротстве большей части строительных обществ (*building societies*) в Великобритании в 1980-е годы.

В этой связи возникает закономерный вопрос, почему банки так активно наращивали инвестиции в недвижимость и связанные с ней активы, а органы государственного регулирования молча взирали на это. Обычно предлагается три варианта ответа на данный вопрос: 1) банки не учитывают в своей политике шоки с низкой вероятностью возникновения; 2) банки недооценивают риски из-за проблем со статистическими данными и сложностями в оценке предметов залога и объектов инвестирования; 3) банки правильно оценивают риски, но вынуждены в условиях жесткой конкуренции сознательно идти на доходные, но рискованные проекты.

В настоящее время банки широко применяют продвинутые методики оценки и управления рыночными и кредитными рисками. Данные методики базируются на использовании исторически сложившихся распределений цен финансовых активов и возвратности вложенных средств. Поскольку и неблагоприятные изменения цен активов, и дефолты заемщиков происходят достаточно часто, то банки вынуждены уделять им значительное внимание. К этому их также принуждают органы банковского регулирования, требующие покрытия рисков капиталом, создания резервов на возможные потери, написания внутренних процедур оценки и управления рисками и формирования структур, проверяющих их выполнение сотрудниками банков.

В то же время такие шоки как крах рынка недвижимости, которые происходят крайне редко, банки предпочитают игнорировать (данная линия поведения получила название в литературе болезненная близорукость (*disaster myopia*)). Это связано с тем, что традиционные статистические методы анализа рисков к таким шокам не подходят, а создание специальных систем мониторинга и реагирования, требующее значительных средств, в случаях, когда вероятность шока объективно близка к нулю, представляется неоправданной тратой

Недвижимость вообще достаточно сложно оценивать корректно. В общем случае ее цена будет определяться как дисконтированная сумма будущих арендных платежей. Величина дисконта в свою очередь зависит от ожиданий инфляции, а арендных платежей – от

амортизации недвижимости и шоков ее предложения и спроса. На большинстве развивающихся рынков нет нормальных протяженных рядов данных по ценам недвижимости и величине арендных платежей, объему и издержкам строительных работ, поэтому справедливая оценка стоимости жилья представляется технически невозможной.

Даже если банки и могут правильно определить цену недвижимости и оценить связанные с вложениями в недвижимость риски, сама современная банковская практика подталкивает их к концентрации вложений в данной сфере и назначению нулевой платы за риск. В развитых странах и многих развивающихся действуют достаточно сложные системы защиты банков (*safety nets*), включающие страхование вкладов, выдачу стабилизационных кредитов банкам с нарушениями ликвидности, выкуп проблемных активов. Основное предназначение данных систем – предотвратить банковскую панику и помешать возникновению системного банковского кризиса. Под их воздействием у клиентов исчезают стимулы следить за рискованностью поведения банков, и выбор кредитной организации объясняется ее показателями доходности. В таких условиях банкам нет смысла отказываться от высокодоходных, но рискованных проектов, поскольку, таким образом, появляется возможность преуспеть в плане привлечения средств клиентов.

Кроме того, получается, что банк, оценивающий риски вложений в активы, связанные с недвижимостью, высоко, не может требовать плату с заемщиков за данные вложения, если на рынке действует достаточно большое число организаций, рассматривающих вероятность краха рынка недвижимости как нулевую. У него есть два выбора: или не связываться с рынком недвижимости вообще, или предоставлять ресурсы работающим на рынке компаниям по той же цене, что и остальные.

Неспособность или нежелание банков правильно оценивать риски, связанные с недвижимостью, негативно влияют и на прочие активные операции кредитных организаций. В условиях роста стоимости недвижимости представляется безопасной формой залога. Естественно, что в результате роста цен на рынке недвижимости происходит положительная переоценка залога, и, как итог, банки снижают резервы и процентные ставки, а также прочие требования по проектам, обеспеченным недвижимостью. В таких условиях обесценивание недвижимости и, соответственно, снижение степени покрытия кредита залогом создает стимулы для заемщика обанкротиться.

Цена недвижимости

Мы уже отмечали, что недвижимость является достаточно сложным объектом для оценки. Это утверждение не относится к определению цены отдельно взятой квартиры или офиса: исходя из стоимости подобных объектов опытный риэлтор может быстро определить их стоимость. Оно относится к определению так называемой справедливой (равновесной) цены недвижимости, то есть цены, которая должна балансировать спрос и предложение ресурса в долгосрочном плане.

Цена в экономике является важным сигналом. Рост относительных цен в какой-нибудь отрасли, вызванный увеличением спроса на ее продукцию, обеспечивает повышение прибыльности работающих в ней предприятий и, тем самым, способствует перетоку капитала в отрасль. Вливание фондов стимулирует увеличение объемов производства, что в конечном итоге обеспечивает баланс между спросом и предложением на рынке и возврат цен к уровню тренда. Время восстановления цен зависит, прежде всего, от гибкости

предложения. В большинстве секторов экономики это происходит достаточно быстро за счет наличия у компаний свободных производственных мощностей.

Рынок недвижимости к их числу не принадлежит. Поскольку предложение земли является фиксированным, а с момента начала подготовки проекта до сдачи объекта в эксплуатацию проходит значительный срок, предложение недвижимости гибкостью не отличается. Цены жилья и офисных помещений определяются в первую очередь факторами спроса. Если речь идет о жилье – то это демография и доходы населения (рост реальных доходов населения приводит к увеличению спроса на недвижимость, как в силу эффекта дохода, так и вследствие эффекта замещения – увеличения доли инвестиций в структуре расходов домохозяйств), в случае офисов – структура производства и доходы бизнеса. Приход иностранных компаний в страну и сдвиг структуры производства в пользу сферы услуг всегда подстегивает спрос на офисы. Поскольку, как мы уже отмечали, значительная часть недвижимости приобретается в кредит, важным фактором спроса выступает стоимость заемных средств.

Интересной особенностью рынка недвижимости, затрудняющей определение справедливой стоимости, является его нестандартность: цены 1 квадратного метра жилья или офисной площади значительно колеблются не только в зависимости от качества, но и от метража и расположения объекта (центр или окраина, крупный город или мелкий, близость к основным транспортным магистралям). В итоге рынок распадается на множество отдельных сегментов, цены на которых сильно коррелированы между собой, но далеки от линейной зависимости.

Определяющая роль факторов спроса в процессе ценообразования приводит к частому возникновению спекулятивных пузырей на рынке, - то есть состояния, когда реальные цены вследствие ажиотажного спекулятивного спроса существенно отрываются от равновесных значений. Этому также способствует, что недвижимость служит объектом для инвестиций: существенная часть сделок по приобретению жилья или офисов носит инвестиционный характер, то есть объект покупается не с целью проживания или ведения бизнеса, а с целью последующей по мере роста цен перепродажи. Достаточно небольшого не только экономического, но и психологического толчка, чтобы пузырь начал лопаться.

Время схлопывания пузырей, то есть возвращения цен к равновесным значениям, зависит от ликвидности рынка недвижимости и наличия торгуемых прав требований к недвижимости на финансовом рынке. Если существует развитый рынок акций строительных и риэлторских компаний, проходит активная торговля ипотечными ценными бумагами, то возврат к равновесному уровню цен происходит достаточно быстро, если нет – то медленно.

В связи со значительным сроком реализации проекта застройщики часто оказываются в ситуации, когда состояние рынка на момент реализации объекта значительно отличается (причем, часто в худшую сторону) от того, что имелося в начале. Это приводит к неустойчивости доходов и к невозможности ни для строительных компаний, ни для финансирующих их банков нормально прогнозировать ситуацию.

Такую организацию дел можно достаточно четко проследить на примере московского рынка жилья. Он является крупнейшим в стране: общий объем сделок оценивается в 12-13 млрд. долл. в год. Московский рынок достаточно прост для изучения, поскольку ведется систематический учет сделок и имеется обширная статистическая информация по объему и цене продаж жилой площади на первичном и вторичном рынке, а также по ставкам аренды жилья.

Преодолев спад 1998-1999 годов, вызванный финансовым кризисом и связанным с ним снижением банковской активности и падением реальных доходов населения, цены недвижимости возобновили рост в середине 2000 года. За 5 лет цена 1 квадратного метра жилья выросла в 3 раза в долларовом выражении (рис. 1) и в 1,5 раза в реальном исчислении (с учетом рублевой и долларовой инфляции). Если говорить о реальной стоимости единицы площади, то пик был достигнут в мае 2004 года, когда реальные цены превышали уровень середины 2000 года в 1,7-1,8 раз. Хотя цены различных типов квартир связаны между собой, но наблюдается четкая зависимость – чем больше площадь квартиры и число комнат, тем больше стоит квадратный метр.

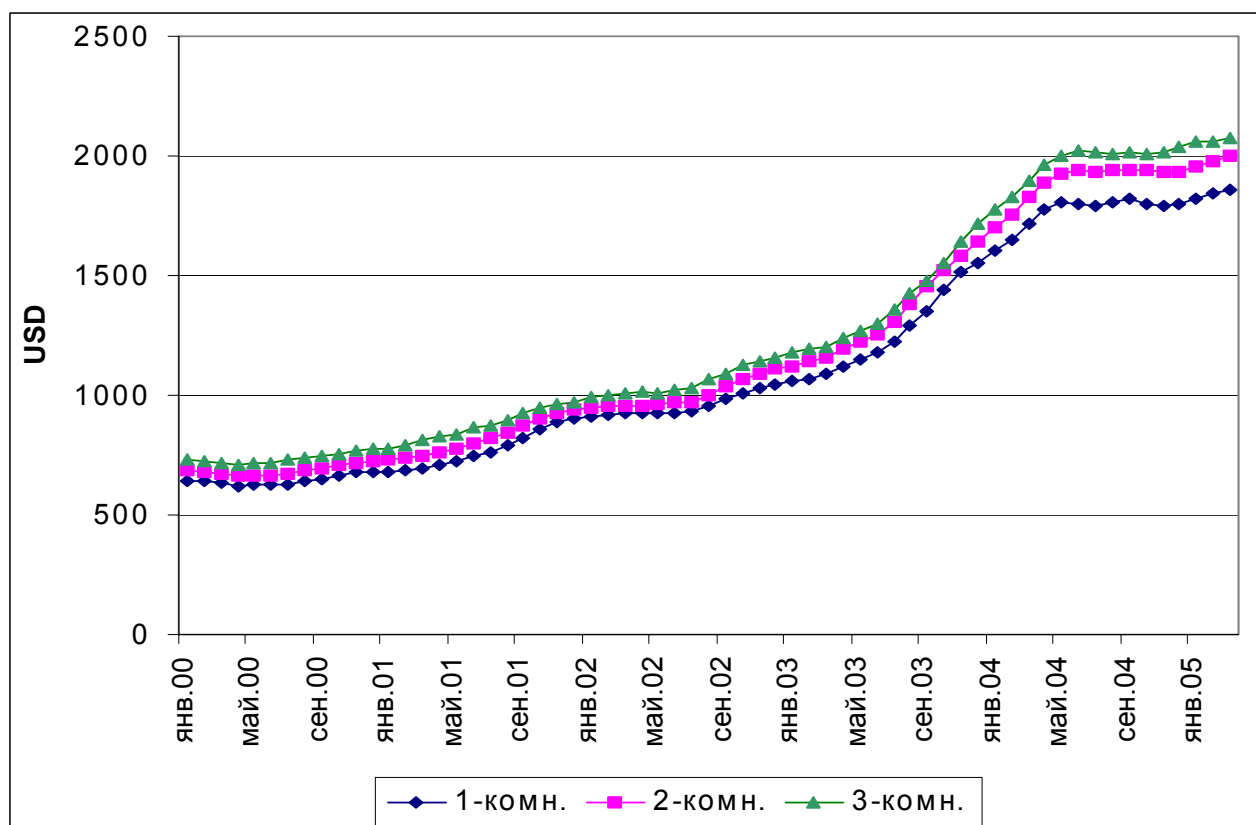


Рис. 1. Динамика цен 1 квадратного метра жилья квартир в Москве.

Источник: www.realprice.ru

Основными факторами роста цен недвижимости стали увеличение доходов граждан, укрепление рубля относительно доллара (цены московских квартир традиционно исчисляются в долларах), а также повышение качества жилья (переход с панельного строительства на монолитное и увеличение метража продаваемых на первичном рынке квартир) и уменьшение мест массовой застройки, приведшие к росту себестоимости строительства. Определенную роль в повышении стоимости жилья сыграли психологические факторы, а именно ожидания агентов. Значительная часть квартир (по оценкам экспертов до 25%) приобретается в инвестиционных целях, а такие сделки, как известно, обусловлены ожиданиями повышения цен жилой площади в будущем.

Важной особенностью московского рынка, влияющей на строительные издержки, является его закрытость: московские власти фактически перекрыли доступ для региональных

компаний, готовых работать за меньшую прибыль и строить дешевле. Несмотря на рост спроса на жилье со стороны москвичей и иногородних граждан, готовых купить недвижимость в столице, темпы роста объемов строительства оставались в последние годы очень низкими, не превышая 4-5% в год. Большинство квартир приобретается на собственные средства, доля ипотеки в финансировании покупки жилья гражданами ничтожно мала.

Быстрее всего цены росли в 2003 году. В долларовом выражении цена квадратного метра жилья выросла в 1,5 раза, в реальном исчислении – на 25% (в августе – октябре 2003 года реальные цены увеличивались на 5-6% в месяц (рис. 2)). В значительной степени данный рост был обусловлен падением (на 7,3%) стоимости доллара на внутреннем рынке. Сталкиваясь с обесцениванием долларовых сбережений, граждане стремились перевести средства в более надежную, по их мнению, форму. Кроме того, растущие цены сами собой по чисто психологическим причинам стимулировали спрос на жилье.

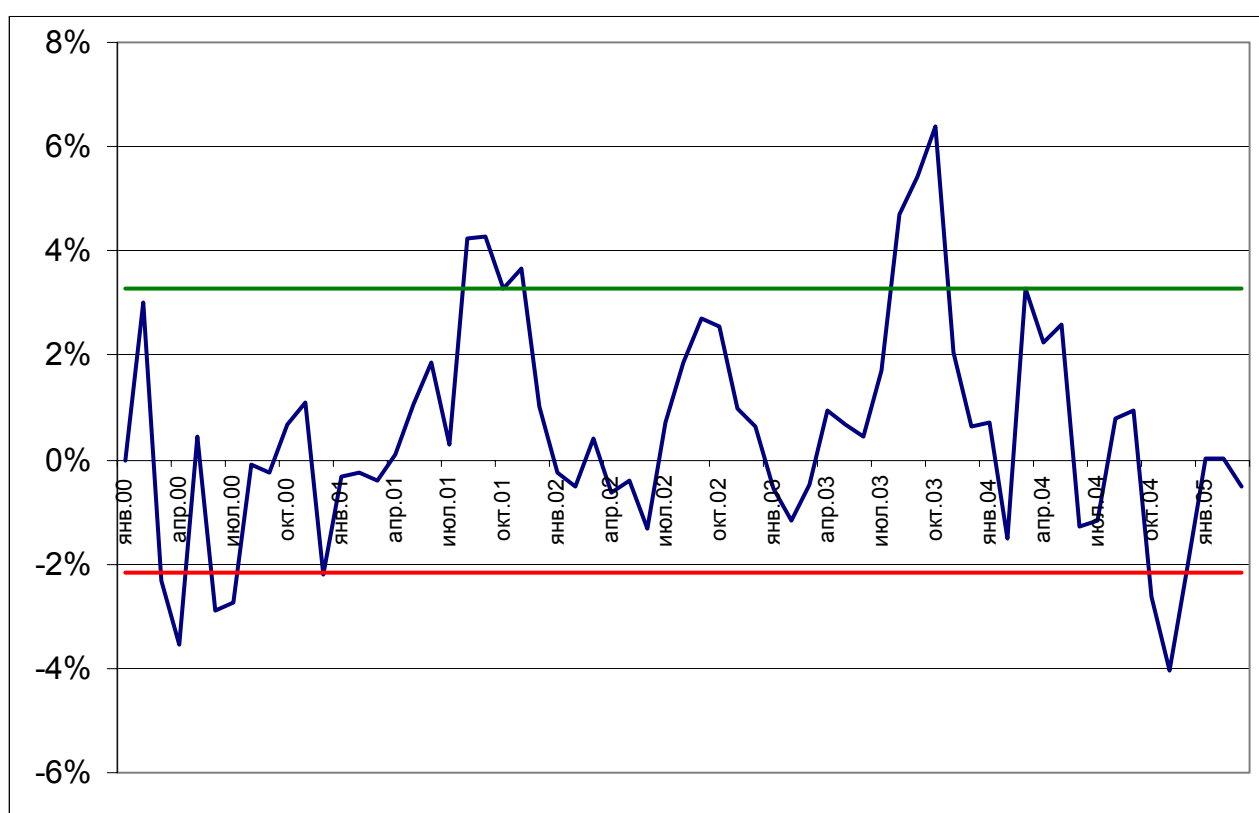


Рис. 2. Темпы прироста реальной стоимости 1 квадратного метра 1-комнатных квартир в Москве.

Источники: www.realprice.ru, Госкомстат РФ

Рост стоимости жилья был прерван в мае 2004 года. Вплоть до конца 2004 года долларовые цены жилья оставались неизменными, а реальные – падали. Снижение реальной стоимости 1 квадратного метра жилья составила 10%, причем в октябре – ноябре 2004 года реальные цены упали на 6,5%. Рост долларовых цен возобновился только в январе 2004 года. При этом реальные цены пока остаются на уровне конца прошлого года.

В связи с этим интересно посмотреть был ли рынок московского жилья перегрет и является ли просто совпадением кризис доверия на банковском рынке и спад деловой активности на

рынке недвижимости. Важным вопросом является также будущая динамика цен московского жилья.

Рост цен жилья продолжится

Чтобы ответить на данные вопросы, сначала нужно было определить основные факторы динамики реальных цен жилья. Как показал тест причинности Грейнджера и результаты эконометрического анализа ими оказались реальная денежная масса (агрегат M2) и курс доллара США на внутреннем рынке (данные переменные коинтегрированы с реальной стоимостью жилья), причем первый фактор играет доминирующую роль. Реальная денежная масса намного лучше объясняет динамику цен жилья, чем реальные доходы населения, что может быть связано в первую очередь со сложностями со сбором объективной статистической информации по доходам граждан (значительная часть доходов получалась в 2000-2002 годах по «серым» схемам, и высокие значения прироста доходов в 2003-2004 годах объясняются выводом заработной платы из «тени», то есть фактический прирост доходов намного меньше официального).

Следует отметить, что полученный нами результат хорошо согласуется с выводами экспертов рынка жилья о тесной связи цен московской недвижимости с ценами на нефть. Продажа валютной выручки экспортерами сырья и, прежде всего, нефтяными компаниями, является важнейшим фактором роста денежной массы, то есть денежное предложение служит проводником сигнала от мирового нефтяного рынка к рынку жилья. Правда, необходимо добавить, что денежная масса может изменяться не только в связи с изменениями цен нефти и газа, но и по другим причинам. В частности, в марте – апреле 2004 года отмечался значительный (8-9 млрд. долл.) отток капитала из страны, повлиявший на темп прироста денежной массы и, в конечном итоге, на состояние банковского рынка и цены жилья.

Метод коррекции ошибок, позволяющий разделить факторы динамики на действующие в долгосрочном и краткосрочном периоде, показал, что изменение реальной денежной массы может почти на 90% объяснить колебания реальной стоимости жилья в долгосрочном периоде. В краткосрочном периоде на колебания реальной цены 1 квадратного метра влияют также изменения курса доллара по отношению к рублю и процентная ставка по долгосрочным банковским депозитам в иностранной валюте. Увеличение доходности банковских депозитов приводит к сокращению спроса на жилье и, соответственно, к падению его стоимости.

Метод также продемонстрировал, что кризис доверия в банковской системе и падение реальных цен на рынке жилья являются не просто совпадением. Банковский кризис в значительной степени спровоцировал спад деловой активности на рынке жилья, что может быть связано как с сокращением объема финансирования строительных организаций, так и с психологическим воздействием банковских банкротств. В прессе появилось много материалов, что банковский кризис подорвет рынок жилья, и это, безусловно, повлияло на настроения экономических агентов и стимулировало продажи жилья.

Как показал метод векторной авторегрессии (VAR), реакция цен жилья на изменения стоимости доллара на внутреннем рынке и реальной денежной массы различна в краткосрочном и долгосрочном периоде (рис. 3). В краткосрочном периоде укрепление доллара по отношению к рублю, и увеличение реальной денежной массы приводят к

увеличению реальных цен недвижимости. В долгосрочном периоде они влияют на реальные цены жилья негативно, что связано с эффектом богатства (укрепление доллара и увеличение предложения денег вызывают рост инфляции и, тем самым, приводят к снижению покупательской способности сбережений граждан).

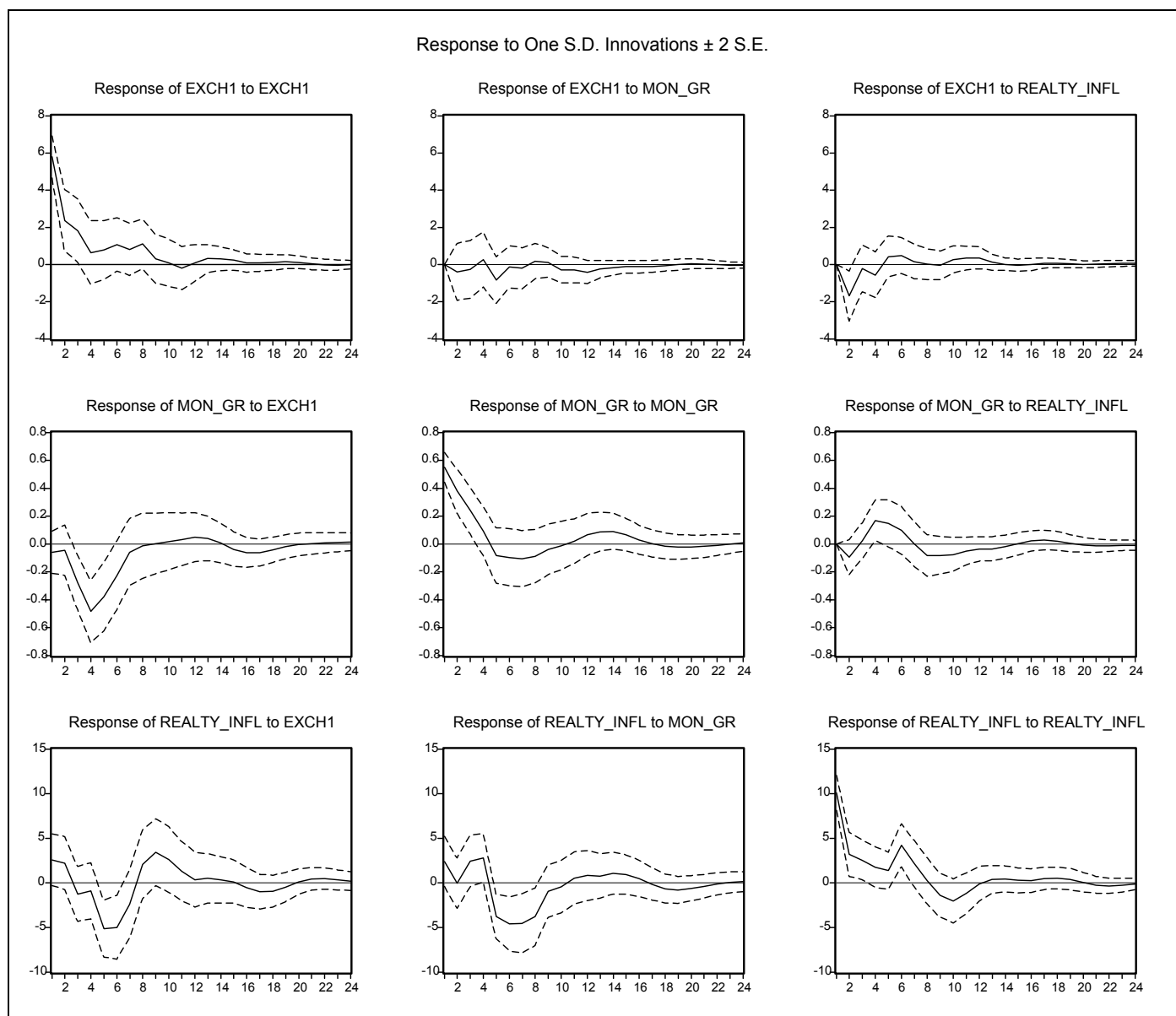


Рис. 3. Функция реакции на импульсы.¹

Используя методику, предложенную специалистами МВФ, исследовавшими взаимосвязь рынка недвижимости и банковского сектора в странах Юго-Восточной Азии,² мы определили равновесную цену жилья и выявили наличие спекулятивного пузыря на рынке московской недвижимости в 2003-2004 годах. Согласно нашим расчетам пузырь начал

¹ EXCH1 – темп прироста стоимости доллара США по отношению к рублю, MON_GR – темп прироста реальной денежной массы (агрегат M2), REALTY_INFL – прирост реальной стоимости 1 квадратного метра однокомнатной квартиры в Москве.

² Hilbers P.L., Lei Q., Zacho L.S. Real estate market developments and financial sector soundness. // IMF Working Paper № 01/129 (сентябрь 2001 года).

формироваться летом 2003 года. По состоянию на май 2004 года фактические цены недвижимости превышали равновесные цены на 15% и последующие события на рынке можно рассматривать как схлопывание данного пузыря к февралю-марту 2005 года, вызванное снижением реального денежного предложения в марте-мае 2004 года и экономическими и психологическими последствиями летнего банковского кризиса. Медленное исчезновение пузыря связано в первую очередь с относительно низкой ликвидностью рынка недвижимости в Москве.

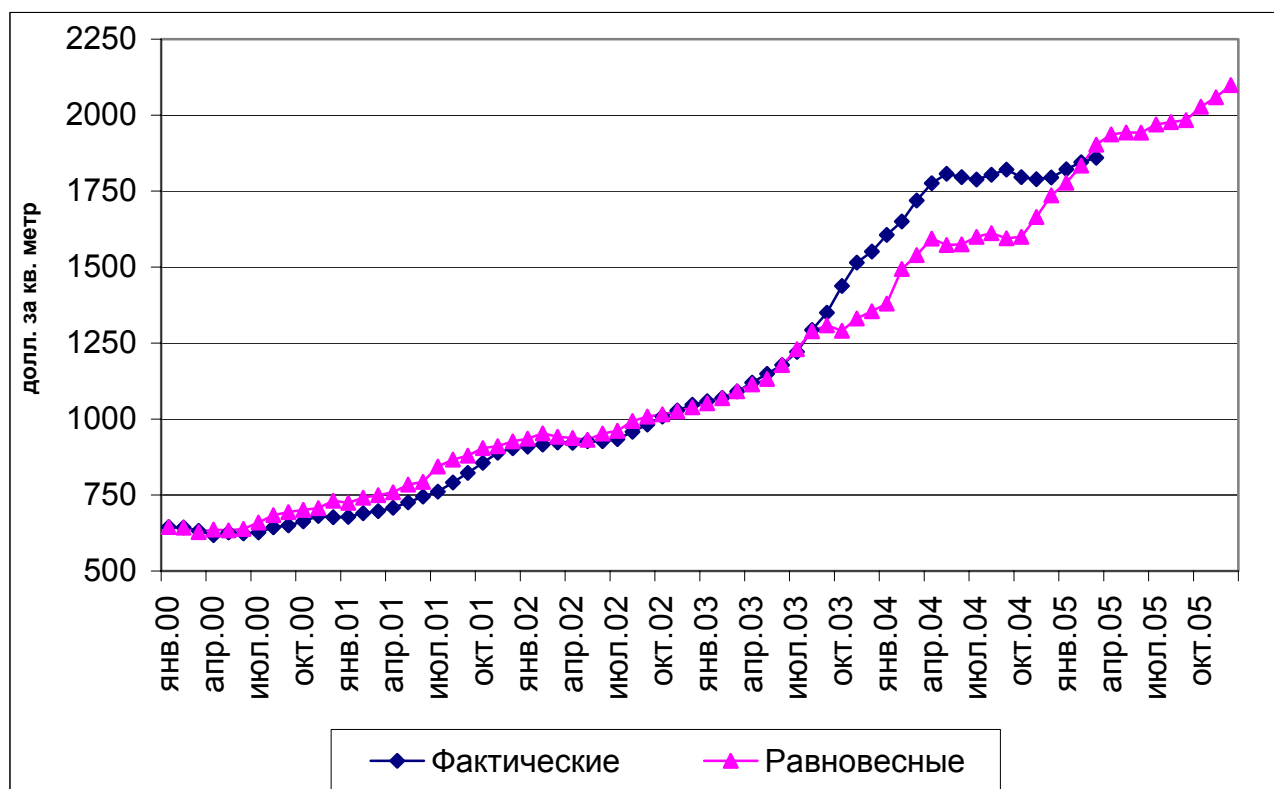


Рис. 4. Фактические и равновесные цены 1 квадратного метра однокомнатной квартиры в Москве.

Как видно из рисунка 4, рост долларовых цен жилья должен ускориться в середине 2005 года. Основными его факторами должен стать приток валюты в страну от экспортных операций, приводящий одновременно к укреплению рубля по отношению к доллару и увеличению денежного предложения, а также сокращение предложения жилья на московском первичном рынке. В зависимости от темпа инфляции (индекс потребительских цен) и параметров валютной политики Центрального банка стоимость 1 квадратного метра жилья (однокомнатные квартиры) достигнет к концу 2005 года 2050-2150 долларов (рост на 15-20% по итогам года). В реальном выражении цена недвижимости вырастет, по нашим расчетам, на 4-8%.

*к.э.н., ведущий эксперт Института открытой экономики
Виктор Шпрингель
аналитик Института открытой экономики
Екатерина Позднякова*