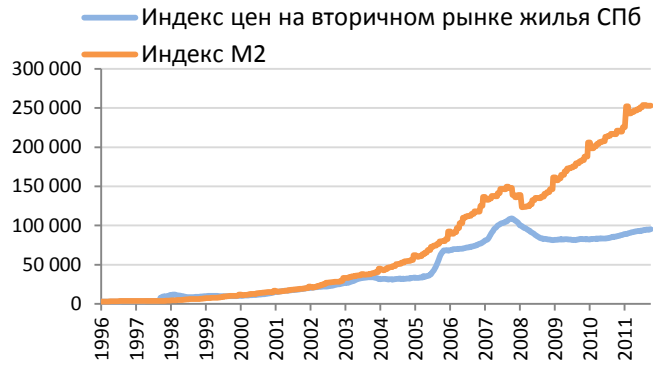
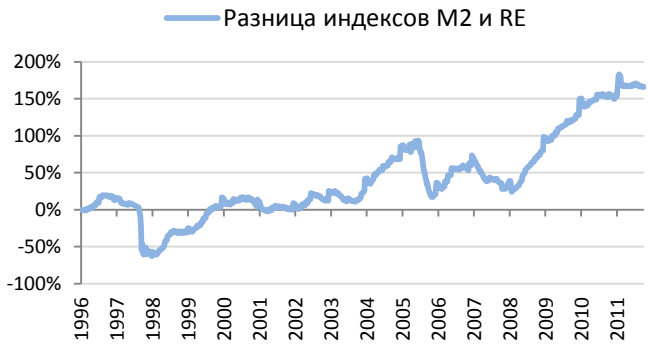
- Период восстановления российской экономики после кризиса закончился. На основе статистики по целому ряду ключевых показателей, среди которых индекс промышленного производства, динамика грузооборота, оборот розничной торговли и реальные располагаемые доходы населения, а также инвестиции в основной капитал, можно говорить о том, что в 2010 году произошел переход от посткризисного восстановления экономики к ее дальнейшему развитию.
- В 2011 году произошел переход от восстановления рынка ипотечного кредитования к его дальнейшему развитию: ставки по кредитам находятся на своих минимальных значениях, в то время как объемы выдачи новых кредитов превышают свои исторические максимумы. Рост доступности ипотечных кредитов привел не только к росту активности на рынке недвижимости, но и к возобновлению роста цен.
- О действительно интенсивном росте цен на недвижимость в Санкт-Петербурге пока говорить рано, но все предпосылки для этого уже есть: переход экономики от посткризисного восстановления к развитию; рост доходов населения; улучшение доступности ипотечных кредитов; несмотря на заявленные строительные проекты, увеличение предложения на рынке жилья незначительное. Как следствие мы считаем, что сейчас сложилась ситуация, когда созданы все условия для ускорения роста цен на рынке недвижимости и в частности на рынке недвижимости Санкт-Петербурга. Особенно ярко это можно увидеть, сравнив рост денежной массы (интегральный показатель экономических процессов, происходящих в стране) с изменением капитализации рынка недвижимости Санкт-Петербурга.

Индексы изменения М2 и капитализации рынка недвижимости СПб



Источники: ЦБ РФ, БН, УК Арсагера

Разница индексов изменения М2 и капитализации рынка недвижимости СПб, %



Источники: ЦБ РФ, БН, УК Арсагера

- В модели спроса и предложения мы учли изменения в поведении конечного потребителя, вызванные кризисом. Мы считаем, что в результате кризиса в ближайшие несколько лет мы будем свидетелями более медленных темпов роста реальных доходов населения. Структура потребления, сильно сместившаяся в сторону продовольственных товаров, в ближайшее время вернется к той, что мы видели в середине 2008 года. Часть дохода, откладываемая в виде сбережений, будет стабильно увеличиваться, как и доля расходов на приобретение недвижимости.
- Российский рынок жилой недвижимости является одним из самых привлекательных среди стран с развивающейся экономикой. Спрос на жилую недвижимость растет, с одной стороны, из-за низкой обеспеченности жильем (23,0 кв. м на человека по сравнению с 40 кв. м в Европе и 70 кв. м в США); с другой стороны, объемы нового строительства едва покрывают износ старого фонда.

Оглавление

Окончание кризиса и возвращение к развитию (краткосрочные факторы развития рынка жилой недвижимости) 3

От восстановления экономики к дальнейшему развитию. 3

Рынок недвижимости: новые рекорды 5

Посткризисное поведение конечного потребителя (среднесрочные факторы развития рынка жилой недвижимости) 8

Сравнительный анализ кризисных ситуаций 1998-1999 и 2008-2009 гг. 8

Траектория восстановления рынка жилой недвижимости 15

Оценка доступности жилой недвижимости для населения до и после кризиса 29

Российский рынок недвижимости – один из самых привлекательных среди стран с развивающейся экономикой (долгосрочные факторы инвестиционной привлекательности) 32

Анализ макроэкономических факторов в России 32

Особенности рынка недвижимости в Санкт-Петербурге 38

Описание моделей и расчет динамики цен на рынке жилой недвижимости 42

Модель оценки совокупного спроса и предложения 42

Коэффициент доступности жилья 49

Инфляционная модель 53

Анализ сектора строящейся недвижимости и определение доходности от этапности 56

Особенности строящейся недвижимости как класса активов 56

Специфика рынка строящейся недвижимости Санкт-Петербурга 57

Прогноз доходности от этапности строительства в Санкт-Петербурге 57

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость 58

Анализ сектора рентной жилой недвижимости и определение доходности от сдачи в аренду . 60

Особенности рентной недвижимости как класса активов 60

Специфика рынка аренды недвижимости Санкт-Петербурга 61

Прогноз доходности инвестиций в рентную жилую недвижимость 66

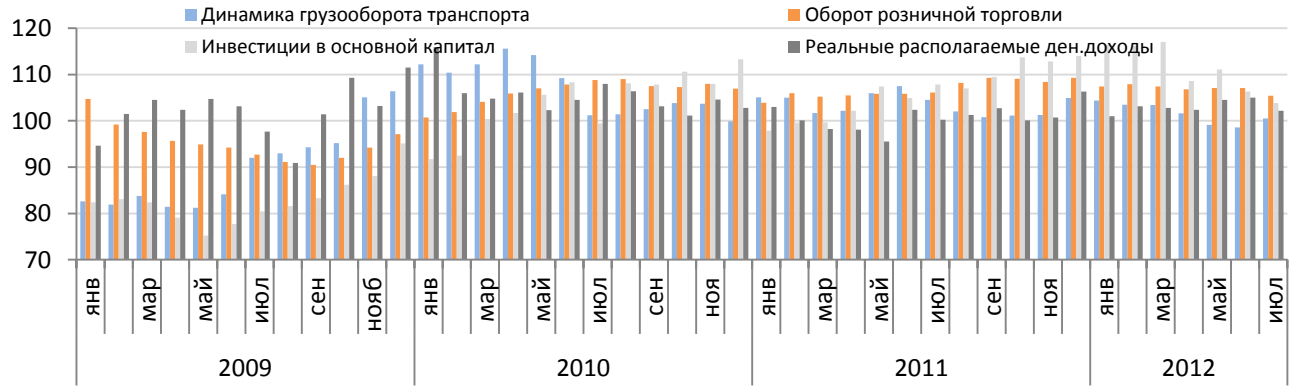
Приложение 1. Международная и российская практика инвестиций в фонды недвижимости .. 67

Окончание кризиса и возвращение к развитию (краткосрочные факторы развития рынка жилой недвижимости)

От восстановления экономики к дальнейшему развитию.

Период восстановления российской экономики после кризиса закончился. На основе статистики по целому ряду ключевых показателей, среди которых индекс промышленного производства, динамика грузооборота, оборот розничной торговли, реальные располагаемые доходы населения, а также инвестиции в основной капитал, можно говорить о том, что в 2010 году произошел переход от посткризисного восстановления экономики к ее дальнейшему развитию.

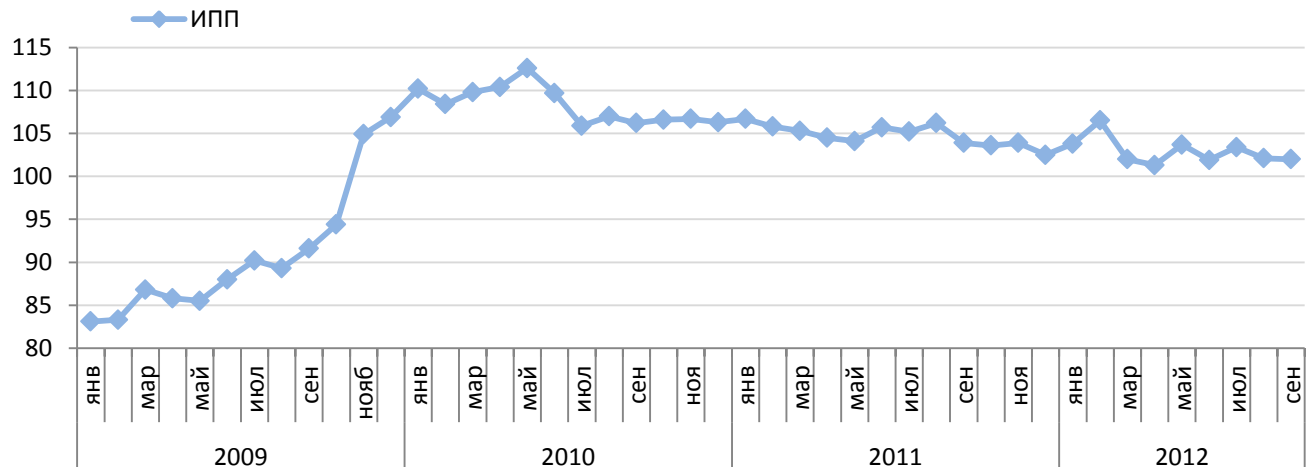
Ключевые макроэкономические показатели, в % к соответствующему периоду предыдущего года.



Источники: Росстат

Индекс промышленного производства начал расти еще в конце 2009 года несмотря на то, что с середины 2010 года мы наблюдали постепенное замедление темпов роста промышленного производства. Однако текущая динамика этого показателя позволяет рассчитывать на то, что по итогам 2012 года рост составит около 4%.

Индексы промышленного производства, в % к среднемесячному значению 2008 г.



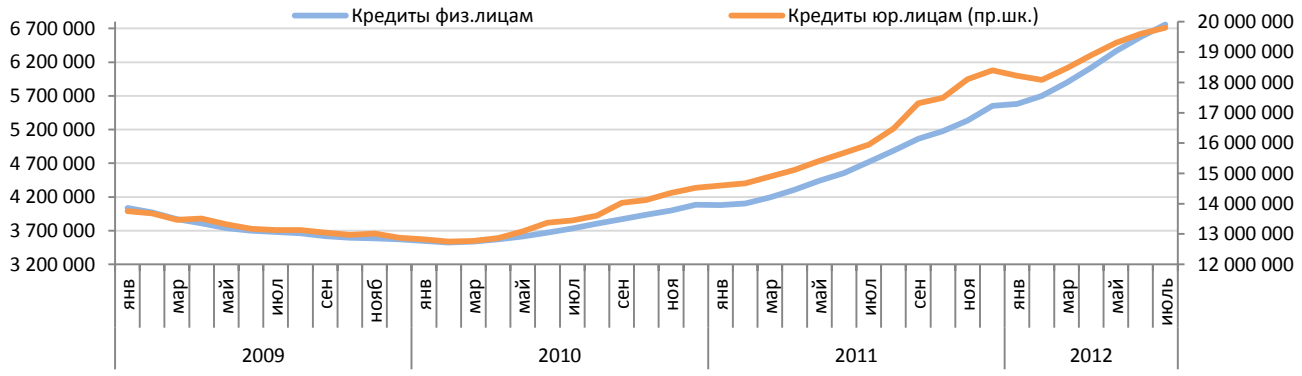
Источники: Росстат

Помимо индекса промышленного производства о восстановлении экономики свидетельствует положительная динамика реальной заработной платы (+9,4% 9 мес. 2012 к 9 мес. 2011), а также темп роста инвестиций в основной капитал, который по итогам 7 месяцев 2012 года приближается к 5%.

Сбережения населения продолжают увеличиваться. Так по итогам июля 2012 года объем депозитов физических лиц в банках вырос на 21% по сравнению с уровнем июля 2011 года. При этом в связи со стабильными ценами на нефть, мы ожидаем замедления притока валюты по счетам платежного баланса и как следствие мы прогнозируем замедление в ближайшие годы уровня инфляции до 5-6%, что благоприятно скажется на реальных доходах населения и как следствие на потребительских расходах и сбережениях.

Другим важным фактором восстановления экономики является наращивание объемов кредитования банками.

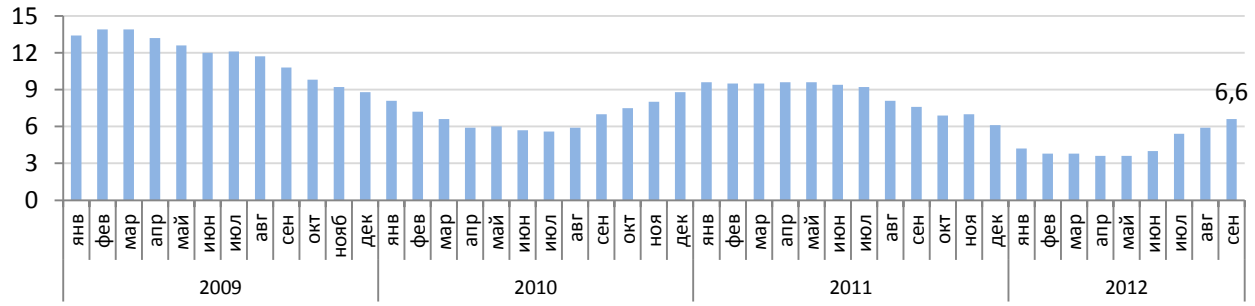
Кредиты, выданные физ. и юр. лицам, млн руб.



Источники: ЦБ РФ

Начавшееся во втором квартале 2010 года восстановление кредитования продолжает набирать обороты. Так, например, годовой темп прироста кредитного портфеля физических лиц в июле 2012 составил 38,3%. В купе с продолжающими оставаться низкими темпами инфляции (6,6% в середине октября в годовом выражении), это создает предпосылки для снижения стоимости кредитных ресурсов в будущем, когда опасения по поводу «второй волны» кризиса немного поутихнут.

Инфляция (в годовом выражении), %



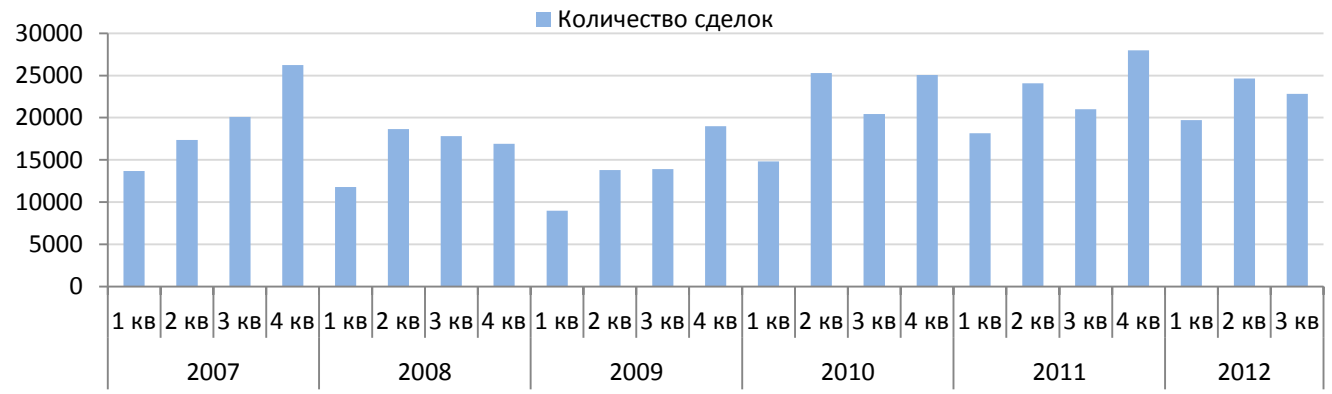
Источники: Росстат

Сейчас ЦБ объявил цель снизить инфляцию к 2014 году до уровня 4-5%. Мы не столь оптимистичны в своих прогнозах, но сохранение инфляции в диапазоне 5-6% в ближайшие годы считаем более реалистичным сценарием. Как следствие, производители смогут финансировать свои инвестиционные программы за счет долгосрочных внутренних банковских кредитов. Это позволит добиться большей автономности от иностранных заемных источников финансирования, что также положительно скажется на темпах роста Российской экономики.

Рынок недвижимости: новые рекорды

Времена, когда мировой финансовый кризис сделал кредитные ресурсы недоступными для строительных компаний, в результате чего последние сосредоточили все свои усилия на достройке уже возводимых объектов, одновременно отказываясь от новых проектов, ушли в прошлое. Долговой рынок не только восстановился после кризиса, но и продолжил свое дальнейшее развитие, что выражается в росте активности на рынке недвижимости. Так, если судить по такому показателю как количество сделок купли-продажи на рынке недвижимости, например для рынка Москвы, то можно констатировать, что кризисное падение активности закончилось уже в середине 2010 года. Более того, в 2011 году количество сделок купли-продажи достигло рекордного значения – 91 224, что превышает докризисные показатели. Кроме того, в первом, втором, третьем квартале 2012 года наблюдался рост по отношению к соответствующим периодам 2011 года.

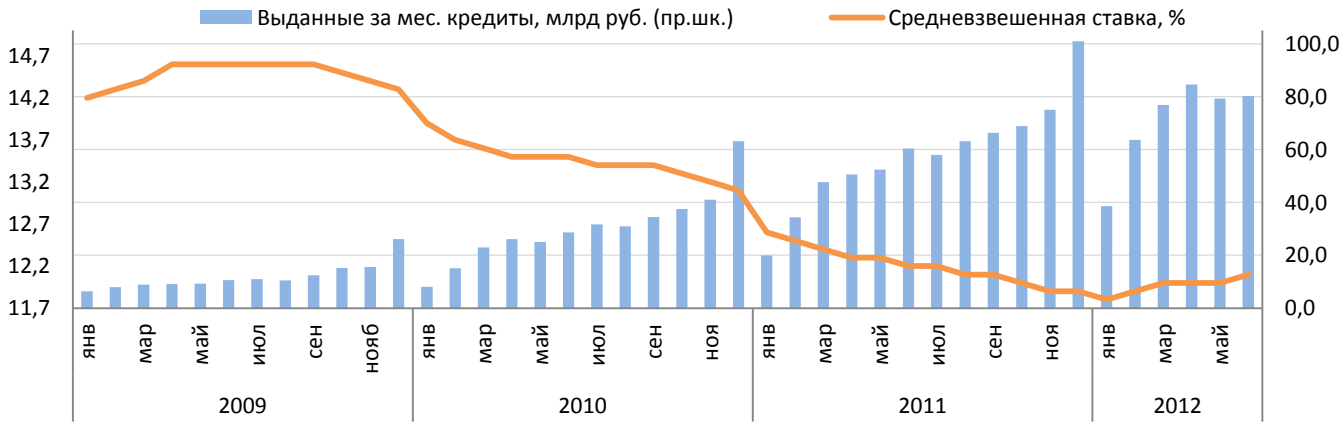
Количество сделок купли-продажи недвижимости в Москве



Источники: IRN.ru (Индикаторы рынка недвижимости), Росреестр

В предыдущем аналитическом обзоре за 2 квартал 2011 г. мы констатировали устойчивый рост рынка кредитования. Сейчас же мы видим, что в 2012 году эта тенденция продолжается: несмотря на небольшой рост с начала года, ставки по ипотечным кредитам продолжают оставаться на исторически низких уровнях, в то время как объемы выдачи новых кредитов превышают свои исторические максимумы.

Динамика выданных ипотечных кредитов и средневзвешенных ставок в 2009-2012 гг.

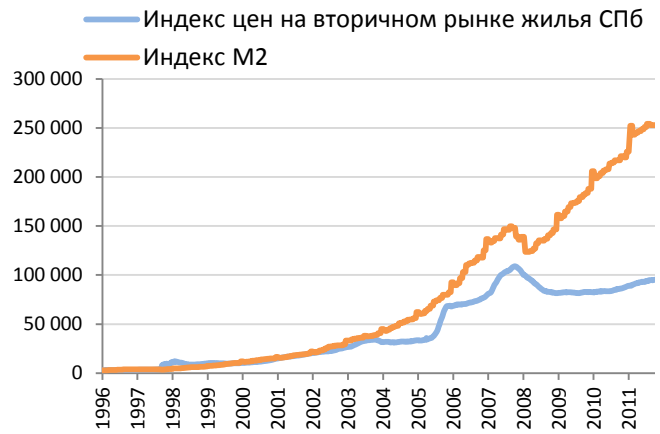


Источники: ЦБ РФ

Таким образом, можно констатировать, что российский рынок недвижимости продолжает свое развитие, несмотря на укоренившиеся мнение о том, что до окончания мирового экономического кризиса (начавшегося как раз с рынка недвижимости) развитие российского рынка невозможно. В частности по приведенному выше графику мы видим, что условия ипотечного кредитования сейчас даже более привлекательные, чем в докризисный период 2008 года. На конец второго квартала 2012 года цены на вторичном рынке недвижимости России выросли на 14,3% в годовом выражении, на рынке Санкт-Петербурга рост составил 11,2%.

Таким образом, как мы и прогнозировали, рост цен на недвижимость в России и в Санкт-Петербурге возобновился. Более того, есть все предпосылки для продолжения этого роста: переход экономики от посткризисного восстановления к развитию; рост доходов населения; улучшение доступности ипотечных кредитов; незначительное увеличение предложения на рынке жилья, несмотря на заявленные строительные проекты. Особенно ярко это можно увидеть, сравнив рост денежной массы (интегральный показатель экономических процессов, происходящих в стране) и изменение капитализации рынка недвижимости Санкт-Петербурга.

Индексы изменения М2 и капитализации рынка недвижимости СПб



Источники: ЦБ РФ, БН, УК Арсагера

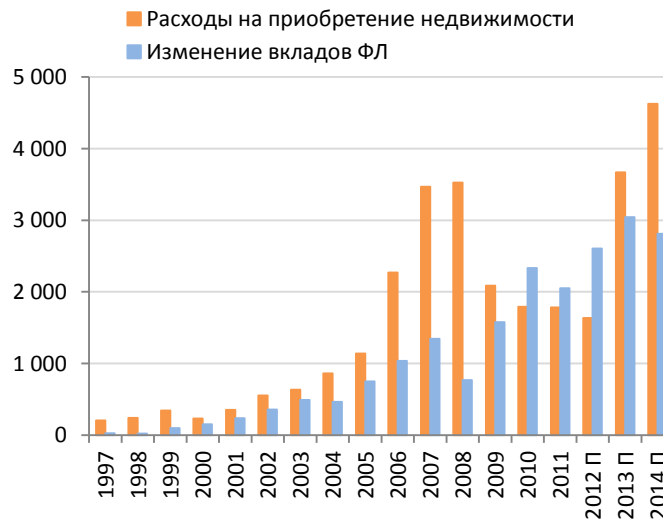
Разница индексов изменения М2 и капитализации рынка недвижимости СПб, %



Источники: ЦБ РФ, БН, УК Арсагера

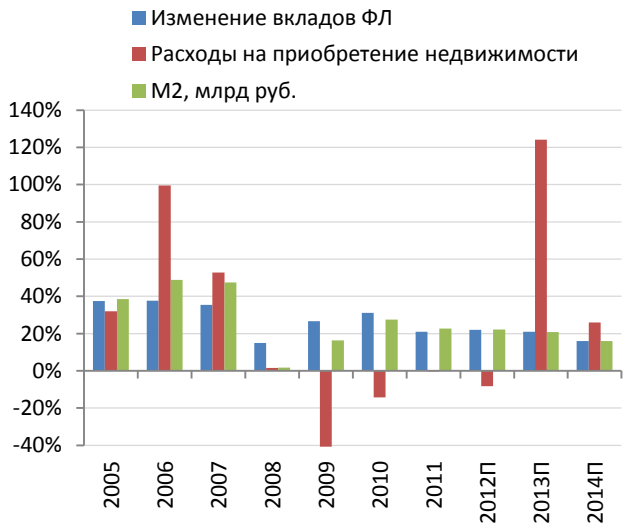
Анализируя статистику ЦБ, можно предположить, что такое расхождение в индексах объясняется, прежде всего, психологическими факторами. В результате роста неопределенности относительно уровня будущих доходов (под давлением информационного фона), население стало отдавать большее предпочтение депозитам в банках, как инструменту сохранения сбережений. В результате часть средств, которая в стабильных экономических условиях пришла бы на рынок жилой недвижимости, была направлена на депозиты в банках.

Сравнение изменений вкладов ФЛ в банках и расходов ФЛ на приобретение недвижимости



Источники: ЦБ РФ, Росстат, УК Арсагера

Изменение динамики депозитов ФЛ, расходов на недвижимость и денежной массы, %



Источники: ЦБ РФ, Росстат, УК Арсагера

Мы считаем, что по мере роста уверенности населения в уровне будущих доходов и дальнейшего улучшения условий ипотечного кредитования мы увидим обратный процесс перераспределения сбережений граждан с банковских депозитов в недвижимость.

Далее мы сравним поведение потребителя на рынке недвижимости после кризиса 1998 г. и в настоящее время с целью лучшего понимания того, что ждет рынок недвижимости в ближайшем будущем.

Посткризисное поведение конечного потребителя (среднесрочные факторы развития рынка жилой недвижимости)

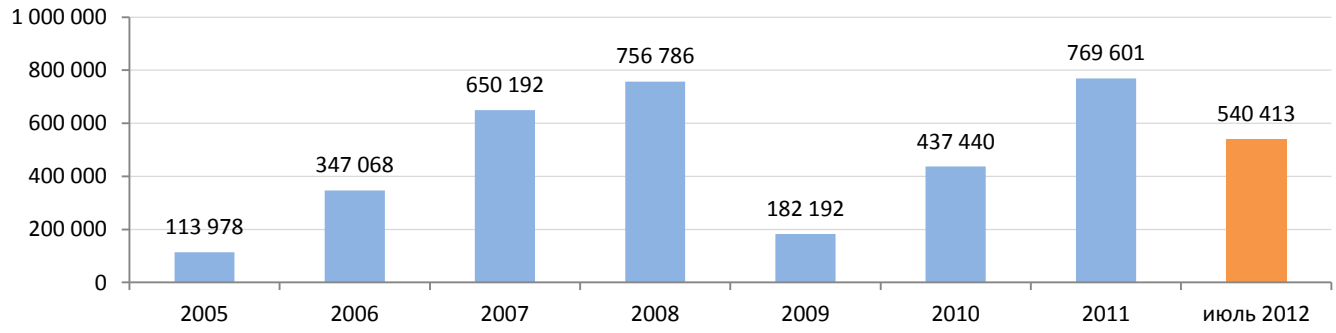
Сравнительный анализ кризисных ситуаций 1998-1999 и 2008-2009 гг.

Сравнение кризисных ситуаций 1998-1999 гг. и 2008-2009 гг. на рынке недвижимости напрашивается само собой. При этом многие аналитики пропагандируют проведение данного анализа посредством сравнения индекса цен. Однако мы считаем данный подход некорректным.

Цены учитывают конъюнктуру рынка, в том числе в них отражается и психологическая реакция населения на изменение доходов. Иными словами, делая прогнозы на основе сравнения индексов цен, мы принимаем во внимание все факторы спроса и предложения за два сравниваемых периода неизменными, что очевидно не соответствует действительности. Рассмотрим наиболее значительные различия.

Первое различие касается развития ипотечного кредитования. В 1998-1999 гг. ипотечного кредитования фактически не существовало, поэтому после снижения доходов должно было пройти еще две стадии, прежде чем восстанавливался спрос на рынке недвижимости: восстановление доходов и период накопления. С развитием ипотеки ситуация изменилась: для восстановления спроса период накопления теперь не столь обязателен.

Объемы ипотечного кредитования, млн руб.



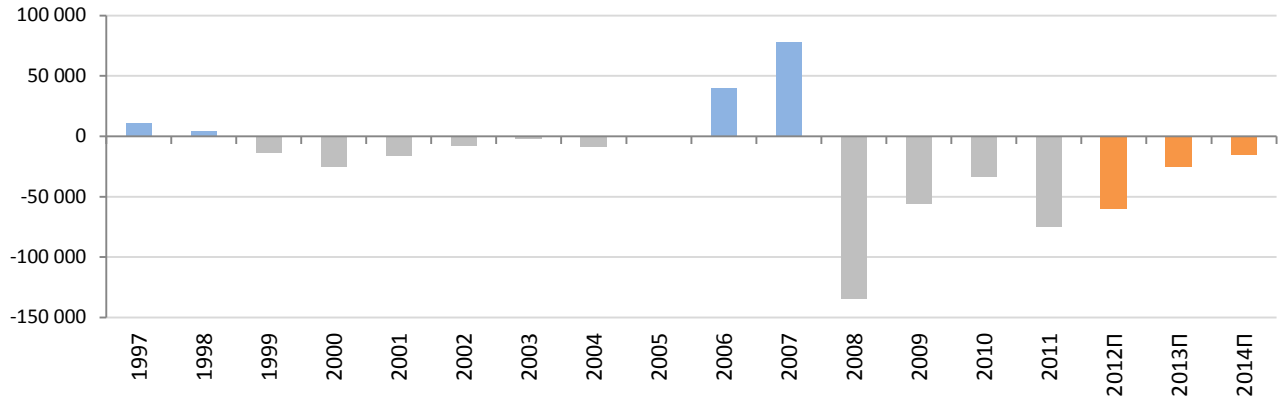
Источники: ЦБ РФ

Заметим, что с 2005 года объемы ипотечного кредитования увеличились в 6,75 раза, достигнув в 2011 году 769,6 млрд руб. В 2009 году объем выдачи ипотечных кредитов резко снизился, однако в 2011 году наблюдалось снижение ставок по ипотечным кредитам до исторических минимумов, и, как следствие, объем ипотечного кредитования превысил докризисные уровни. За первые 7 месяцев 2012 года было выдано ипотечных кредитов на сумму 540 млрд рублей (+49% к 1 полугодию 2011), к концу года объем выданных кредитов может увеличиться до 1,1 трлн. руб., что на 45% больше объема кредитов, выданных в рекордном 2011 году.

Второе различие связано с движением капитала в стране. В 1998-1999 гг. отток по счету движения капитала и финансовых инструментов был вызван дефолтом, данный фактор является объективным и понятным. В 2008-2009 гг. также наблюдался отток капитала, но уже по иным причинам.

Отток частного капитала резидентов в значительной степени был обусловлен психологическими причинами. В период кризиса рублевые депозиты в массовом порядке переводились в валютные, в ожидании падения курса рубля.

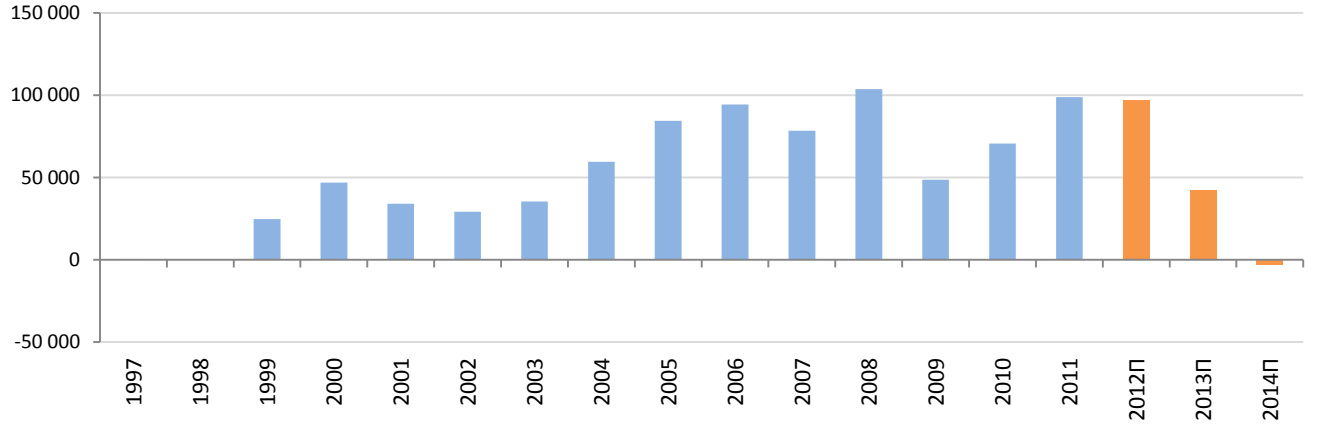
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами, млн долл.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Отток иностранного капитала во многом связан с кризисом ликвидности в экономиках развитых стран. Произошло обесценение обеспечения заемных средств, поэтому ранее инвестированный капитал выводился из развивающихся экономик. Однако сейчас, когда кризис ликвидности преодолен, возникает объективная необходимость инвестировать. Но куда? В развитых экономиках рынок перенасыщен, сильного роста спроса ожидать не приходится, остаются развивающиеся рынки, в том числе Россия. Тем не менее, пока мы по-прежнему наблюдаем отток иностранного капитала, который связан с потребностью материнских структур иностранных банков в ликвидных активах. В 2011 году отток капитала из России составил почти 75 млрд долларов (в 2,2 раза больше чем в 2010), что объясняется потребностями иностранных банков в ликвидных активах и возросшими политическими рисками. Наш прогноз на период с 12 по 14 годы достаточно консервативен и предполагает сохранение оттока капитала из страны, хоть и с меньшими темпами.

Счет текущих операций, млн долл.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

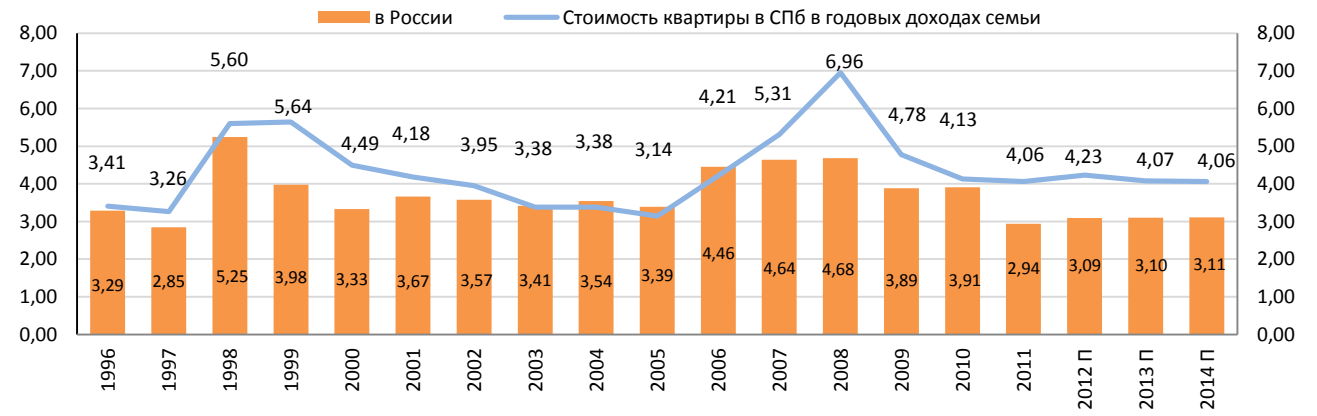
Что касается счета текущих операций, то по нему в 1998 году приток был незначительный, а в 1997 наблюдался даже отток по счету текущих операций. В 2009 году, когда наблюдалось снижение притока по счету текущих операций, приток, тем не менее, составил 3,99% ВВП (при этом в 2009 году цена на нефть опускалась ниже 40 долларов за баррель).

Сейчас ситуация на нефтяном рынке гораздо лучше: с начала 2012 года цена на нефть держится выше отметки в 100 долларов за баррель (за исключением месячного падения в июне).

Наш прогноз на 2012 год по счету текущих операций составляет 97 млрд долларов, что подтверждается текущей статистикой – за 9 месяцев сальдо счета текущих операций составило 73,6 млрд долларов. При этом в 2013 и 2014 годах ситуация с текущим счетом ухудшиться. Произойдет это из-за стабилизации цен на нефть, которая является основным экспортным товаром России, с одной стороны и продолжающегося увеличения экспорта потребительских товаров в нашу страну – с другой.

Третье различие касается доступности жилья. Поскольку доходы населения и цены на недвижимость менялись неравномерно, доступность жилья изменилась. Ситуация на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге проиллюстрирована на графике ниже. В 1996-1998 гг. доступность жилья была выше, чем в 2006-2008 гг. С другой стороны мы видим, что за последние три года стоимость жилья в Санкт-Петербурге, выраженная в годовых доходах семьи, приблизилась к общероссийскому уровню. С учетом перспектив развития города мы считаем такой паритет неоправданным и считаем, что темп роста цен на недвижимость в Петербурге должен опережать темп рост цен на недвижимость в среднем по России.

Стоимость квартиры в Санкт-Петербурге в годовых доходах семьи



Источники: Росстат,www.BN.ru,расчеты и прогнозы УК «Арсагера»

Принимая во внимание описанные различия, становится ясно, что недостаточно наложить ценовые индексы двух периодов, чтобы спрогнозировать процесс восстановления рынка недвижимости после кризиса 2008-09 гг. Правильнее накладывать друг на друга особенности поведения населения во время кризиса и после него. При этом схожее поведение отнюдь не гарантирует одинаковую реакцию рынка недвижимости.

Далее мы более подробно рассмотрим модель, описывающую поведение среднего потребителя на рынке недвижимости, и ответим на три основных вопроса:

- что будет происходить с доходами населения?
- как будет изменяться структура расходов, исходя из изменений, вызванных кризисом?
- и какое влияние названные изменения окажут на цены на рынке жилой недвижимости?

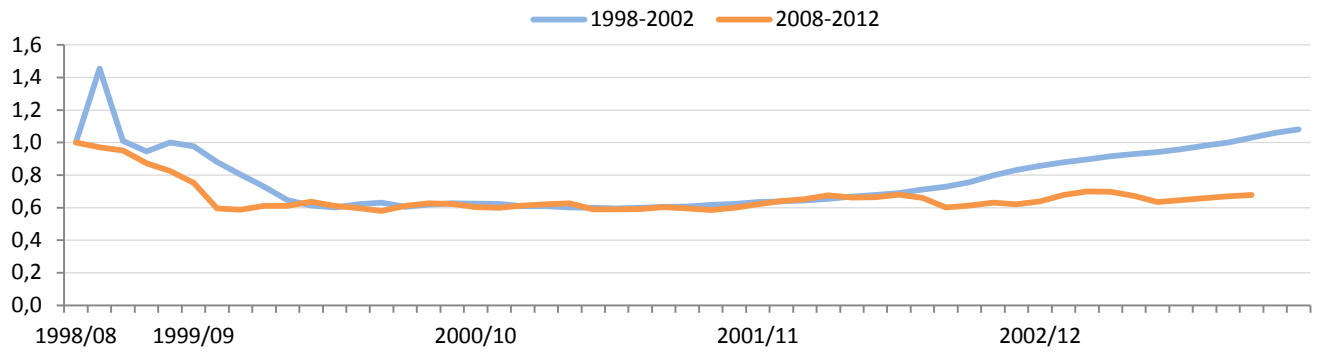
Индексы цен на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга

Итак, сравним индексы цен на рынке жилой недвижимости СПб и России. Аналогичное исследование было проведено аналитическим центром «Индикаторы рынка недвижимости» по московскому рынку жилой недвижимости (http://www.irn.ru/articles/22852.html). В нем сравнивались индексы цен в долларах начиная с августа 1998 года, сопоставлялись периоды 1998–2002 гг. и 2008–2012 гг. В результате сравнения было найдено сходство.

Построим график **индексов цен** в долларах на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге. Сопоставим те же периоды. Признаем, что некоторое сходство действительно есть. Однако возникает закономерный вопрос, на

основании чего исследуются цены в долларах, ведь доходы население получает преимущественно в рублях. К тому же, изменения курса доллара в 1998-2001 и 2008-2011 гг. вряд ли являются сопоставимыми.

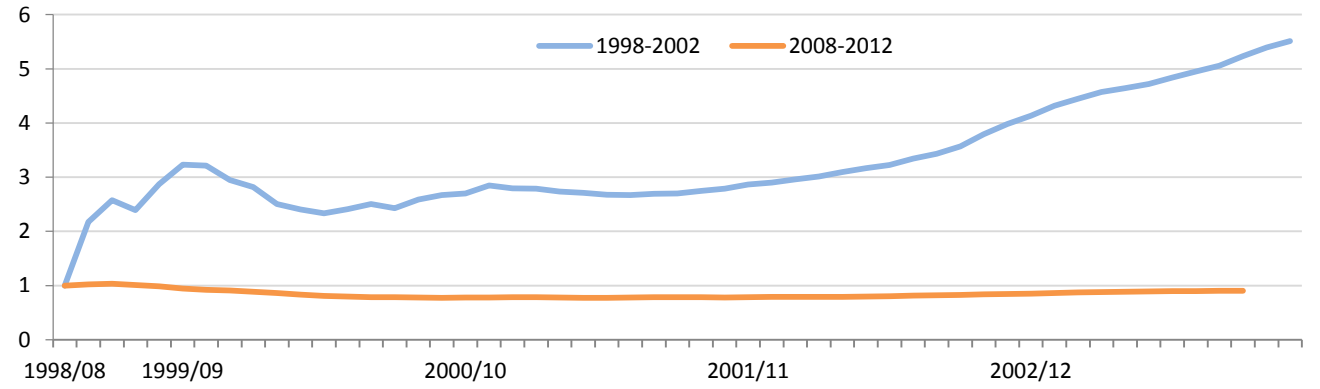
Индексы цен на рынке жилой недвижимости СПб (в долл.)



Источники: www.BN.ru

Построим точно такой же график, только теперь сопоставим индексы цен в рублях. И здесь уже становится очевидным, что какие-либо прогнозы относительно рынка недвижимости на основе представленных данных просто невозможны. Это лишний раз доказывает нашу точку зрения, согласно которой цены – это результат взаимодействия факторов спроса и предложения, и только в результате изучения этих факторов можно адекватно оценить процесс восстановления рынка жилой недвижимости после кризиса.

Индексы цен на рынке жилой недвижимости СПб (в руб.)



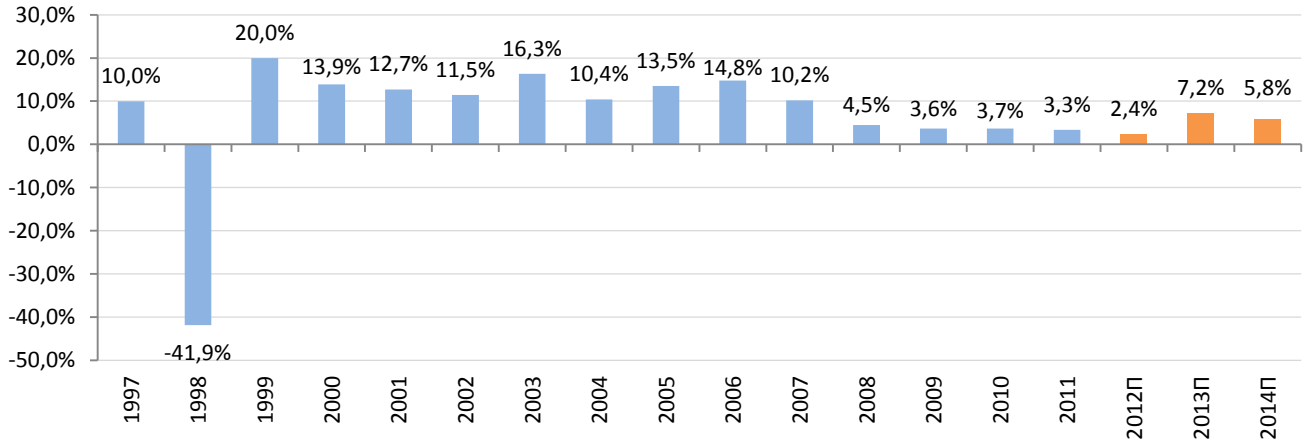
Источники: www.BN.ru

Обзор модели спроса и предложения

Разработанная нами модель спроса и предложения позволяет учесть особенности поведения населения во время кризиса. Понятно, что в период кризиса и последующего восстановления экономики меняются такие психологические моменты как инфляционные ожидания, отношение к риску и другие. В истории РФ предыдущим значительным кризисом был кризис 1998-1999 гг., поэтому в оценке поведения потребителей мы во многом опираемся на этот период.

Во-первых, ответим на вопрос, как изменились доходы населения. Во время кризиса государство стало активно проводить социальную политику (индексация пенсий, зарплат бюджетникам, пособий по безработице и т.д.), в результате для большей части населения последствия кризиса были сглажены. У среднего потребителя доходы упали незначительно или просто перестали расти. Поэтому и столь значительных изменений в поведении потребителей как во время кризиса 1998 года не произошло.

Динамика реальных доходов населения, %



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

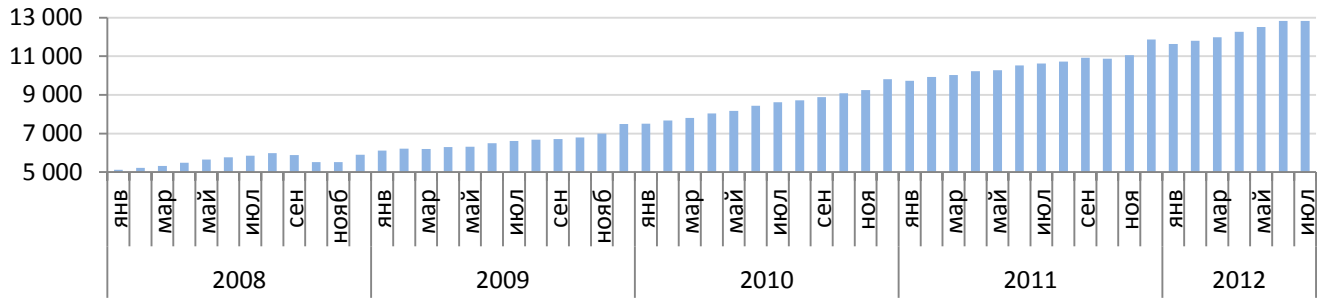
Теперь обратим внимание на расходы населения. Очевидно, что в период бурного роста экономики люди привыкают к высокому уровню жизни. Поэтому при снижении доходов некоторое время они стараются сохранить расходы на приобретение товаров и услуг на докризисном уровне, и лишь при более длительном недостатке в денежных средствах снижают потребление.

Доля расходов на обязательные платежи и взносы неуклонно растет и будет продолжать увеличиваться, поскольку физические лица берут все больше кредитов, то есть все большую часть своего дохода они тратят на обслуживание долга. Оставшиеся денежные средства составляют сбережения.

Наибольшим доверием населения в РФ по-прежнему пользуются банки, поэтому значительная доля сбережений приходится именно на банковские депозиты. Прервавшийся было в середине 2008 года приток вкладов в банки возобновился уже в конце 2008 года. Причем начиная с 2009 года приток вкладов в банки увеличился почти вдвое: с 1,6 трлн рублей в 2009 году, до 2,6 трлн рублей в 2012. Мы ожидаем, что в 2013-2014 годах этот показатель стабилизируется на уровне 2,8-3,0 трлн рублей, то есть доля депозитов в структуре сбережений населения начнет постепенно снижаться.

По нашему мнению, основное перераспределение будет идти на рынок недвижимости. Это будет происходить благодаря росту уверенности населения в завтрашнем дне, росту доступности ипотеки и низкой обеспеченности жильем населения России. Не стоит забывать и о том, что согласно социологическим опросам более 50% населения нашей страны рассматривают вложения в недвижимость как один из наиболее надежных способов сбережения.

Депозиты физических лиц, млрд руб.

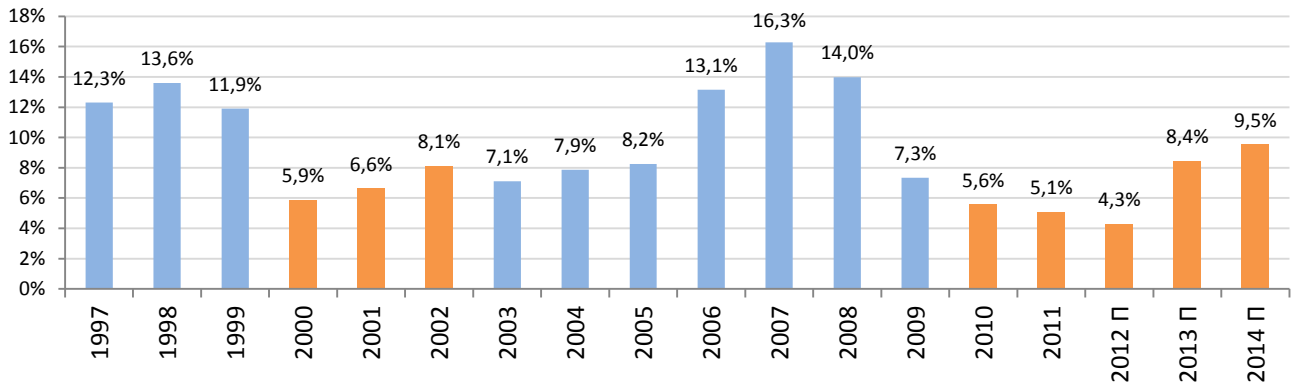


Источники: Росстат

Также с развитием банковской системы РФ неуклонно будут увеличиваться объемы кредитования физических лиц. Определенная часть сбережений остается на руках у населения в виде наличных денег – как в рублях, так и в валюте. На фоне растущей волатильности курса рубля, которая связана с переходом ЦБ РФ к политике инфляционного таргетирования, и восстановления спокойствия на финансовых рынках валютные сбережения населения будут сокращаться. Основными побудительными мотивами будут как низкие ставки по валютным вкладам, так и то, что приобретение валюты является «стандартным антикризисным поведением» населения России.

В результате описанных выше факторов расходы населения на приобретение недвижимости будут расти, соответственно, увеличится их доля в структуре денежных доходов. Это отчасти повторяет динамику 1998-1999 гг., когда доля расходов на недвижимость упала до минимума в 2000 году, и постепенно увеличивалась в следующие годы. Аналогичную ситуацию мы ожидаем увидеть в 2012-2014 гг.

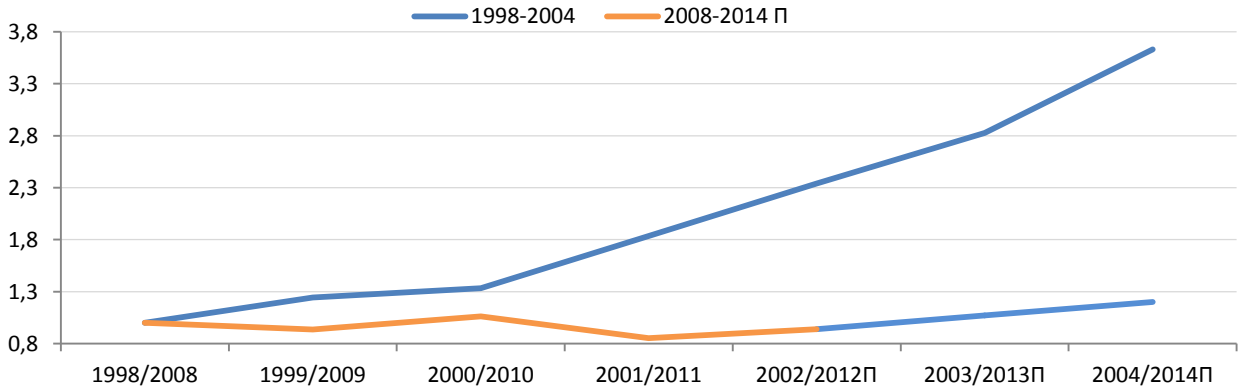
Доля расходов на недвижимость в денежных доходах, %



Источники: Росстат, расчеты и прогнозы УК «Арсагера»

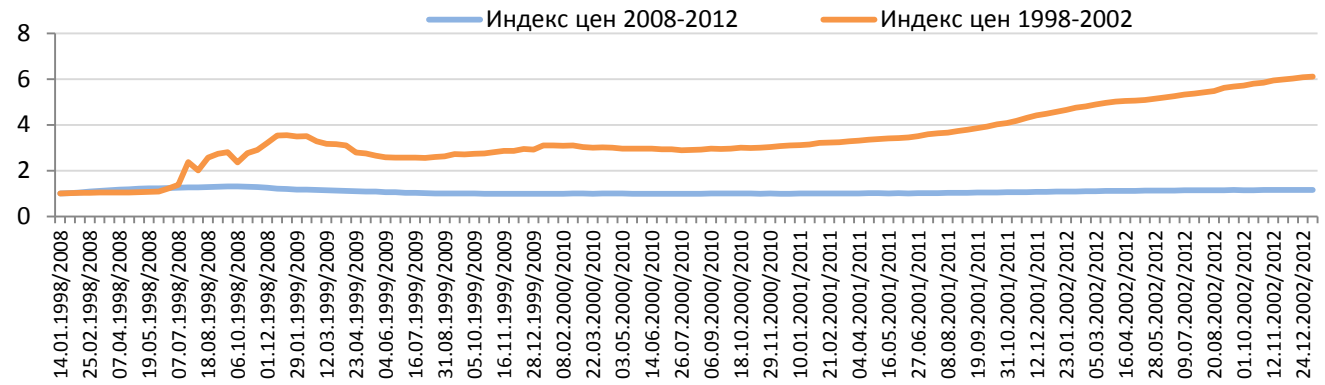
Итак, мы считаем, что проводить параллели между 1998-2002 гг. и 2008-2012 гг. можно, но только в части поведения населения (а не в простом наложении индексов цен друг на друга). Естественно, большая часть населения помнит кризис 1998-1999 г.г., и вряд ли психология сильно изменилась за эти 10-12 лет. Похожие изменения в доходах населения вызывают соответствующие изменения в структуре потребления и сбережения. Однако многое другое в экономике претерпело значительные изменения. И, несмотря на схожесть ситуаций, восстановление рынка недвижимости будет происходить несколько иначе.

Индекс цен на рынке жилой недвижимости РФ



Источники: www.BN.ru, прогнозы УК «Арсагера»

Индекс цен на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге



Источники: www.BN.ru, прогнозы УК «Арсагера»

На основании вышеизложенного, мы считаем, что некорректно при прогнозе цен на жилую недвижимость накладывать друг на друга индексы цен. На представленных графиках видно, что динамика индексов цен за 2008-2012 гг. вовсе не совпадает с исторической динамикой цен в 1998 – 2002 гг. Далее мы детально рассмотрим модель спроса и предложения.

Траектория восстановления рынка жилой недвижимости

Первым этапом в модели является прогнозирование номинального ВВП. Для этого спрогнозируем рост реального ВВП и дефлятор ВВП. Наши прогнозы до 2014 года представлены в таблице 2.1.

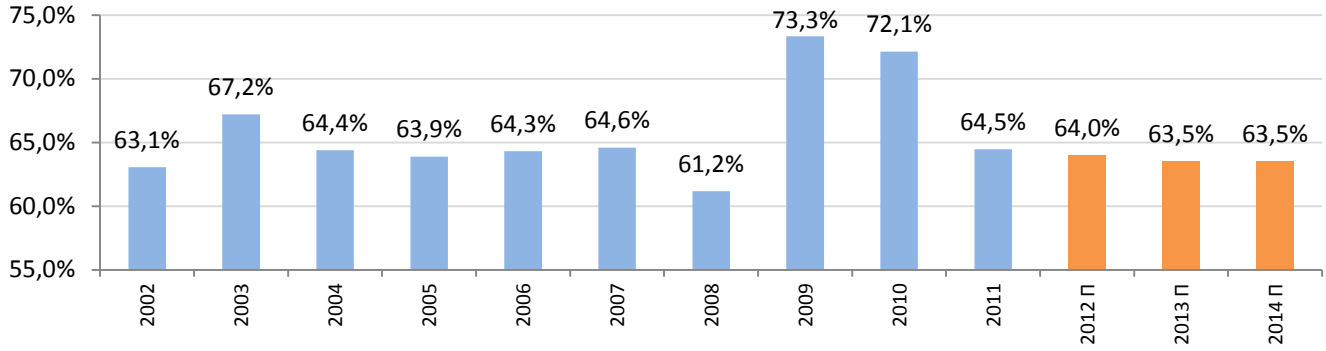
Таблица № 2.1. Прогноз реального и номинального ВВП

	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Прирост ВВП, реальный	4,3%	4,3%	4,4%	4,1%	4,0%
Дефлятор ВВП	10,7%	15,8%	5,3%	9,5%	7,5%
Инфляция	8,8%	6,1%	6,3%	6,0%	5,3%
Прирост ВВП, номинальный	**14,7%**	**22,7%**	**9,7%**	**13,6%**	**11,5%**

Мы ожидаем, что в период 2012-2014 годов темп роста реального ВВП будет находиться в диапазоне 4,0-4,4 %. При этом основной вклад в рост ВВП внесет рост инвестиций и рост конечного потребления со стороны населения, подпитываемый ростом кредитования.

Вторым этапом является прогноз совокупных денежных доходов населения. ВВП можно разложить на совокупные доходы населения, совокупные доходы государства и нераспределенную прибыль предприятий. В условиях стабильной экономической конъюнктуры доли этих трех составляющих остаются относительно постоянными во времени. Так, доля денежных доходов населения в ВВП с 2002 по 2008 годы в среднем составляла 65%.

Доходы населения, % ВВП



Источники: Росстат, оценки УК «Арсагера»

В результате кризиса структура ВВП деформировалась. Произошло перераспределение доходов государства в пользу домохозяйств. Этот шаг был предпринят государством для смягчения социальной напряженности. Данное перераспределение в значительной степени стало возможным из-за высокой доли работников бюджетной сферы (более 50% всего занятого населения). С одной стороны, активно индексировалась заработная плата, с другой стороны, ускоренными темпами увеличивались пенсия и пособия по безработице. Иными словами, государство проводило активную социальную политику. В результате чего в 2009 и 2010 годах доля денежных доходов населения увеличилась до 73%.

Тем не менее, уже в 2011 году доля денежных доходов вернулась к среднему докризисному уровню, поскольку перераспределение доходов государства в пользу домохозяйств было временной мерой. Мы считаем, что в 2012-2014 годах доля денежных доходов населения останется практически неизменной.

Таблица № 2.2. Прогноз денежных доходов

	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Прирост денежных доходов, номинальный	12,8%	9,6%	8,9%	13,6%	11,5%
Инфляция	8,8%	6,1%	6,3%	6,0%	5,3%
Прирост денежных доходов, реальный	**3,7%**	**3,5%**	**2,4%**	**7,2%**	**5,8%**

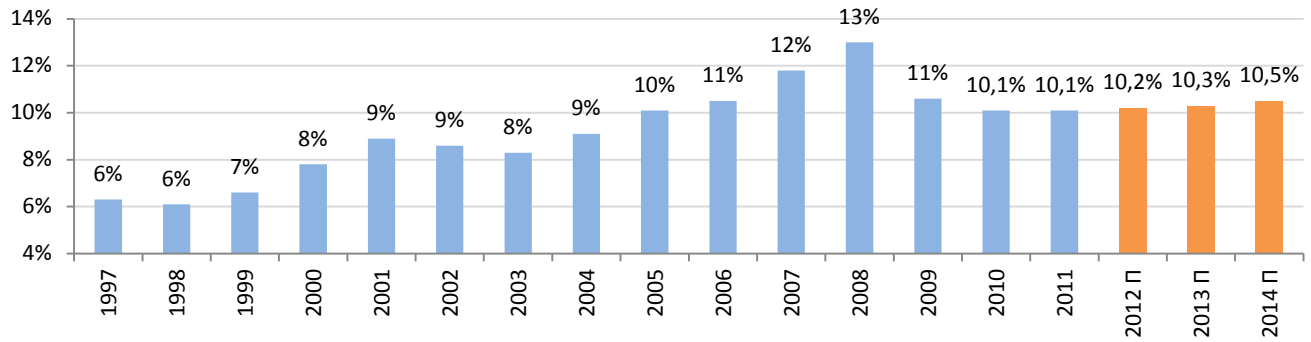
На основании данных о номинальных денежных доходах и индексе потребительских цен получаем прогнозные значения реальных денежных доходов.

В 2012 году мы ожидаем прирост реальных денежных доходов в размере 2,4%. По предварительным данным за девять месяцев 2012 года данный показатель составил 3,2%. На 2013-2014 годы наш прогноз по этому показателю более оптимистичный, не в последней степени благодаря замедлению темпов инфляции.

Третий этап – исследование структуры расходов домохозяйств. Основными элементами расходов являются обязательные платежи, покупка товаров и услуг, а также сбережения.

Описание третьего этапа модели мы начнем с прогнозирования доли обязательных платежей и взносов.

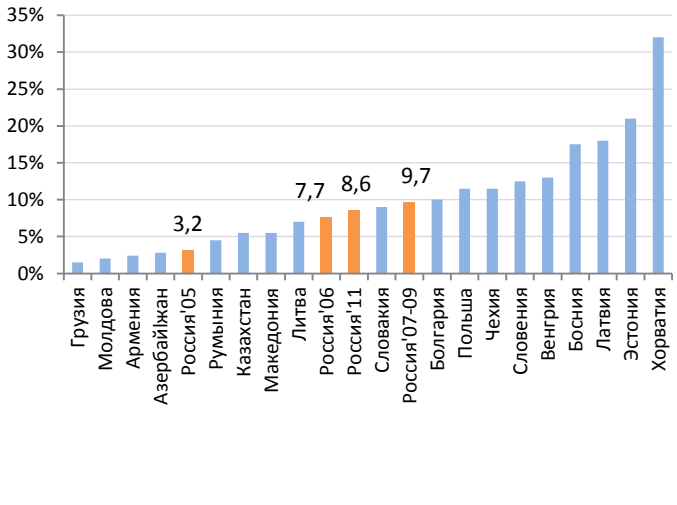
Доля обязательных платежей и взносов в денежных доходах населения



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

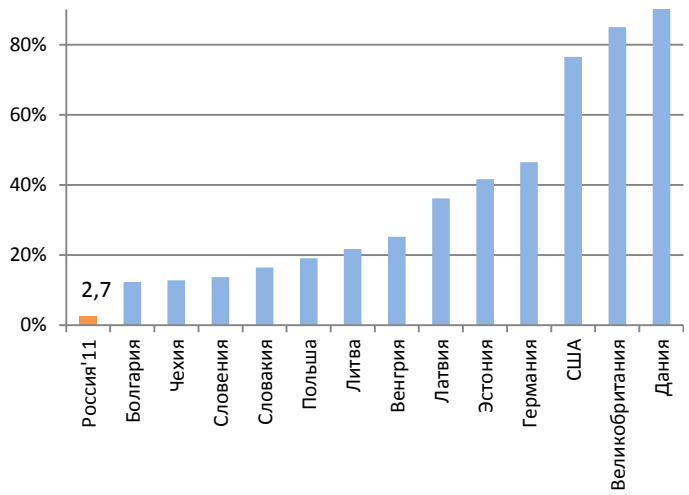
Обязательные платежи и взносы в качестве основных статей включают в себя оплату коммунальных услуг, а также выплату процентов по кредитам. Исторически наблюдался плавный, но неуклонный рост данной составляющей расходов населения, обусловленный двумя факторами: ускоренной индексацией тарифов на услуги ЖКХ и ростом объема кредитов, выданных физическим лицам. Мы прогнозируем продолжение данной тенденции, в основном за счет роста выплат процентов по кредитам (вполне вероятно, что властям все же удастся ограничить темп роста тарифов для населения целевым уровнем инфляции). Это связано с объективной тенденцией роста объема кредитов, выданных физическим лицам. С одной стороны, это обусловлено относительно небольшими объемами кредитования населения в % от ВВП по сравнению с другими странами. С другой стороны, государство заинтересовано в развитии кредитования физических лиц, в частности, ипотечного кредитования. Таким образом, по нашим оценкам, произойдет увеличение доли обязательных платежей до 10,5% в 2014 году.

Объем кредитов физическим лицам, 2011 год, % ВВП



Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

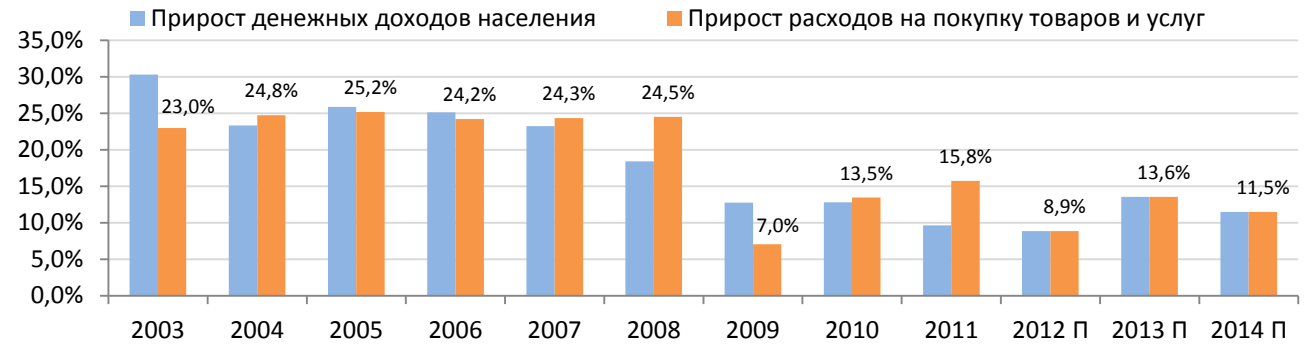
Объем выданных ипотечных кредитов, 2011 год, % ВВП



Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

Вторая, самая крупная составляющая, - это **расходы на покупку товаров и услуг**. Прирост расходов на покупку товаров и услуг происходит практически синхронно с приростом денежных доходов населения.

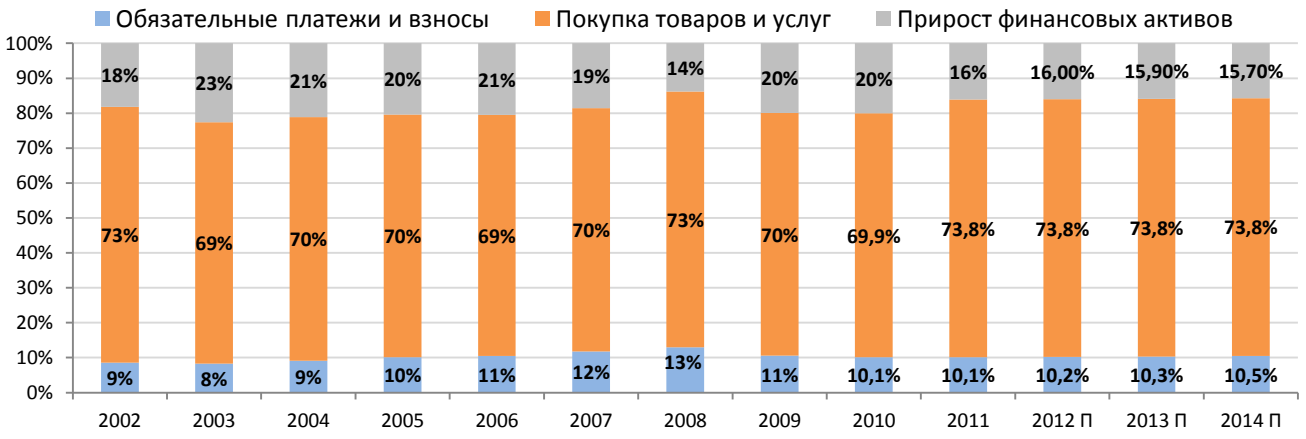
Изменение денежных доходов и расходов на покупку товаров и услуг



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Третья, последняя составляющая – **сбережения**. Поскольку они формируются после совершения обязательных платежей, а также после удовлетворения спроса на товары и услуги, прогнозное значение сбережений представляет собой разницу между совокупными денежными доходами населения и первыми двумя составляющими расходов.

Структура расходов населения



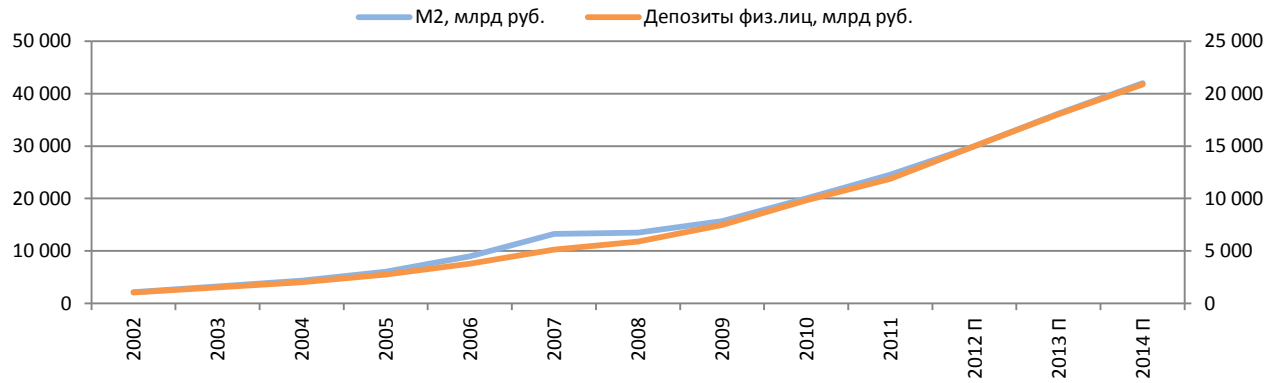
Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Итак, в результате мы имеем прогнозные значения структуры расходов. Далее мы рассмотрим структуру сбережений населения.

Структура сбережений. Общую сумму сбережений населения мы спрогнозировали, однако распределяться она может по-разному. Структура сбережений включает в себя следующие элементы: изменение вкладов физических лиц, изменение количества денег на руках населения, приток частного капитала, изменение задолженности по кредитам, расходы на приобретение ценных бумаг, расходы на приобретение недвижимости.

Начнем рассматривать структуру сбережений с **вкладов физических лиц.** Существует весьма тесная прямая зависимость между объемом денежной массы и искомой статьей сбережений. Данная связь показана на графике ниже. Очевидно, что изменение происходит фактически синхронно.

Денежная масса и депозиты физических лиц



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Денежная масса состоит из наличных денег и депозитов, в том числе депозитов физических и юридических лиц. В результате увеличения количества денег в экономике страны происходит рост номинальных денежных доходов. Происходит это, в основном, за счет притока валюты от внешнеэкономической деятельности. Ранее мы уже говорили о том, что доля доходов населения в общих доходах всех экономических агентов – величина практически постоянная. В связи с этим понятно, что и доля депозитов физических лиц также близка к константе.

Такая ситуация возникает, потому что население львиную долю своих сбережений несет в банки, так как не доверяет альтернативным вариантам инвестирования средств (особенно в периоды нестабильности на финансовых рынках) – например, вложениям в ценные бумаги или недвижимость. Как видно на графике, в 2007 году ситуация менялась – депозиты физических лиц росли медленнее денежной массы, поэтому в условиях достатка возник интерес к альтернативным источникам инвестиций.

Однако кризис снова подорвал доверие населения к альтернативным способам вложения средств. Многие инвесторы потеряли существенную часть своих инвестиций из-за падения на фондовом рынке. Покупатели недвижимости на пике экономического роста также пострадали от падения цен на рынке. С началом кризиса инвестированные средства изымались с финансовых рынков, даже из банков произошел некоторый отток средств вкладчиков. С течением времени ситуация стабилизировалась, во многом благодаря государственным мерам по поддержки банковского сектора. Стало ясно, что опасения насчет платежеспособности банков были чрезмерными, и, как следствие, возобновился приток средств населения на депозиты. Доверие же к более доходным вариантам вложения средств после кризиса пока не восстановилось. Тем не менее, мы считаем, что это произойдет уже в обозримом будущем и опережающий темп роста депозитов населения в банках по сравнению с ростом денежной массы сменится синхронными темпами роста.

Что касается денежной массы, то мы ожидаем ее рост на уровне 16-22% в год. Данный прогноз основан на максимальном значении инфляции на 2012-2014 гг., установленном ЦБ РФ, на наших собственных прогнозах цен на нефть, и соответственно, ожидаемом притоке денег от внешнеэкономической деятельности.

Рассмотрим структуру потребления: примерно на 30% ее составляют импортные товары, на 16% - услуги, на которые устанавливаются тарифы, и 54% - отечественные товары. Это означает, что инфляция также неоднородна. Импортная инфляция возникает из-за изменения валютного курса, повышение тарифов объявляется заблаговременно, то есть известно заранее, на отечественную же инфляцию влияет денежная масса через описанную нами зависимость.

Итак, для выполнения заданных ориентиров по индексу потребительских цен в целом, отечественная инфляция не должна превышать 10%. В соответствие с проведенным нами исследованием, для этого денежная масса должна расти темпами, не превышающими 30% в год.

Политика инфляционного таргетирования *– это политика, направленная на снижение инфляции. При этом ЦБ РФ задает максимально допустимый уровень инфляции. Цель считается достигнутой, если инфляция не превысит заданный ориентир. Для достижения выбранной цели ЦБ РФ может регулировать два макроэкономических показателя: денежную массу и валютный курс. Чрезмерное увеличение денежной массы стимулирует инфляцию.*

Мы уже говорили, что увеличение денежной массы стимулирует рост номинального ВВП, а значит, суммарный рост реального ВВП и инфляции. При этом темпы прироста реального ВВП не могут быть резко увеличены, поскольку увеличение производственных мощностей – процесс длительный. Поэтому при резком увеличении денежной массы спрос на товары увеличивается при постоянном предложении, а значит, цены начинают расти – увеличиваются темпы инфляции.

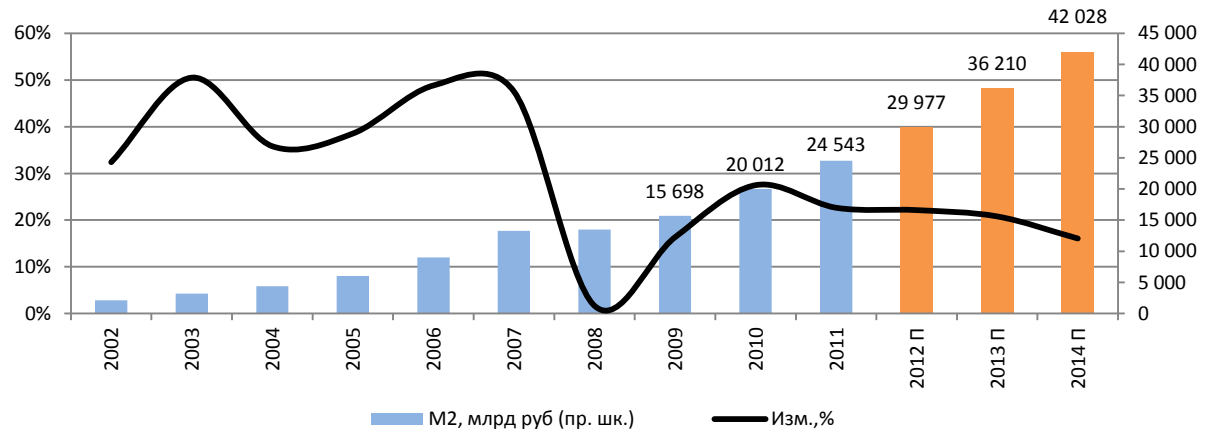
Если происходит приток валюты в страну от внешнеэкономической деятельности, ЦБ РФ начинает скупать валюту, из-за чего увеличивается размер ЗВР, а следовательно, и М2, только в определенных пределах – чтобы не стимулировать чрезмерную инфляцию. Остальная валюта, не поглощенная ЦБ РФ, оказывается на открытом рынке. Предложение иностранной валюты увеличивается, а значит, курс рубля укрепляется.

Таким образом, политика инфляционного таргетирования и политика стабилизации валютного курса являются взаимоисключающими. Ориентиры ЦБ по инфляции составляют в 2012 году порядка 6%, в 2013–2015 гг. – от 5 до 6%.

На диаграмме видно, что до 2007 года М2 прирастала быстрее 30% в год, при этом, средняя инфляция за период с 1999 по 2007 гг. составила 16% в год, что значительно превышает установленные ЦБ РФ ориентиры по инфляции. Однако по нашим расчетам в 2012-2014 годах рост денежной массы замедлится, чему будет способствовать как эффект высокой базы, так и более скромные темпы роста цен на нефть. Таким образом, мы ожидаем, что впервые в современной истории сложится ситуация, когда темп роста денежной массы замедлится настолько, чтобы не жертвуя курсом рубля, обеспечить низкий уровень инфляции. Это, в свою очередь, может создать крайне благоприятные условия для роста объемов кредитования, в том числе и ипотечного.

По состоянию на август 2012 года М2, по данным ЦБ РФ, составила 24,6 трлн рублей, увеличившись на 16,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это полностью соответствует нашим прогнозам, сделанным еще в конце 2010 года.

Темпы прироста денежной массы



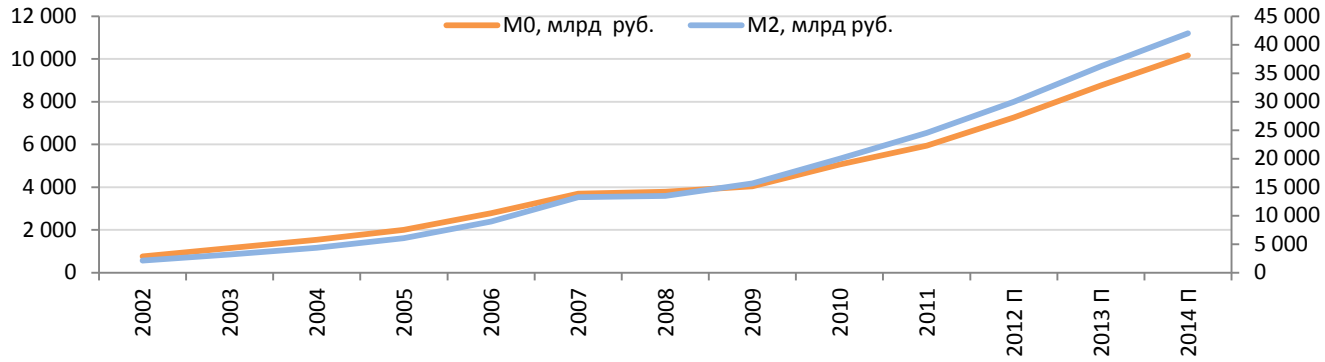
Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Вторая составляющая структуры сбережения – наличные деньги на руках у населения. Отдельно можно выделить наличные рубли и наличную иностранную валюту.

Денежная масса может увеличиваться за счет выпуска денег ЦБ РФ или создаваться банками за счет выданных кредитов. Денежный мультипликатор отражает пропорции увеличения денежной массы ЦБ РФ и коммерческими банками. Чем больше развита экономика, тем выше денежный мультипликатор, то есть на 1 руб. денег, созданных

ЦБ РФ, коммерческими банками создается значительно больше кредитных денег. При постоянном, за какой-то период, мультипликаторе (вне зависимости от его уровня) объем наличных рублей (М0) изменяется пропорционально изменению денежной массы (М2).

Наличные рубли и денежная масса



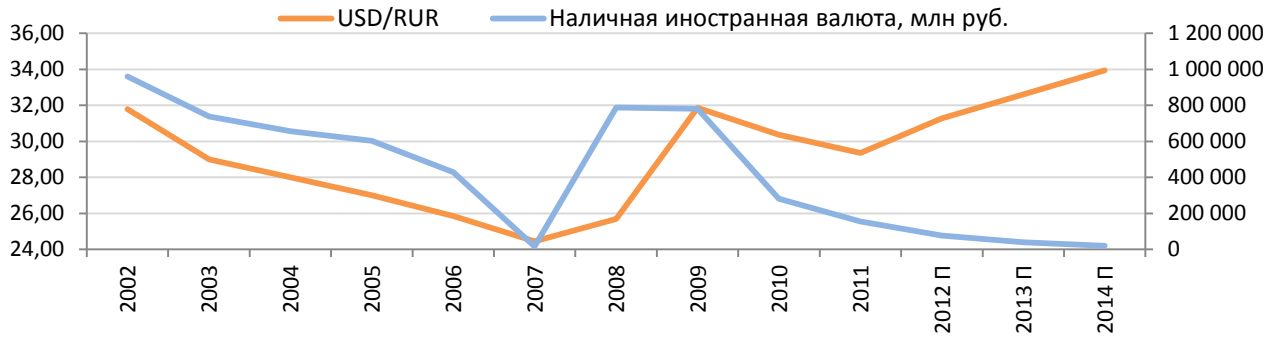
Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

На графике показано, что в России в 2002-2011 гг. М0 и М2 изменялись практически одинаковыми темпами, то есть денежный мультипликатор изменялся не сильно. Это объясняется слабой степенью развития банковской системы, в том числе, маленькой долей кредитов в ВВП. Однако мы считаем, что по мере развития банковской системы, кредитный мультипликатор будет увеличиваться, а значит, количество наличных денег будет расти несколько медленнее денежной массы.

По состоянию на август 2012 года количество наличных рублей составило 5 980 млрд руб. по сравнению с 5 339 млрд руб. в августе 2011 года, что означает прирост на 12% за год. За этот же период денежная масса выросла на 16,6% (с 21 080 до 24 573 млрд руб.), что подтверждает наши прогнозы.

Количество наличной иностранной валюты на руках у населения в значительной степени зависит от валютного курса. Эта зависимость не является линейной, но, тем не менее, при падении курса доллара объем наличной иностранной валюты у населения значительно сокращается. Причем следует иметь в виду, что население инертно, а потому решения о покупке/продаже валюты принимает во многом в зависимости от уже произошедшего изменения курса.

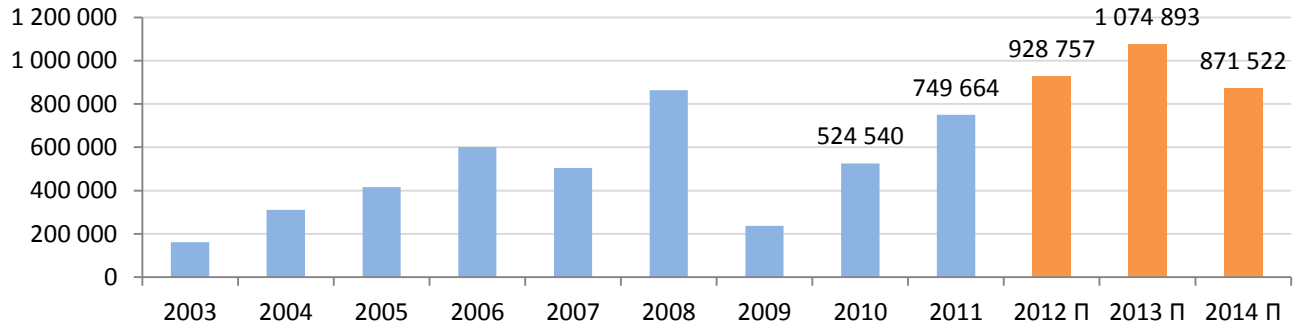
Наличная иностранная валюта и валютный курс



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Мы считаем, что в ближайшие годы цены на сырье останутся на текущих высоких уровнях, а такого роста сырьевых цен, как мы наблюдали с начала 2000-х, не будет. В условиях продолжающегося увеличения импорта потребительских товаров, положительное сальдо счета текущих операций будет снижаться. Как следствие будет снижаться приток иностранной валюты в страну и курс рубля. Однако это не приведет к росту спроса на иностранную валюту со стороны населения, поскольку волатильность валютных курсов в условиях политики инфляционного таргетирования увеличиться. Мы считаем, что население в таких условиях предпочтет большую стабильность своих сбережений и не будет покупать иностранную валюту. Соответственно, мы ожидаем снижение объема иностранной валюты на руках у населения. Суммируя наличные рубли и наличную иностранную валюту с учетом прогнозного валютного курса, получаем суммарное количество денег и рассчитываем искомое изменение количества денег на руках у населения.

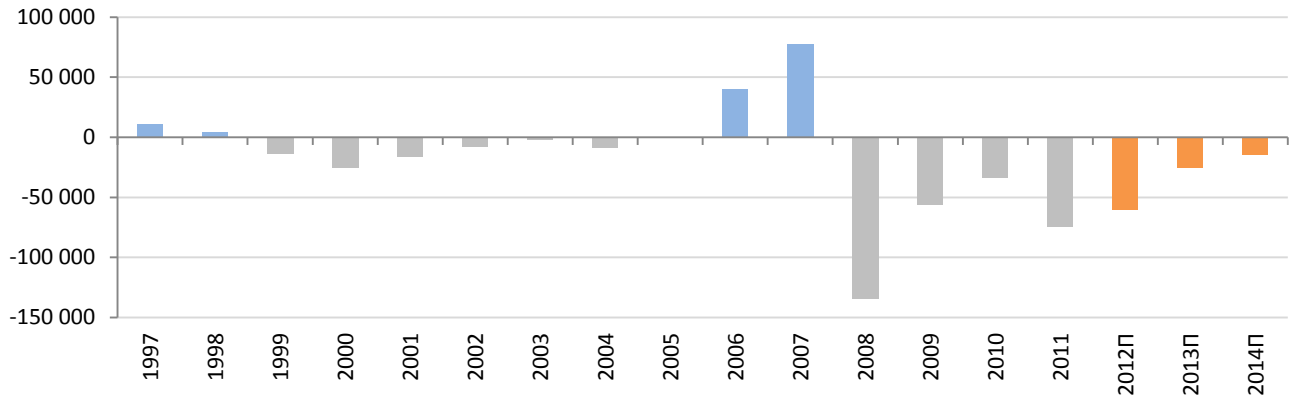
Изменение количества денег на руках населения, млн руб.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Приток частного капитала – следующая структурная составляющая. Он отражается по капитальному счету платежного баланса. За 9 месяцев 2012 года по данным ЦБ РФ отток капитала составил около 60 млрд долл. Мы считаем, что наблюдавшийся в течение последних четырех лет отток капитала из России связан, прежде всего, с потребностью иностранных инвесторов в ликвидных активах. На будущие годы в своем прогнозе по притоку капитала мы ориентируемся на прогнозы ЦБ РФ.

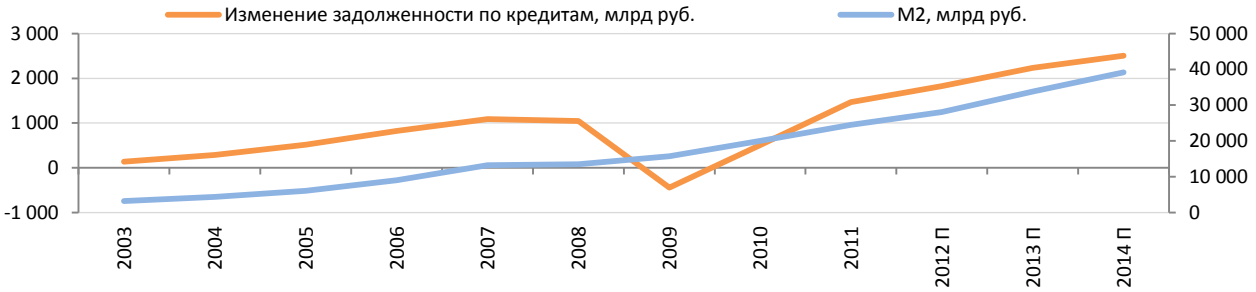
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами, млн долл.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Четвертая структурная составляющая – **изменение задолженности по кредитам**. По своему экономическому смыслу задолженность по кредитам должна изменяться практически синхронно с изменением денежной массы. Дело в том, что денежную массу можно измерить с одной стороны, как сумму М0 и депозитов, а с другой стороны, как сумму М0, банковских резервов и кредитов. Иными словами, при привлечении депозитов банки выдают кредиты на аналогичную сумму за вычетом банковских резервов. Значит, если М2 растет за счет привлеченных вкладов, соответственно, задолженность населения по кредитам будет расти. Этот же вывод подтверждает историческая динамика с 2003 по 2008 гг.

Изменение задолженности по кредитам и денежная масса

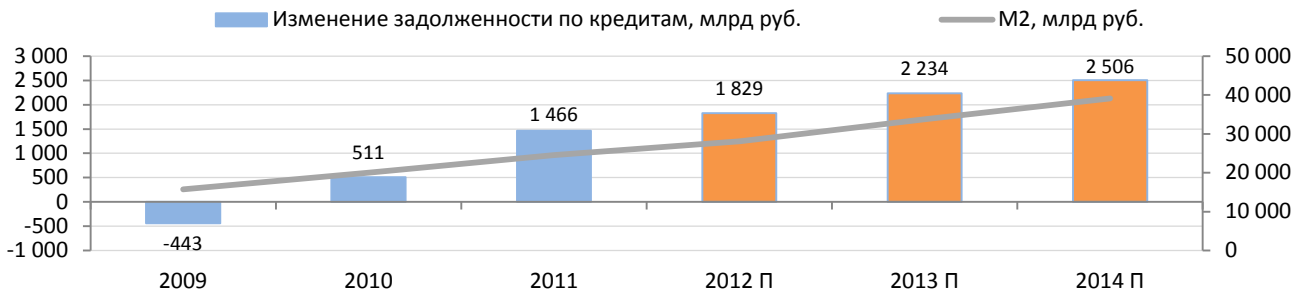


Источники: ЦБ РФ

2009 год стал исключением: несмотря на рост денежной массы на 16,3% за счет привлеченных банками средств в виде вкладов, а также кредитов ЦБ РФ, задолженность по кредитам, напротив, сократилась на 443 млрд руб. Это было вызвано, с одной стороны, ростом количества просрочек по ранее выданным кредитам, вследствие чего значительная часть привлеченных средств направлялась на формирование резервов. С другой стороны, свою роль сыграли опасения банков, что их новые кредитные портфели также могут стать слишком рискованными. Проще говоря, банки боялись выдавать кредиты, поскольку в период кризиса не могли адекватно оценить платежеспособность заемщика, и вместо этого скупали валюту. Поэтому задолженность по кредитам не увеличилась. При этом взятые ранее кредиты постепенно погашались заемщиками, то есть задолженность по кредитам в целом сократилась.

Однако, в долгосрочной перспективе задолженность по кредитам и М2 снова будут изменяться синхронно, поскольку привлеченные средства необходимо отдавать вкладчикам с начисленными процентами.

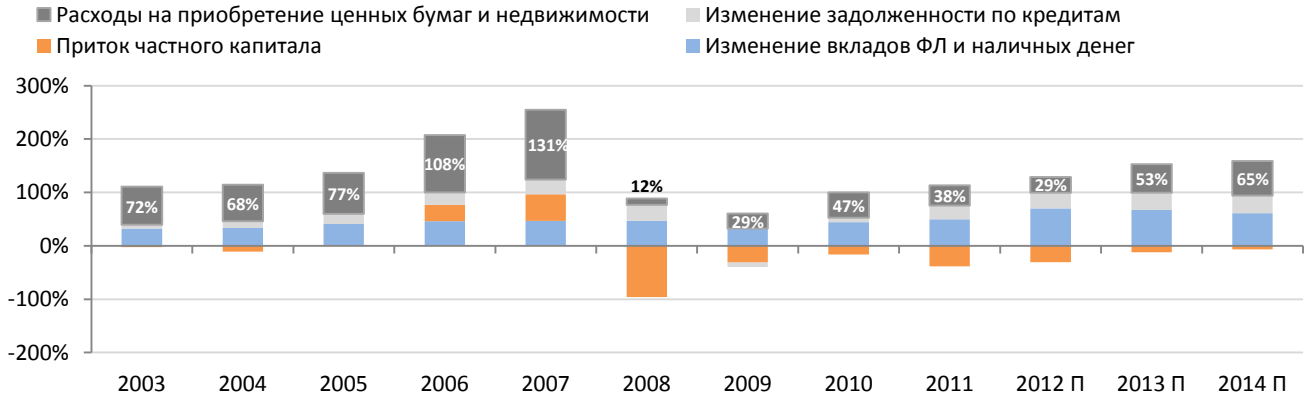
Изменение задолженности по кредитам



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Итак, мы спрогнозировали изменение вкладов физических лиц и наличных денег у них на руках, приток частного капитала, изменение задолженности по кредитам. Оставшуюся часть сбережений составляют расходы на приобретение ценных бумаг и недвижимости. Представим эти составляющие на графике.

Структура сбережений



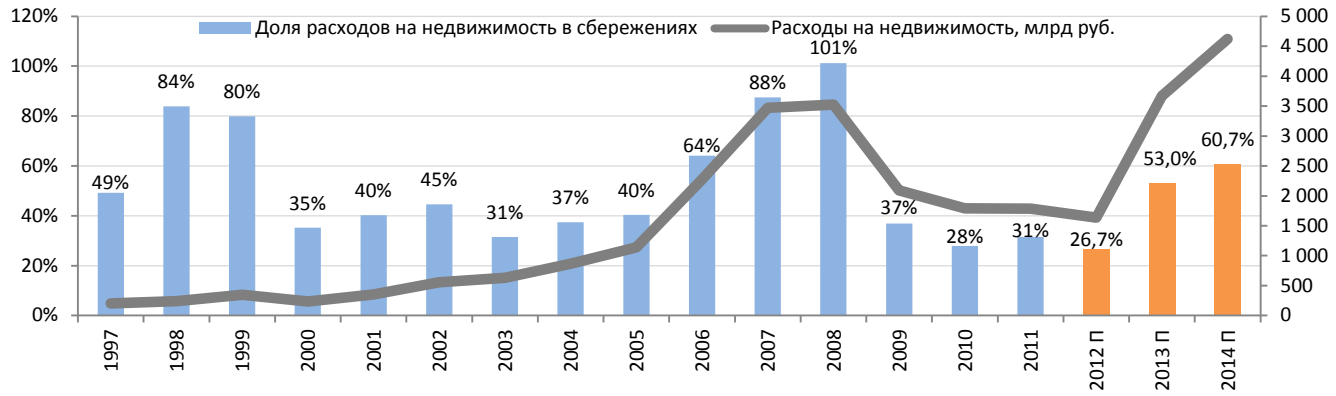
Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»[1]

В 2008 году суммарные расходы на приобретение ценных бумаг и недвижимости резко сократились, в 2009 году их доля также была невысока. Однако в 2012-2014 гг., по нашим прогнозам, их доля будет восстанавливаться (начало этого процесса мы наблюдали уже в 2010 году). Данная тенденция подтверждается и историческими данными – до 2008 года показатель увеличивался, достигнув в 2007 году своего максимума. К 2013-2014 гг. мы прогнозируем восстановление доли расходов на ценные бумаги и недвижимость чуть ниже значения 2005 года.

Теперь нам необходимо разделить полученную суммарную величину на расходы на приобретение ценных бумаг и расходы на приобретение недвижимости. В данной модели нас интересует именно доля расходов на недвижимость.

[1] Суммарно структурные составляющие сбережений составляют 100%. Сбережения – это денежные доходы населения за вычетом обязательных платежей и расходов на приобретение товаров и услуг. При этом, если наблюдается приток частного капитала или увеличение задолженности по кредитам, суммарные расходы на приобретение ценных бумаг и недвижимости возрастают. Проще говоря, если человек получает кредит, то, например, на покупку квартиры он может потратить как часть своих денег, так и кредитные деньги. Этим объясняется превышение суммарной долей изменения вкладов ФЛ и наличных денег и расходов на приобретение ценных бумаг и недвижимости 100%.

Доля расходов на недвижимость в сбережениях



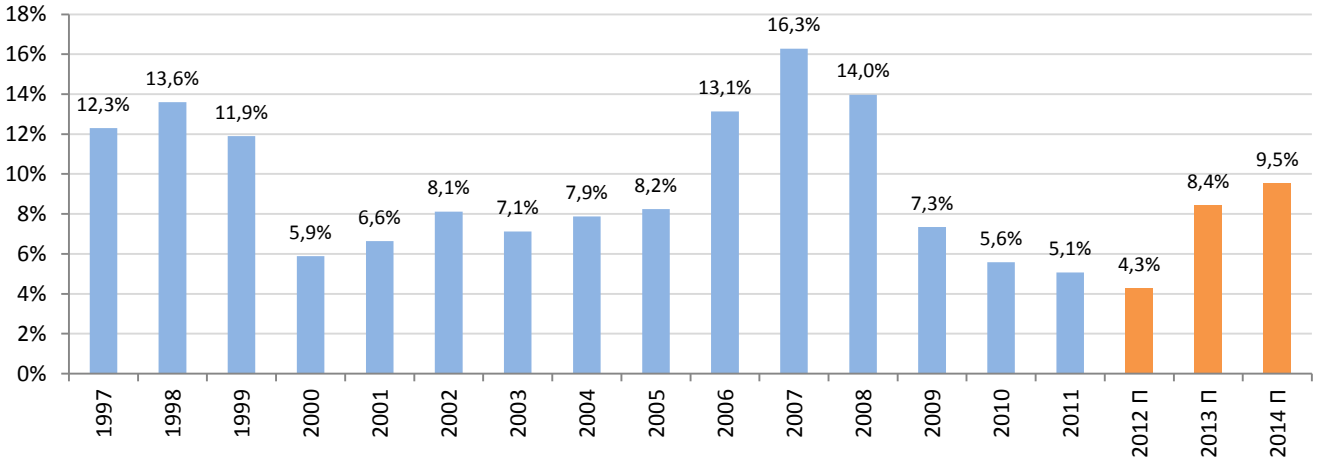
Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Поскольку поведение потребителя в периоды достатка и кризиса значительно различается, то и структура сбережений будет различной. В 1998-1999 гг. страна также столкнулась с кризисом, из которого потом в течение нескольких последующих лет выходила. Логично предположить, что поведение людей сейчас будет во многом схоже с поведением в 2000 -2002 гг. Это касается, в том числе, доли расходов на недвижимость в сбережениях.

На основании исторической динамики доли расходов на недвижимость в сбережениях после кризиса 1998 года, мы прогнозируем восстановление доли расходов на недвижимость к 2014 году на уровне 60,7%.

Понятно, что потребители помнят, как развивались события 10 лет назад, и их психологическое отношение к кризису вряд ли поменялось. С другой стороны, их доходы и накопленные за годы экономического роста сбережения существенно изменились, поэтому даже при схожей доле сбережений, которые тратятся на недвижимость, восстановление рынка будет происходить несколько иначе.

Доля расходов на недвижимость в денежных доходах



Источники: Росстат, ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

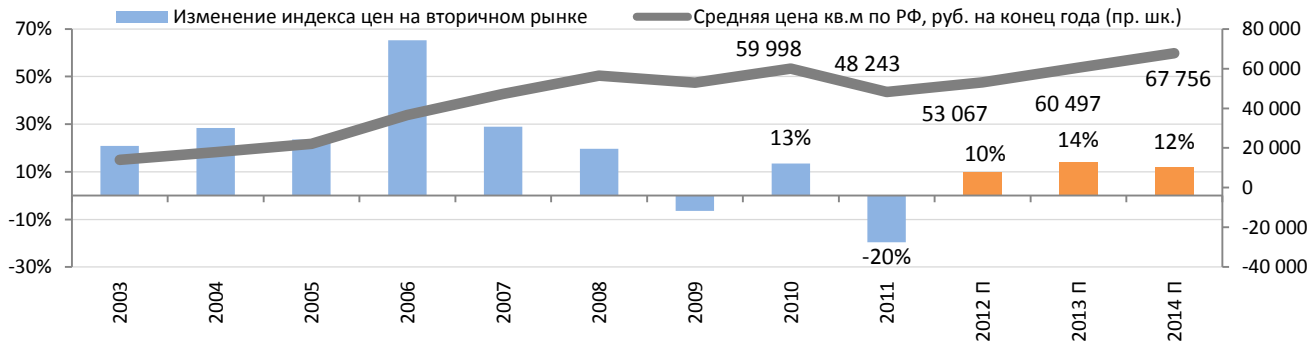
Построенный нами прогноз подтверждает также и историческая динамика доли расходов на недвижимость в денежных доходах населения. Здесь также в 2012-2014 гг. ожидается увеличение доли с 4,3% в 2012 году до 9,5% в 2014, что очень похоже на динамику доли расходов на недвижимость в 2000-2002 гг.

Таким образом, прогнозируя расходы на недвижимость на 2012-2014 гг. мы учитываем, с одной стороны, текущую экономическую конъюнктуру, а с другой стороны, особенности поведения населения после кризиса.

Получив прогноз расходов на недвижимость, мы можем спрогнозировать средние цены на недвижимость в России на 2012-2014 гг.

Итак, мы ожидаем рост средних цен на недвижимость по России в 2012-2014 гг. в размере, соответственно,10%, 14%, 12%, с 48 243 руб. в 2011 году до 67 756 руб. в 2014.

Средняя цена на кв. м жилой недвижимости в РФ



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

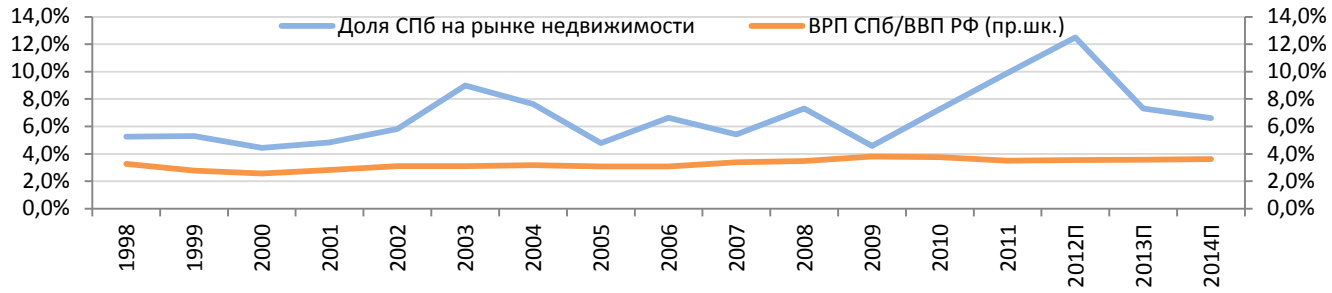
Доля Санкт-Петербурга в расходах на недвижимость

Доля отдельных городов в расходах на недвижимость напрямую зависит от их вклада в экономику страны. Вклад в экономику страны может быть измерен через долю валового регионального продукта (ВРП) в ВВП. Данный показатель, по сути, отражает долю доходов населения города в доходах населения страны.

Санкт-Петербург является вторым по величине городом в России и вторым по значимости розничным рынком, обладающим выгодным географическим положением. Доходы на душу населения и ВВП на душу населения по СПб выше, чем в среднем по России. Из-за обилия инвестиционных проектов, которые осуществлялись в городе, экономика Санкт-Петербурга развивалась быстрее, нежели экономика России в прошлом. С учетом планов международных корпораций, связанных с открытием своих производственных подразделений в Санкт-Петербурге, мы считаем, что экономика города и в будущем будет показывать ускоренный рост. Подробнее об этом рассказано в разделе «Анализ факторов спроса и предложения на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга».

Дальнейшая логика заключается в том, что если доходы жителей Санкт-Петербурга растут быстрее доходов по России, то и рост расходов на рынке недвижимости происходит более быстрыми темпами, что означает увеличение доли Санкт-Петербурга в расходах на рынке недвижимости, и наоборот.

Доля Санкт-Петербурга в экономике России и на рынке жилой недвижимости

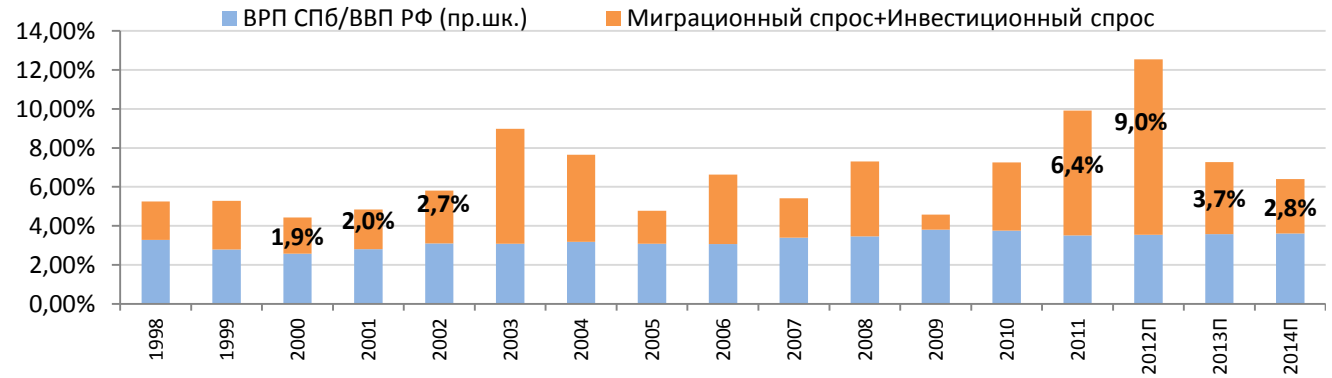


Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

На графике мы видим, что доля расходов на недвижимость стабильно превышает долю ВРП Санкт-Петербурга в ВВП России на 2-2,5 п.п. Это объясняется тем фактом, что спрос на недвижимость в Санкт-Петербурге предъявляется не только жителями города, но также жителями других регионов. Этот спрос связан с миграционными процессами.

С другой стороны, историческая динамика показывает более значительные отклонения доли расходов на рынке недвижимости от доли города в экономике России. Особенно большие отклонения имели место в 2003-2004 гг. Мы полагаем, что это связано с инвестиционным спросом на недвижимость, предъявляемым жителями других регионов.

Доля Санкт-Петербурга на рынке жилой недвижимости



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Наш прогноз относительно доли Санкт-Петербурга в расходах на недвижимость опирается, в первую очередь, на прогнозируемый нами вклад города в экономику страны. По нашему мнению, доля ВРП в ВВП увеличится с 3,5% в 2011 году до 3,6% в 2014 году. Также мы учитываем спрос на недвижимость, связанный с миграцией. Мы считаем, что в период с 2012 по 2014 годы миграционный и инвестиционный спрос будет добавлять порядка 3 процентных пунктов.

Предложение жилой недвижимости в Санкт-Петербурге и прогноз цен

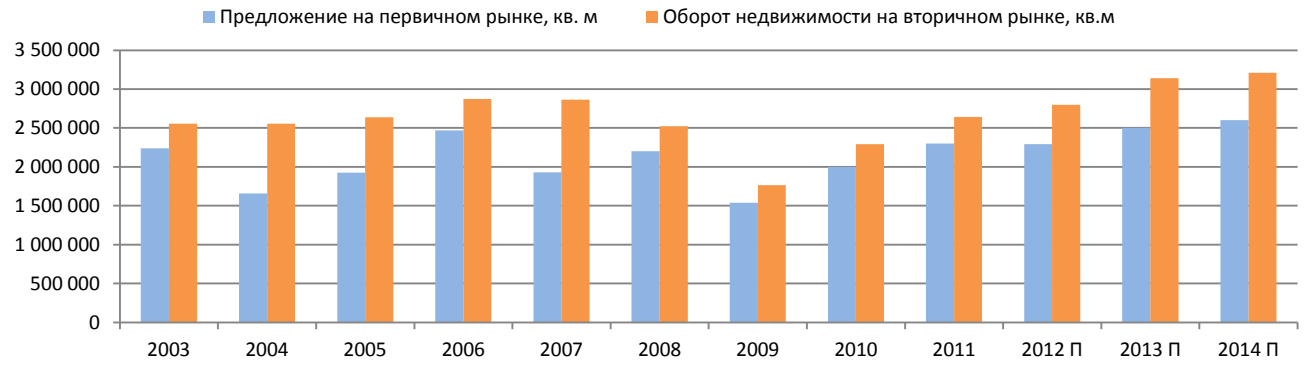
Мы спрогнозировали объем спроса со стороны населения на новое жилье в Санкт-Петербурге, теперь спрогнозируем тот объем предложения, который будет противопоставлен этому спросу. Предложение на рынке жилой недвижимости формируется за счет ввода жилья на первичном рынке, а также за счет сделок на вторичном рынке. Поскольку строительство жилья – процесс длительный, мы с высокой долей точности можем спрогнозировать предложение на первичном рынке до 2014 года.

При этом следует учесть, что некоторый объем жилья, построенного на первичном рынке, приобретает город для реализации различных программ, и это жилье не попадает на открытый рынок. Следовательно, так как мы учитываем

только объем «новых денег» физических лиц, то и сопоставлять мы его будем только с тем объемом жилья, который попадает на открытый рынок.

Что касается вторичного рынка, здесь мы ожидаем сохранения оборота на вторичном рынке, выраженного в процентах от жилого фонда, на привычном уровне в 2,6%. Поскольку у нас есть прогноз жилого фонда, оценить предложение на вторичном рынке жилья в СПб не составляет труда.

Предложение на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге, кв. м

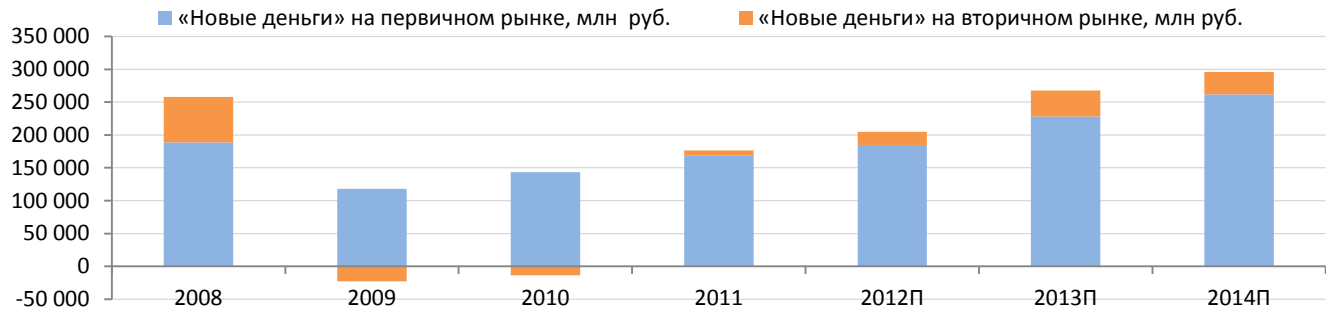


Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Спрос на жилую недвижимость распределяется между первичным и вторичным рынком недвижимости. При этом мы считаем, что спрэд цен на этих рынках условно постоянен.

Очевидно, что цена будет оставаться неизменной при условии, что объем денег, поступающих на рынок недвижимости, соответствует объему предложения недвижимости в ценах предыдущего года. В противном случае цена будет изменяться. Если спрос будет меньше предложения, цена будет падать, и наоборот.

«Новые деньги» на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге



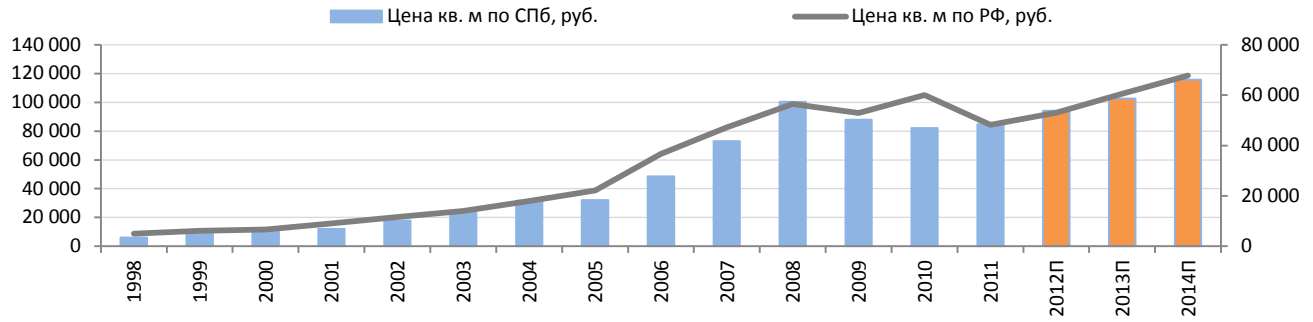
Источники: оценки и прогнозы УК «Арсагера»

На основании нашего прогноза по спросу и предложению на рынке жилой недвижимости мы можем спрогнозировать динамику цен до 2014 года. Отдельно стоит отметить, что мы прогнозируем не цены на конец прогнозного года, а именно средневзвешенные цены рынка недвижимости в прогнозном году. При этом мы не знаем, как именно распределится спрос и предложение внутри года. На основе этого прогноза мы оцениваем возможные варианты изменения цен и делаем заключение о ценах на конец года.

Итак, мы ожидаем, что в ближайшие годы нас будет ожидать непрерывный рост цен на рынке жилой недвижимости, как в России, так и в Санкт-Петербурге. В результате среднегодовая цена в Санкт-Петербурге увеличится с 84,9 тыс. руб./м2 в 2011 году, до 115,7 тыс. руб./м2 в 2014 году.

По состоянию на 15.10.2012 цена на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге составила 95 006 руб./кв. м. по данным www.BN.ru, рост на 6,2% с начала года. Мы ожидаем, что до конца текущего года цены продолжат расти.

Среднегодовые цены на жилую недвижимость в России и Санкт-Петербурге



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

При этом обратим внимание на то, что наш прогноз средних цен на жилую недвижимость в Петербурге, отражает наше мнение о предполагаемой динамике именно средних цен по Санкт-Петербургу. Данный прогноз не учитывает влияние структурного сдвига в предложении жилья. В частности в последнее время все большее количество предлагаемого на продажу жилья концентрируется на окраинах города или даже на территории Ленинградской области, где стоимость квадратного метра априори ниже аналогичного показателя в районах, прилегающих к центральной части города.

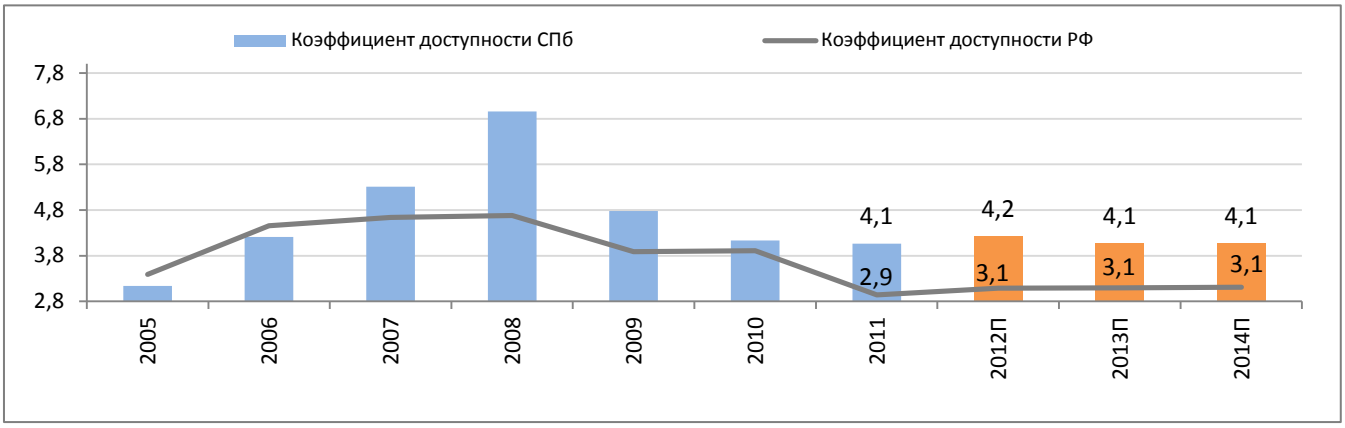
Оценка доступности жилой недвижимости для населения до и после кризиса

Осуществим проверку нашей модели, рассчитав прогнозные значения коэффициента доступности жилья. Этот показатель отражает измеренную через средний доход домохозяйства стоимость среднестатистической квартиры.

Исходя из цен на жилую недвижимость, рассчитанных по нашей модели, коэффициент доступности жилья на периоде 2012-2014 гг. остается стабильным, принимая значения в пределах 3,6-3,8.

Коэффициент доступности жилья в Санкт-Петербурге традиционно выше соответствующего коэффициента по России. Мы видим, что в 2012-2014 гг. коэффициент доступности в Санкт-Петербурге выше коэффициента доступности по России, что свидетельствует о том, что сделанный прогноз является достаточно агрессивным. Разрыв произошел в 2011 году, когда цены на жилье в Санкт-Петербурге незначительно выросли, а в России снизились. Несмотря на прогнозируемый нами рост цен, доступность жилья в ближайшие годы, по нашему мнению, останется на уровне 2010-2011 гг.

Коэффициент доступности жилья в России и Санкт-Петербурге



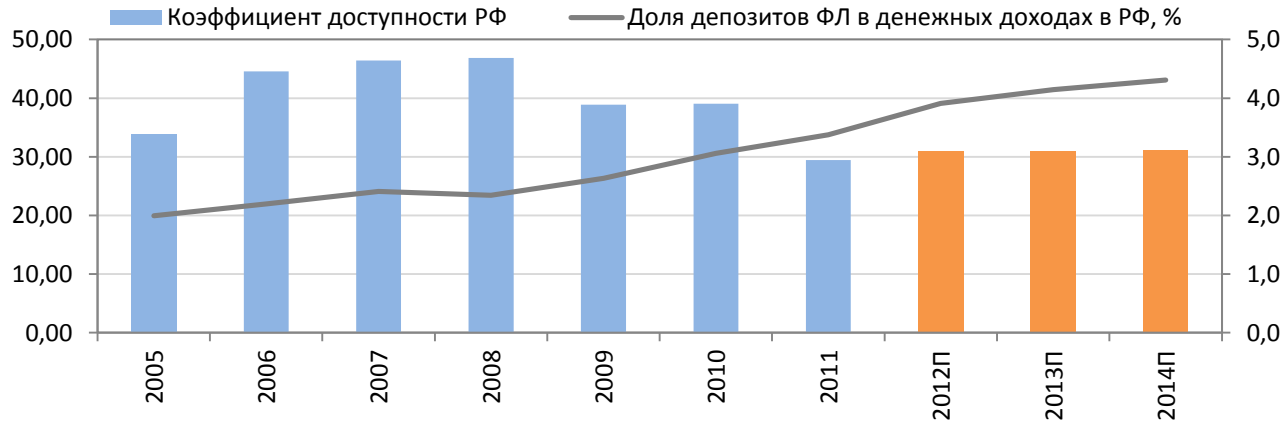
Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Объяснить отсутствие роста цен на недвижимость, выраженных в доходах населения, можно не большим предложением жилой недвижимости (строительным компаниям придется еще сильно постараться, чтобы закончить в срок все заявленные проекты), а скорее консервативной моделью поведения населения, заложенной в наши прогнозы. Мы считаем, что в условиях затяжного характера долгового кризиса в странах с развитой экономикой, России не стоит рассчитывать на большой приток иностранного капитала, и как следствие на значительное увеличение объема инвестиций в отечественной экономике и значительное увеличение темпов экономического роста. На этом фоне мы не ожидаем существенного увеличения потребления.

Ситуация может измениться только с изменением экономической политики государства (имеется ввиду создание внутренних источников инвестиций в качестве альтернативы текущей нацеленности исключительно на приход иностранных инвестиций), но пока мы не видим никаких предпосылок к такому изменению.

Поэтому мы ожидаем, что привычная картина, когда с ростом депозитов увеличивалась и стоимость недвижимости, выраженная в доходах населения, может измениться (даже несмотря на то, что в России согласно опросам недвижимость воспринимается как такой же надежный инструмент сохранения сбережений, как депозит в банке). Население в условиях неуверенности в будущих доходах может предпочесть более ликвидную форму сбережений.

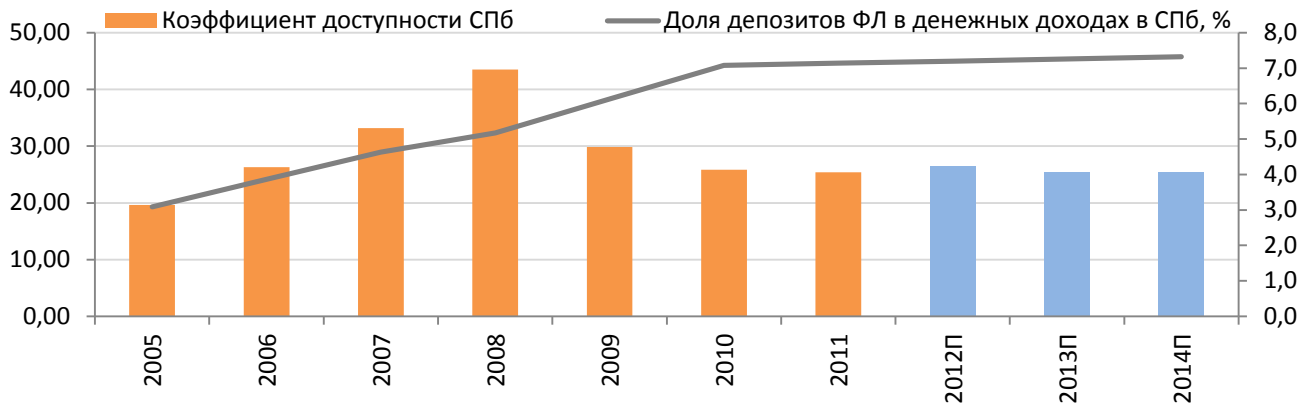
Коэффициент доступности жилья в России и доля депозитов физических лиц[2]



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

[2] Доля депозитов физических лиц – это показатель, измеряющий соотношение депозитов на одного человека к среднегодовому доходу на человека. Иными словами, если доля депозитов составляет 25%, это значит, что четверть своего годового дохода у человека находится в банке на депозите.

Коэффициент доступности жилья в Санкт-Петербурге и доля депозитов физических лиц



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Итак, мы попытались дать ответ на вопрос, как будет восстанавливаться рынок недвижимости в России и Санкт-Петербурге, основываясь на особенности поведения населения в различных экономических условиях.

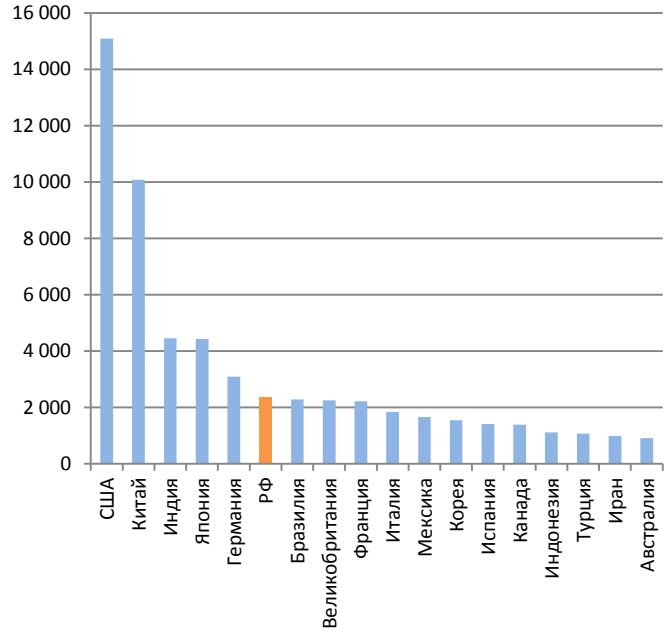
Подробные расчеты представлены в разделе «Описание моделей и расчеты динамики цен на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге».

Российский рынок недвижимости – один из самых привлекательных среди стран с развивающейся экономикой (долгосрочные факторы инвестиционной привлекательности)

Анализ макроэкономических факторов в России

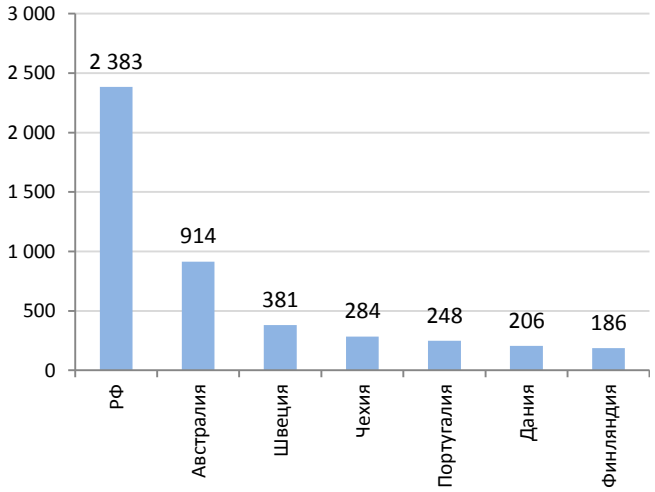
ВВП и располагаемый доход. Начиная с 1999 года и на протяжении последующих десяти лет, российская экономика была одной из самых быстрорастущих в мире. И хотя этот рост во многом поддерживался высокими ценами на нефть, экономическое развитие страны все же впечатляет. В 1999 году ВВП России был сравним с ВВП Дании. Сейчас же величина ВВП России превышает величину ВВП Дании, Финляндии, Швеции, Португалии, Чехии и Австралии, вместе взятых. По итогам 2011 года Россия по величине ВВП по паритету покупательной способности сохранила шестое место в мире.

ВВП по ППС в 2011 году, млрд USD



Источники: МВФ

ВВП по ППС в 2011 году, млрд USD



Источники: МВФ

Быстрый экономический рост привел к значительному увеличению потребления. В результате Россия с ее населением в 141,9 млн человек, стабильной экономической ситуацией и снижающимися политическими рисками привлекла внимание инвесторов.

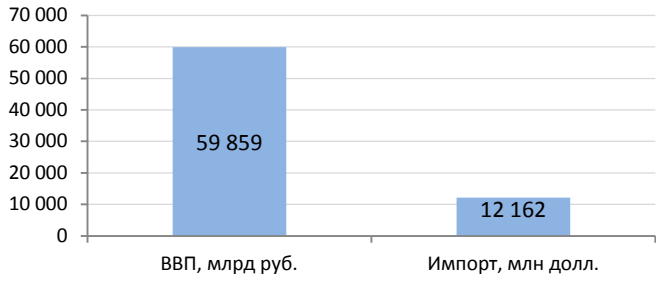
Из опросов инвесторов следует, что после стабилизации экономической ситуации в мире, Россия будет в числе стран, на которые международные инвесторы обратят свое внимание в первую очередь.

Важно, что несмотря на впечатляющие темпы экономического роста в прошлом, российская экономика все еще обладает огромным потенциалом роста в отличие от экономик стран Западной Европы и особенно США. В этих странах наблюдавшийся в последние годы рост был обусловлен чрезмерным стимулированием потребительского спроса через кредитование населения. В России же ситуация в корне отличается от ситуации, наблюдаемой в развитых экономиках.

В нашей стране спрос населения на большинство товаров и услуг не удовлетворен. Ярким примером является спрос на жилую недвижимость (базовая потребность): в России количество квадратных метров жилой площади, приходящихся на одного человека, в 2 раза ниже, чем в Европе, в 3,5 ниже, чем в США и на 30% ниже, чем на

Украине. Похожая ситуация наблюдается и с легковыми автомобилями: в России на 1 000 жителей приходится 240 автомашин, в то время как среднее значение по Европейскому союзу составляет 463 на 1 000 жителей. Таким образом, и в будущем российская экономика останется одной из самых быстрорастущих экономик мира только благодаря огромному потенциалу внутреннего рынка.

ВВП и потенциальное импортозамещение

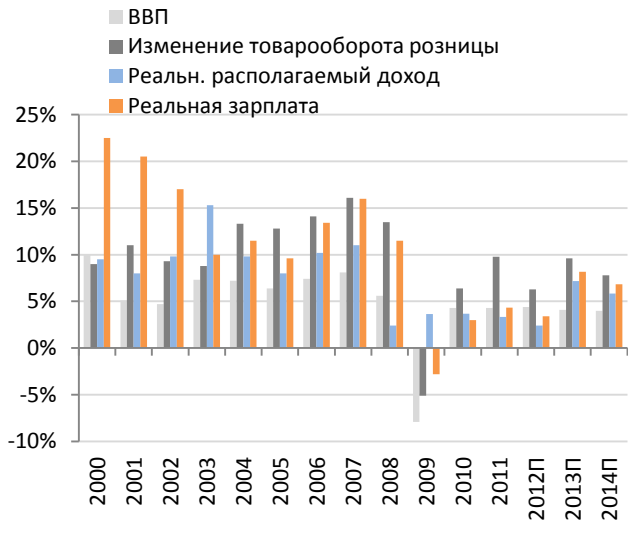


Источник: ГКС, ЦБ РФ

Не стоит забывать и о существенном потенциале роста объема внутреннего производства, связанном с импортозамещением. Так, ориентируясь на статистику 2011 года, только благодаря замещению импортных товаров отечественными ВВП России может увеличиться на 20%.

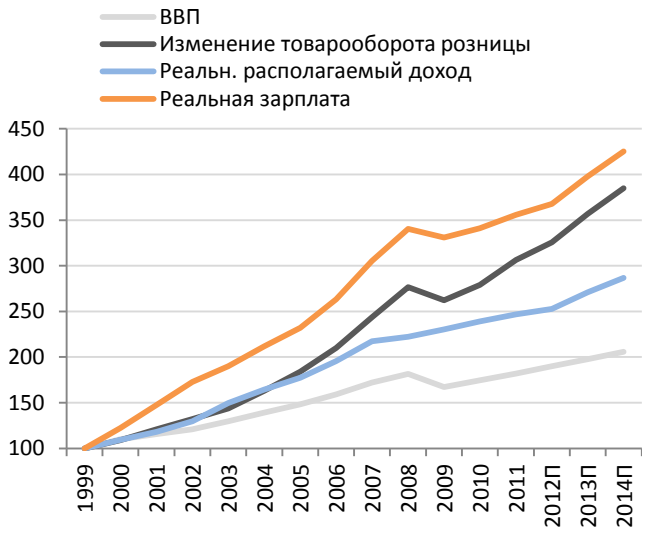
Со времени кризиса 1998 года и до 2009 года в России наблюдался непрерывный экономический рост, и в частности рост показателей, влияющих на спрос. С 1999 года ВВП рос в среднем на 5,4% в год. В тот же период реальные располагаемые доходы населения и товарооборот розничной торговли росли в среднем на 8,6% и 9,5% в год соответственно, в то время как средний рост реальной заработной платы составил 12,9% в год. В результате за 11 лет реальный ВВП вырос на 78%, а реальные располагаемые доходы населения и товарооборот розничной торговли в неизменных ценах более чем удвоились. За тот же период реальная заработная плата увеличилась более чем в 3 раза.

Экономический рост, %



Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера»

Рост показателей, влияющих на спрос, индекс



Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера»

Несмотря на кризис, начавшийся в конце 2008 года, экономический рост предыдущих лет создал предпосылки для увеличения покупательской способности населения России. С 2000 по 2011 год среднегодовая величина номинального дохода в расчете на одного человека увеличилась с $972 до $8 437. В то же время ВВП в расчете на одного жителя увеличился с $1 783 до $13 087.

В перспективе ближайших лет мы ожидаем более медленные, но устойчивые значения роста данного показателя. Этот прогноз подтверждается текущей динамикой реального ВВП, рост которого за 6 месяцев 2012 года к аналогичному периоду предыдущего года по предварительным данным составил 4,0%.

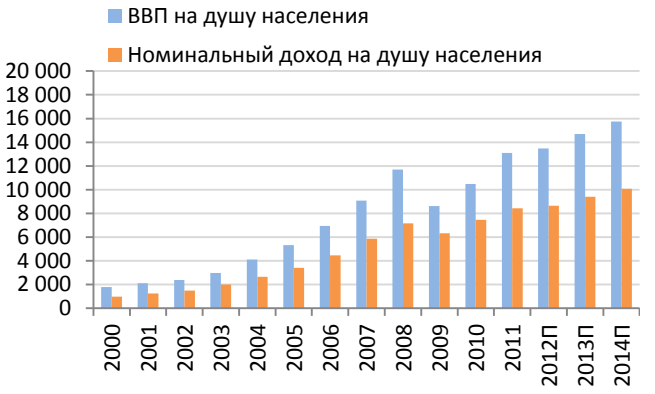
Это произойдет, во-первых, вследствие огромного неудовлетворенного внутреннего спроса, который поддержит темпы роста промышленного производства. Во-вторых, из-за существенного снижения уровня процентных ставок в России, которое наблюдается уже сейчас.

Спрос на жилую недвижимость в России обусловлен неудовлетворенной потребностью населения в жилье. Показатель количества жилой площади на человека в 2011 году в России составил 23,0 кв. м по сравнению с 40 кв. м на человека в Европе и 70 кв. м на человека в США.

Развитие экономической ситуации и рост доходов населения приведет к тому, что большая часть жителей России будет улучшать свои жилищные условия.

По нашим прогнозам, к концу 2014 года номинальный доход в расчете на одного жителя увеличится на 16,8% (к 2012), в то время как ВВП России в расчете на душу населения возрастет на 17%.

Прогноз увеличения динамики ВВП и доходов на душу населения, долл.

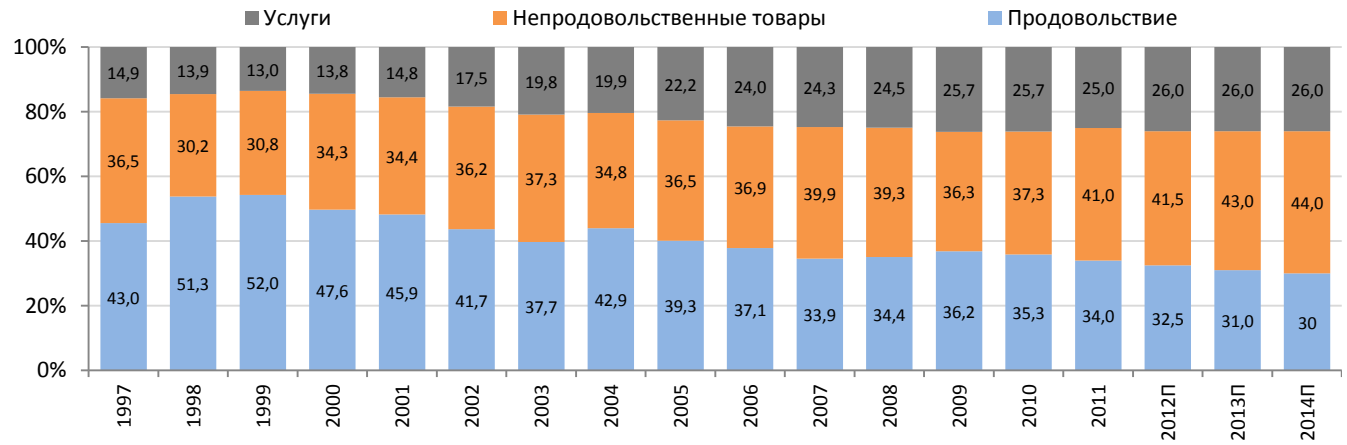


Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера

Структура потребления. В предыдущие годы в экономике наблюдалась следующая тенденция по изменению структуры потребления: население увеличивало траты на промышленные товары и сокращало долю расходов на еду. В обрабатывающей промышленности хороший рост показывали производители автомобилей, мебели, бытовой техники, строительных и отделочных материалов.

В долгосрочной перспективе люди будут меньше тратить на продукты питания, все большая доля расходов будет приходиться на непродовольственные товары. Это означает рост уровня жизни, что в свою очередь, изменит требования к качеству жизни. Очевидно, что, желая улучшить качество жизни, люди будут покупать новую недвижимость, поскольку старая перестанет соответствовать новым, более высоким, стандартам.

Структура потребления смещается в сторону товаров и услуг, %

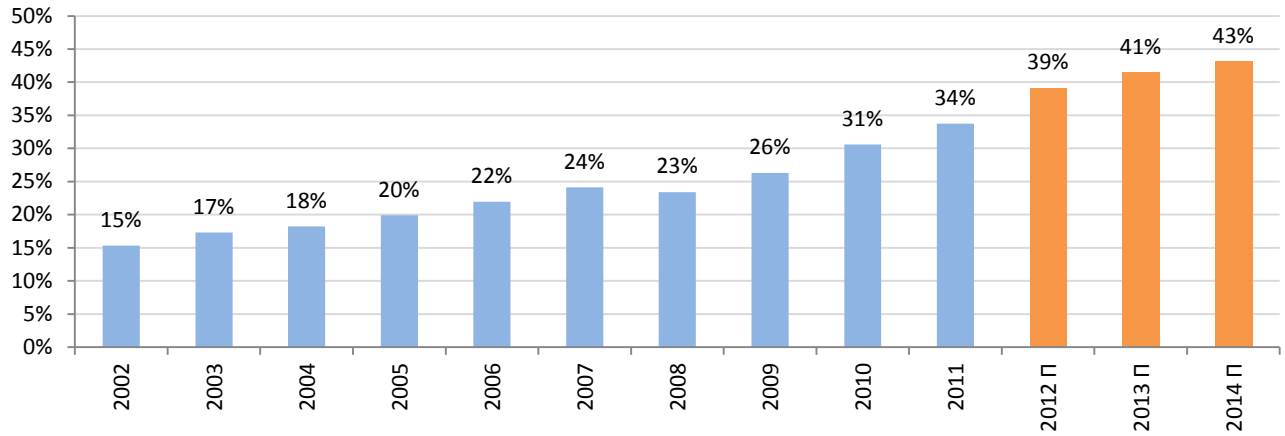


Источники: Росстат, оценки экспертов УК «Арсагера»

Структура сбережений. Начиная с 90-х годов прошлого века, в России происходит накопление активов. Эта динамика хорошо видна, если посмотреть на долю депозитов физических лиц в денежных доходах населения. До сих пор депозиты являлись чуть ли не единственным вариантом вложения свободных денежных средств.

Однако теперь, когда значительные средства уже накоплены, населением будут рассматриваться альтернативные варианты вложений, прежде всего – недвижимость. Тем более что по опросам ВЦИОМ более 40% населения России наиболее надежным способом сохранения своих сбережений в условиях кризиса считает приобретение недвижимости.

Доля депозитов физических лиц в денежных доходах, %

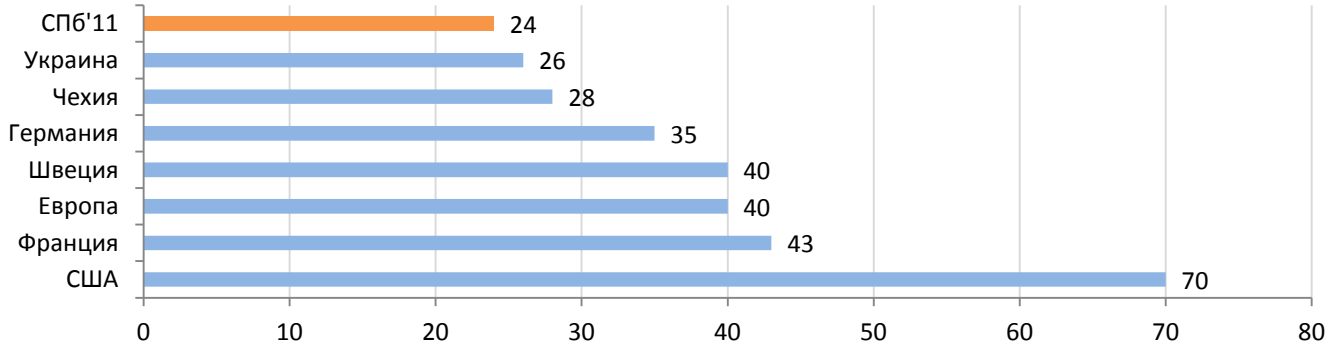


Источники: Росстат, ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»

Факторы, стимулирующие увеличение объема спроса

Базовый спрос. Спрос на жилую недвижимость в России обусловлен неудовлетворенной потребностью населения в жилье. Показатель количества жилой площади на человека в 2011 году в России составил 23,0 кв. м по сравнению с 40 кв. м на человека в Европе и 70 кв. м на человека в США. Развитие экономической ситуации и рост доходов населения приведет к тому, что большая часть жителей России будет улучшать свои жилищные условия. В Санкт-Петербурге жилой фонд составляет 24 кв. м на человека.

Жилой фонд, кв. м/чел., 2011 год

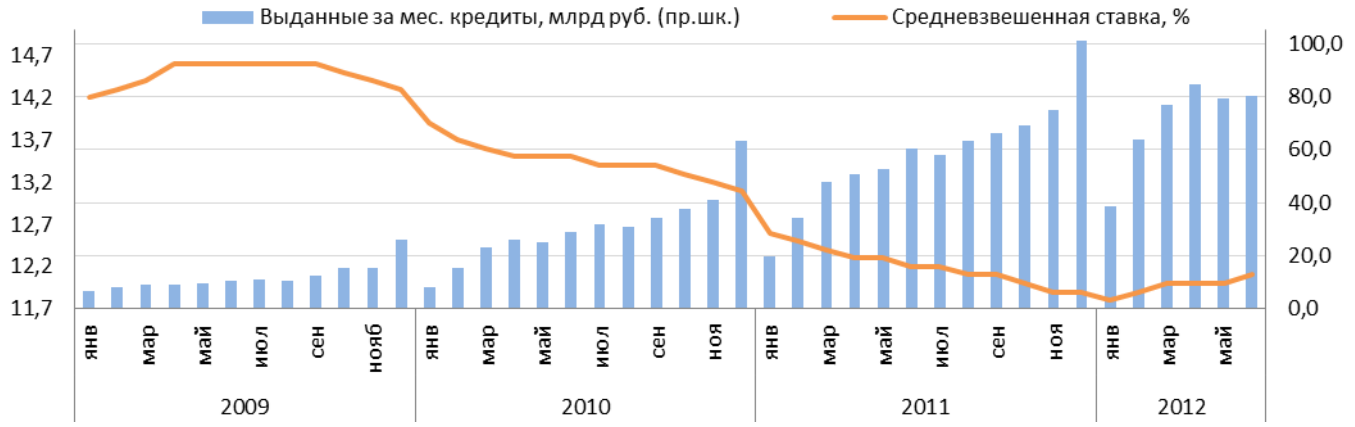


Источники: Росстат, национальные статистические агентства

Развитие ипотеки в России. Потенциал роста рынка недвижимости во многом зависит от деятельности банков, в частности, от суммы выдаваемых на покупку недвижимости кредитов. Поэтому доступность ипотечных кредитов является для развития рынка жилой недвижимости крайне важным фактором, который усиливает спрос на жилую недвижимость.

Несмотря на то, что в связи с мировым финансовым кризисом доступность банковских кредитов значительно снизилась, в 2011 году наблюдаются положительные тенденции в этой области – продолжилось снижение ставок по ипотечным кредитам и требований к первоначальному взносу. Справедливости ради стоит отметить, что в первом полугодии 2012 году ставки незначительно выросли – на 0,2 %.

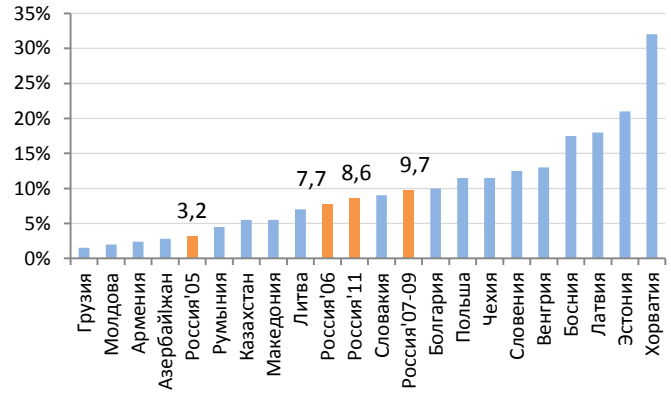
Динамика выданных ипотечных кредитов и средневзвешенных ставок в 2009-2011 гг.



Источники: ЦБ РФ

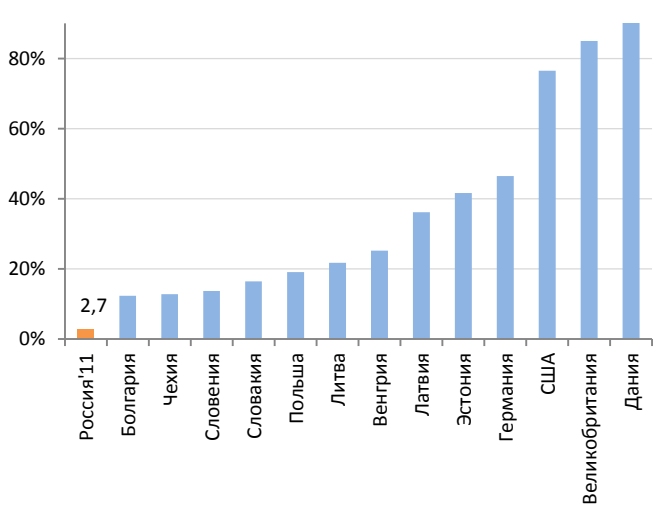
В целом рынок кредитования еще очень далек от насыщения. Подтверждением этому служит довольно низкий по сравнению с международными стандартами объем выданных физическим лицам кредитов: в 2011 году он составил около 160 млрд долл., что соответствует 8,6% ВВП (из них ипотечных кредитов – 50 млрд долл. или 2,7% ВВП).

Объем кредитов физическим лицам, % ВВП



Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

Объем выданных ипотечных кредитов, % ВВП



Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

«Обеление» заработной платы. Общая сумма денег на депозитах физических лиц в последнее время увеличивалась в среднем на 40% быстрее, чем номинальные доходы. Это объясняется существованием у населения «серых» доходов и значительных сумм наличных сбережений.

Мы ожидаем ускорения темпов «обеления» зарплат и, как следствие, удешевления и расширения кредитных ресурсов для населения. Конечно, экономический кризис внес свои коррективы в эту тенденцию, поскольку в кризисы доля теневой экономики всегда увеличивается. Тем не менее, в среднесрочной перспективе тенденция по обелению заработных плат продолжится.

Долгосрочная тенденция к снижению процентных ставок и увеличению размера официальных заработных плат приведут в совокупности к увеличению суммы ипотечного кредита, выдаваемого одному заемщику. Это, в свою очередь, приведет к увеличению объемов выданных ипотечных кредитов и увеличению спроса на жилую недвижимость.

Факторы, сдерживающие рост объема предложения

Стоит отметить, что из-за недостатка инвестиций в инфраструктуру в предыдущие годы (электричество, коммунальное хозяйство, дороги и пр.), а также сложности разработки и согласования проектов быстро увеличить объемы строительства не представляется возможным.

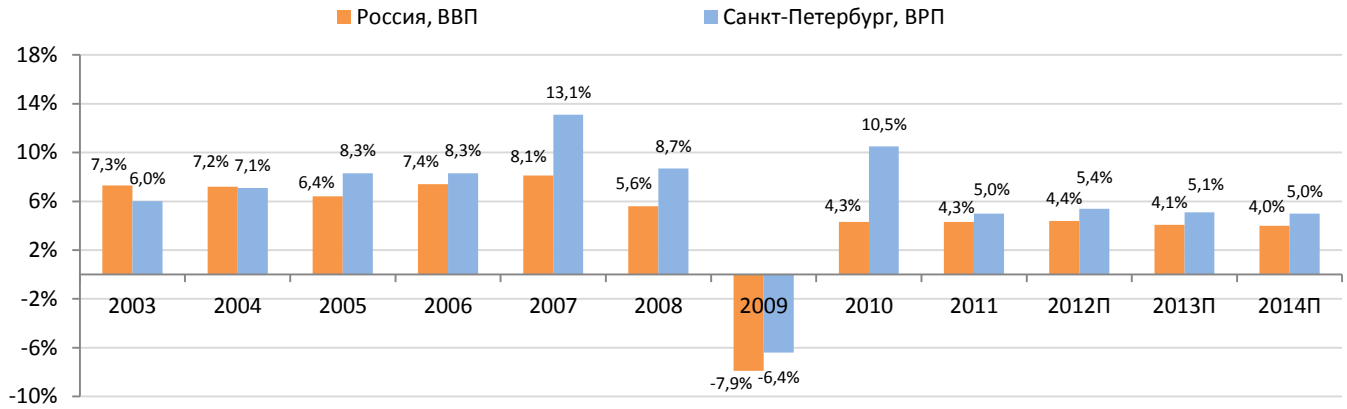
Согласно заявлениям правительства к 2015 году в России должно вводиться порядка 90 млн кв.м жилья. Даже если не учитывать выбытие (устаревание) жилого фонда, то при таких объемах строительства наша страна не достигнет текущего среднеевропейского уровня обеспеченности даже к 2020 году.

Особенности рынка недвижимости в Санкт-Петербурге

Место Санкт-Петербурга в экономике России. С численностью населения в 4,8 млн жителей Санкт-Петербург является вторым по величине городом России после Москвы (по официальным данным, в столице проживает 10,5 млн человек). Кроме того, Санкт-Петербург – второй по значимости розничный рынок в России, обладающий выгодным географическим положением: город находится на северо-западе России недалеко от границы с Финляндией и является «окном в Европу». Кроме того, среднедушевой доход жителя Санкт-Петербурга, так же как и валовой региональный продукт (ВРП) на душу населения, выше, чем в среднем по России.

Экономика Петербурга развивается быстрее, чем в среднем по России. По итогам 2011 года экономика Санкт-Петербурга, измеряемая валовым региональным продуктом, выросла на 5% по сравнению с ростом ВВП России на 4,3%. Если рассматривать период с 1999 года, то экономика Петербурга развивалась почти в 1,5 раза быстрее экономики России. В Петербурге ВРП на душу населения превосходит показатель ВВП на одного жителя России. Принимая во внимание прогнозы Минфина России относительно динамики ВВП России и планы международных корпораций по открытию в Санкт-Петербурге своих производственных подразделений, можно сделать вывод о том, что такая ситуация сохранится и в ближайшем будущем.

Экономика Санкт-Петербурга развивается быстрее экономики России

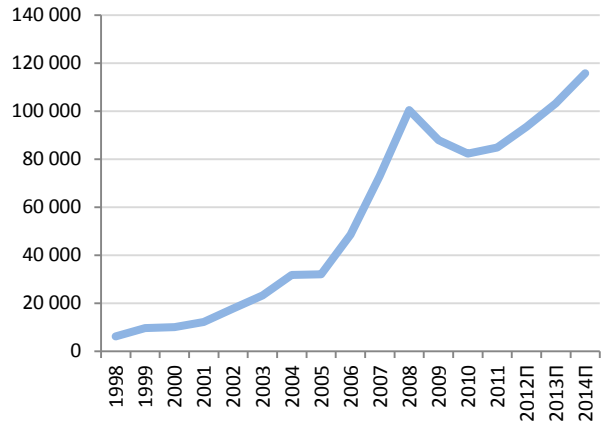


Источники: Росстат, Минфин, оценки УК «Арсагера»

Среднедушевой доход жителя Санкт-Петербурга на 25–30% выше среднедушевого дохода в среднем по России. Величина номинального дохода жителя Санкт-Петербурга в 2011 году составила 10 744 долл. (официальные доходы без учета теневой экономики), а в целом по России – 8 435 долл. К 2014 году средняя величина номинального дохода должна достичь, по нашим оценкам, 13 175 долл. в Санкт-Петербурге и 10 067 долл. в России. Рост доходов населения будет стимулировать спрос на недвижимость.

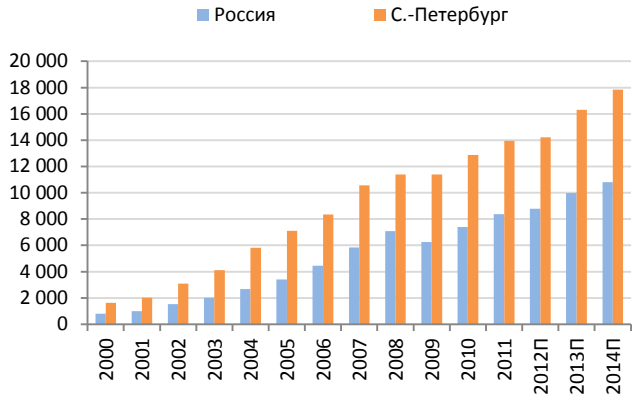
Мы считаем, что и в дальнейшем Санкт-Петербург будет продолжать развиваться быстрее, чем РФ в среднем, благодаря развитию автомобильной промышленности и крупным инвестиционным проектам, среди которых - возведение ЗСД, намыв территорий на Васильевском острове, развитие ОЭЗ и др.

Рост стоимости недвижимости в СПб в 1998-2014 гг., руб./кв. м



Источник: www.BN.ru

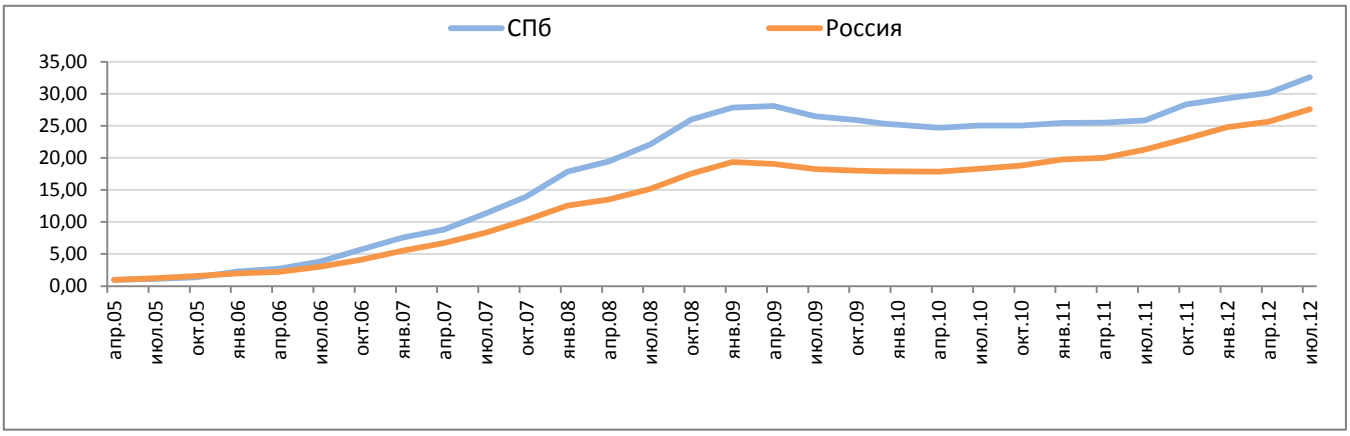
Величина доходов населения в России и в СПб, долл.



Источники: Росстат, оценки экспертов

Развитие ипотеки в Санкт-Петербурге. Темпы развития ипотечного кредитования в Санкт-Петербурге также опережают средние темпы по России. Только начиная с лета 2010 года, разница начала сокращаться. Но явление это временное, так как население Санкт-Петербурга исторически более консервативно оценивает экономические перспективы, что выражается в запаздывании восстановления темпов кредитования в городе по сравнению со страной в целом.

Индекс накопленного объема выданных жилищных кредитов



Источник: ЦБ РФ

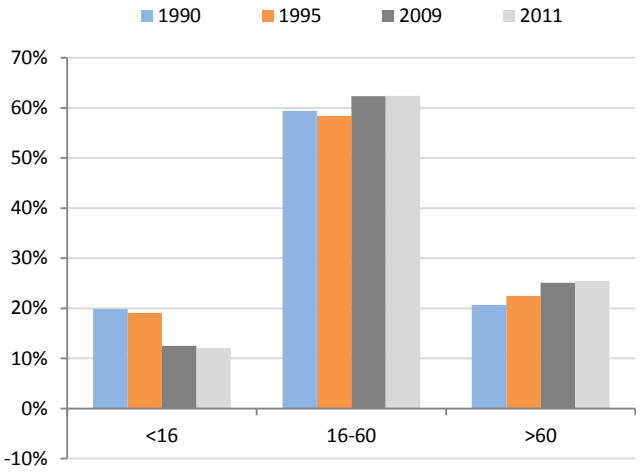
Факторы, дополнительно стимулирующие рост спроса

Изменение структуры населения Санкт-Петербурга. До недавнего времени в Санкт-Петербурге, как и в большинстве российских регионов, отмечалось снижение численности населения. Однако в последние годы численность населения города стабилизировалась. Важной тенденцией является изменение возрастной структуры населения. За последние 15 лет количество жителей в возрасте 16–60 лет в городе увеличилось: это экономически активная часть населения, и люди, принадлежащие именно к этой возрастной категории, приобретают недвижимость.

Несмотря на то, что наблюдалось снижение числа жителей в возрасте до 16 лет (что может привести к демографическим проблемам в будущем), в настоящее время Санкт-Петербург переживает подъем: уровень рождаемости в городе ниже среднего по России, но растет быстрыми темпами. Отчасти это объясняется тем, что городская экономика развивается быстрее, чем экономика страны в среднем. Жизненный уровень населения города

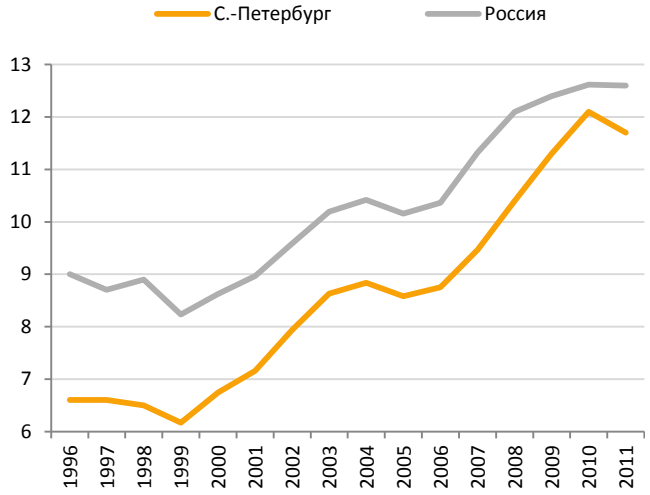
увеличивается, и мы считаем, что в среднесрочной перспективе данная тенденция сохранится. Относительно уровня рождаемости наши прогнозы столь же позитивны.

Распределение жителей Санкт-Петербурга по возрастным группам, % от общего кол-ва населения



Источники: Росстат

Уровень рождаемости из расчета на 1 000 человек

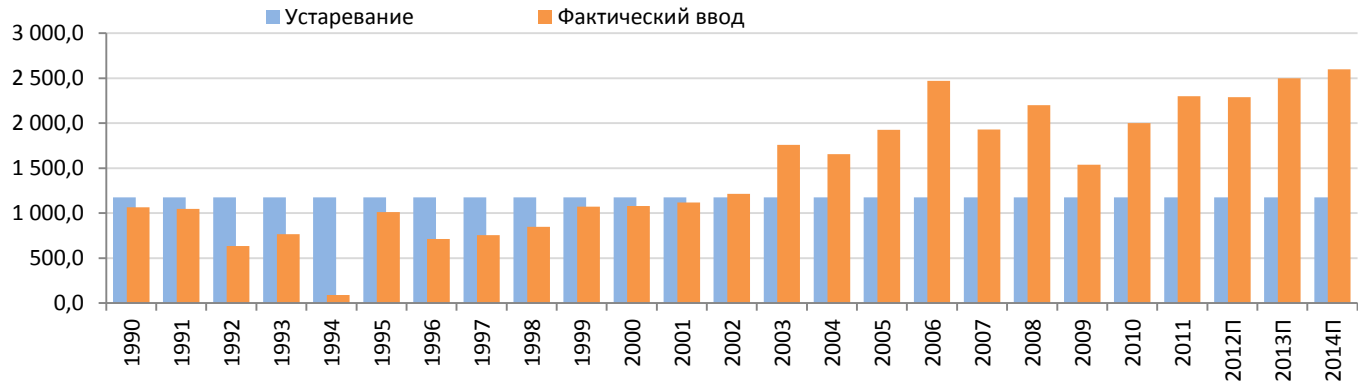


Источники: Росстат

Дальнейшему увеличению доли экономически активного населения будет способствовать и развитие экономики города: в Петербурге планирует разместить свои производства ряд иностранных автомобилестроительных компаний, часть из них уже приступили к производству. При этом за непосредственно автопроизводителями потянутся и их поставщики. Таким образом, в ближайшее время город станет автомобильным центром России.

Еще одним фактором, стимулирующим спрос на недвижимость, является то, что в аварийном состоянии (износ составляет 60% и более) находится порядка 25–30% жилого фонда Санкт-Петербурга. Это один из самых высоких показателей аварийного состояния жилого фонда в России. Поэтому на каждого петербуржца приходится менее 23,5 кв. м жилой пригодной для проживания площади.

Объем ввода нового жилья недостаточен для того, чтобы компенсировать устаревание старого, тыс. кв. м



Источники: Росстат, оценки УК «Арсагера»

Большой объем неудовлетворенного спроса со стороны населения предъявляется вследствие плохих жилищных условий большей части жителей Санкт-Петербурга, проживающих в квартирах, унаследованных еще с советских

времен. Вследствие того, что в переходный период объем ввода нового жилья был недостаточен даже для того, чтобы компенсировать износ старого, жилищные условия ухудшились еще больше. Только начиная с середины 2000-х годов жилой фонд города начал увеличиваться.

Сейчас население России пытается приблизить качество своей жизни к европейским стандартам, и проблемы нехватки жилых площадей и низкого качества жилья становятся особенно актуальными.

Для того чтобы жилой фонд в расчете на одного жителя Санкт-Петербурга увеличивался на 1 кв. м в год, необходимо вводить ежегодно 5,9 млн кв.м. жилья (4,8 млн человек – население города, 1,1 млн кв.м — ежегодное устаревание жилых площадей). В наиболее успешном для петербургских строителей 2007 году было введено 2,6 млн кв. м жилой площади.

Даже если, начиная с 2013 года, темпы нового строительства резко возрастут, например до 24% (как в наиболее успешные для строителей годы), то, по самым оптимистичным прогнозам, уровня Чехии (28 кв. м на человека) мы достигнем не ранее 2019 года.

Создание в городе свободной экономической зоны. Санкт-Петербург, благодаря своему географическому положению и перспективам дальнейшего развития рынка, привлекает как отечественных, так и иностранных инвесторов. Недавно появился еще один фактор, привлекающий внимание инвесторов к городу, – создание в Санкт-Петербурге свободной экономической зоны (СЭЗ). СЭЗ в Санкт-Петербурге специализируется на исследованиях и разработках в сфере IT-продуктов и оборудования.

Описание моделей и расчет динамики цен на рынке жилой недвижимости

ОАО «УК «Арсагера» прогнозирует изменение общей динамики цен на жилую недвижимость на основании модели оценки совокупного спроса и предложения, инфляционной модели и коэффициента доступности жилья.

Модель оценки совокупного спроса и предложения

Суть модели заключается в оценке совокупного спроса и предложения на рынке жилой недвижимости, сравнения этих двух величин и расчете прогнозной цены жилья.

Каждый год государство и население тратит средства на приобретение недвижимости. Государство приобретает жилье для социальных программ, военной ипотеки, расселения (при реализации градостроительных программ и ликвидации аварийного жилья). Население приобретает недвижимость с целью улучшения своих жилищных условий.

Эти покупки осуществляются на «новые деньги», которые приходят на рынок жилья и увеличивают платежеспособный спрос.

«Новые деньги» – это только те деньги, которые дополнительно вливаются на рынок жилья и увеличивают спрос. Рассмотрим примеры.

> **Пример 1.** Два жителя совершили обмен квартирами. Первый улучшил жилищные условия с доплатой, второй соответственно ухудшил, получив дополнительные деньги и потратив их. В этом случае «новых денег» на рынок не пришло. Несмотря на то, что первым были потрачены деньги на приобретение жилья, они были компенсированы, тем, что второй эти полученные деньги потратил. То есть, по большому счету эти потраченные 1-ым жителем деньги ушли на покрытие расходов 2-го жителя, а не на увеличение спроса на рынке жилья.
>
> **Пример 2.** Житель А улучшает свои жилищные условия, покупает новую квартиру на первичном рынке и при этом продает свою текущую квартиру жителю В, у которого не было до этого жилья в городе. При этом «новыми деньгами» жителя А, принесенными на рынок жилья, является разница в стоимости новой квартиры и старой квартиры. А «новые деньги» жителя В – это стоимость той квартиры, которую он купил у жителя А. То есть, по большому счету, «новые деньги» в нашем примере равны стоимости новой квартиры, купленной жителем А.
>
> **Пример 3.** Житель продает свою квартиру, а деньги расходует (например, уезжает из города или страны). В этом случае логично говорить не о притоке «новых денег», а об оттоке капитала с рынка жилой недвижимости. Потому что те деньги, которые зарабатывал этот житель, приобретая на них в том числе и жилье, он теперь будет зарабатывать в другом городе.

При катастрофическом нежелании населения улучшать свои жилищные условия объем «новых денег» даже может стать отрицательным. То есть спрос на жилье – это объем «новых денег», приходящих на рынок (при сокращении спроса «новые деньги» становятся меньше нуля – и это отток денег с рынка).

В нашей модели мы учитываем предложение по продаже квартир, которое может поступить со стороны населения (на вторичном рынке), как уменьшение «новых денег» (за счет увеличения потребления и оттока денег), а «предложением недвижимости» считаем только предложение первичного рынка.

То есть «новые деньги» – это те деньги, которые непосредственно пойдут на увеличение или уменьшение (если они с отрицательным знаком) спроса на жилье. Естественно, что эти «новые деньги» распределяются между первичным и вторичным рынками жилья, то есть поглощают объем вновь построенного жилья (предложения на первичном рынке) и влияют на текущую цену жилья на вторичном рынке.

Разберемся, как именно «новые деньги» и предложение нового жилья участвуют в ценообразовании. Вот несколько простых сценариев:

- **Объем «новых денег» РАВЕН объему предложения первичного рынка.** В этой ситуации количество «новых денег», потраченных на приобретение жилья, равно стоимости построенного жилья, оцененного по текущей стоимости. То есть спрос равен предложению, и цена в этом случае не изменится.
- **Объем «новых денег» МЕНЬШЕ объема предложения первичного рынка.** В этом случае объем денег, потраченных на покупку жилья, меньше стоимости вновь построенного жилья. Другими словами построили

больше, чем рынок способен купить по текущим ценам. При этом действительно будет наблюдаться падение цен на жилье, потому что застройщикам необходимо будет продавать жилье, и они будут снижать цену, чтобы в конечном итоге продать весь объем построенного жилья. Таким образом, снижение цен первичного рынка снизит и цены вторичного рынка.

Примечание: Следует отметить, что этот сценарий, как правило, не бывает длительным по времени, потому что при уменьшении спроса, застройщики через какое-то время начнут сокращать объемы строительства до уровня, соответствующего спросу. Исключение составляют «умирающие» города, в которых полностью отсутствует строительство.

- **Объем «новых денег» БОЛЬШЕ объема предложения первичного рынка.** В этой ситуации объем вновь построенного жилья не способен удовлетворить спрос в виде «новых денег», и это выливается в повышение цен первичного и вторичного рынка. Это типичная ситуация, которая существовала в России с начала 90-х годов. То есть при текущей, очень плохой обеспеченности населения жильем, объем денег, который расходуется на приобретение жилья, целиком покрывает объем существующего ввода, а оставшаяся часть денег идет на приобретение жилья на вторичном рынке. При этом соответственно повышаются цены вторичного, а за ним и первичного рынков.



Отдельно хотелось бы рассмотреть крайний случай, когда новое строительство отсутствует, то есть, ввода на первичном рынке нет. Если при этом «новые деньги» будут приходить на рынок жилья, то это неизбежно приведет к росту цен на вторичном рынке.

При этом совершенно неважно, какова будет себестоимость стройматериалов и строительства, пусть хоть в 10 раз упадет. Нового жилья не возводят, и цена стройматериалов никак не может повлиять на цены уже готового жилья.

Если же «новых денег» на рынке нет, то цена на жилье останется на том же уровне. Падение же цен на жилье возможно только в случае, если люди начнут массово ухудшать свои жилищные условия, то есть объем «новых денег» пришедших на рынок жилья, будет отрицательным, и будет означать деньги «ушедшие» с рынка.

Это значит, что желающих продать квартиру будет больше, чем желающих купить. Подобный сценарий может реализовываться в «умирающих» городах, в которых уменьшается население, и нет никакого потенциала развития.

В крупных городах (Москва, Санкт-Петербург и т.д.) сложно представить себе ситуацию, когда люди в массовом порядке продают жилье для того, чтобы «проесть» эти деньги.

Рассмотрим, каким образом рассчитывается тот объем «новых денег», который приходит на рынок жилья.

Оценка совокупного спроса

Каким образом появляются «новые деньги» и каким образом прогнозируется их величина? Рассмотрим, за счет чего в экономике в принципе могут появляться деньги для приобретения жилья. Оценим статьи, которые влияют на объем «новых денег», пришедших на рынок. Это:

- Изменение задолженности по кредитам физических лиц. То есть те деньги, которые получены в виде кредитов и расходуются, в том числе на приобретение недвижимости. Яркий пример – это ипотека. Если увеличивается объем ипотечного кредитования, то и увеличивается объем денег, которые приходят на рынок жилья (прогноз Центрального Банка).
- Отток/приток частного капитала в страну. Приток частного капитала приводит к увеличению потребления и вложений, в т.ч. На рынке недвижимости. Отток – наоборот (прогноз Центрального Банка).

Также на объем «новых денег» влияют доходы населения и та их часть, которая расходуется на приобретение жилья. Оценим ту часть денег, заработанных населением, которые будут использованы для приобретения жилья.

Все население страны получает совокупный доход (собственная оценка), часть из которого расходуется на:

- Обязательные платежи и взносы (собственная оценка).
- Покупку товаров и услуг (собственная оценка).

Полученная в остатке сумма является приростом финансовых активов или сбережениями. Сбережения также распределяются несколькими способами:

- Остаются в виде наличных рублей (прогноз Центрального Банка).
- На них может быть приобретена наличная валюта (прогноз Центрального Банка).
- Они могут быть положены в банк на депозит (прогноз Центрального Банка).
- На них могут быть приобретены ценные бумаги и в том числе доли в бизнесе (собственная оценка).
- На них может быть приобретена недвижимость (собственная оценка).



Более никаким образом население потратить свои сбережения не может.

Можно сделать прогноз относительно всех этих статей доходов и расходов, за исключением расходов на приобретение ценных бумаг и расходов на приобретение недвижимости. Следовательно, обратным счетом (решив уравнение) можно получить ту часть средств, которая будет израсходована на приобретение ценных бумаг и недвижимости.

Затем можно оценить то, какую долю в этом объеме занимает доля расходов на приобретение недвижимости, и получить тот объем денежных средств, который будет потрачен населением на приобретение жилья.

Описанные выше данные позволяют спрогнозировать, какой объем «новых денег» придет на рынок жилой недвижимости (Таблица 3.1).

Таблица № 3.1. Оценка расходов на приобретение жилья в РФ (Часть I), млн руб.

	2010	2011	2012П	2013П	2014П
ДОХОДЫ					
Денежные доходы населения	32 099 700	35 192 600	38 310 080	43 502 739	48 502 816
РАСХОДЫ					
Обязательные платежи и взносы	3 242 070	3 554 453	3 907 628	4 480 782	5 092 796
Покупка товаров и услуг	22 437 690	25 972 139	28 272 839	32 105 022	35 795 078
СБЕРЕЖЕНИЯ					
Прирост финансовых активов	6 419 940	5 666 009	6 129 613	6 916 936	7 614 942
1. Изменение вкладов ФЛ	2 333 079	2 053 315	2 605 085	3 045 192	2 813 163
ИТОГО вклады	9 818 048	11 871 363	14 476 448	17 521 640	20 334 803
2. Изменение кол-ва денег на руках населения	524 540	749 664	1 680 123	1 613 338	1 846 341
3. Приток частного капитала	-1 032 802	-2 193 192	-1 876 800	-815 000	-509 250
4. Изменение задолженности по кредитам	511 069	1 466 063	1 828 993	2 234 332	2 506 177
Задолженности по кредитам (суммарно)	4 084 821	5 550 884	7 379 877	9 614 208	12 120 385
5. Инвестиции в бизнес (в т.ч. ц/б)	1 250 253	351 138	159 805	9 514	328 798
6. Расходы на приобретение недвижимости	**1 790 335**	**1 784 763**	**1 636 793**	**3 668 224**	**4 623 566**

Расходы на приобретение недвижимости = доходы – расходы – (1) – (2) + (3) + (4) – (5)

Полученные результаты дают представление о том, какое количество денег может быть потрачено на приобретение жилой недвижимости в России. Исходя из исторических оценок доли в расходах на жилье, приходящихся на Петербург, и с учетом опережающего развития региона, мы оцениваем объем денег, которые придут на рынок недвижимости Санкт-Петербурга в 2011-2012 годах (Таблица № 3.2).

Таблица № 3.2. Расходы на приобретение недвижимости в Санкт-Петербурге, млн руб.

	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Расходы на приобретение недвижимости в РФ (Таблица № 3.1)	1 790 335	1 784 763	1 636 793	3 668 224	4 623 566
Доля Петербурга в общих расходах на приобретение недвижимости	7,26%	9,90%	12,50%	7,30%	6,60%
Расходы на приобретение недвижимости в Санкт-Петербурге	**129 983**	**176 692**	**204 600**	**267 780**	**305 155**

Оценка предложения первичного рынка

Мы спрогнозировали объем спроса со стороны населения на новое жилье в Санкт-Петербурге, теперь спрогнозируем тот объем предложения, который будет противопоставлен этому спросу.

При этом следует учесть, что некоторый объем жилья, построенного на первичном рынке, приобретает город для реализации различных программ, и это жилье не попадает на открытый рынок. Следовательно, так как мы учитываем только объем «новых денег» физических лиц, то и сопоставлять мы его будем только с тем объемом жилья, который попадает на открытый рынок.

Таблица № 3.3. Объем предложения жилья на первичном рынке Санкт-Петербурга

	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Предложение на открытом рынке, кв.м	2 000 000	2 300 000	2 300 000	2 500 000	2 600 000

Спрогнозировав, как объем спроса на недвижимость (то есть объем «новых денег»), так и объем предложения первичной (новой) недвижимости на открытом рынке, мы можем сделать прогноз, какова будет цена на жилье.

Прогнозирование цены жилья на вторичном рынке

Рассмотрим, на что могут быть потрачены «новые деньги», пришедшие на рынок жилья в прогнозном году.

- На поглощение предложения первичного рынка по средневзвешенной цене прогнозного года;
- На изменение цен вторичного рынка по средневзвешенной цене прогнозного года.

Очевидно, что «новые деньги», пришедшие на рынок, как-то распределятся между первичным и вторичным рынком, вызвав повышение или понижение цен. Предположим, что продажи на первичном рынке в течение года будут осуществляться равномерно и объем этих продаж будет примерно равен объему жилья, поступившего на открытый рынок.

Все продажи на первичном рынке будут осуществлены по средневзвешенной цене ($Р_П^Т$), которая установится в прогнозном году. Соответственно, и продажи на вторичном рынке также будут осуществляться по средневзвешенной цене ($Р_В^Т$).

Средневзвешенные цены первичного ($Р_П^Т$) и вторичного ($Р_В^Т$) рынка отличаются друг от друга на величину, примерно равную уровню процентных ставок для этого вида бизнеса, умноженную на средний срок, оставшийся до сдачи жилья (в годах). $Р_В^Т = Р_П^Т * (1+r * D)$, где r – процентная ставка, а D – средний срок до окончания строительства.

Оценивая оборот вторичного рынка и объем продаж первичного, можно определить распределение «новых денег» между этими рынками и рассчитать «равновесную цену» как для первичного, так и для вторичного рынков, при которой будет уравновешен объем первичного ввода и объем «новых денег». Эта цена и будет являться средневзвешенной ценой жилья в прогнозном году. Расчет осуществляется по следующей формуле:

$НД = V_П * P_П^T + V_В * (P_В^T – P_В^T\text{-}1)$, (1) где

НД – объем «новых денег» (Таблица № 3.2)

$V_П$ – объем первичного ввода, попавшего на открытый рынок (Таблица № 3.3)

$P_П^T$ – средневзвешенная цена продаж на первичном рынке в прогнозном году Т (неизвестная величина, зависящая от $P_В^T$)

$V_В$ – оборот вторичного рынка. Он, как правило, постоянен и составляет некоторую долю от объема жилого фонда. Годовой оборот вторичного рынка по сути иллюстрирует, насколько часто среднестатистический житель города меняет жилье. Для Санкт-Петербурга в последние годы этот показатель находится на уровне 2,5% от объема жилого фонда в год (Таблица № 3.4).

$P_В^T – P_В^{T-1}$ – разница средневзвешенных цен вторичного рынка в прогнозном годе Т и годе Т-1, которая определяет величину изменения цен вторичного рынка ($P_В^T$ – неизвестная величина; $P_В^{T-1}$ – см. Таблицу № 3.4).

$V_П * P_П^T$ – это объем денег, который будет потрачен для поглощения объема первичного рынка и в том числе на увеличение его цены.

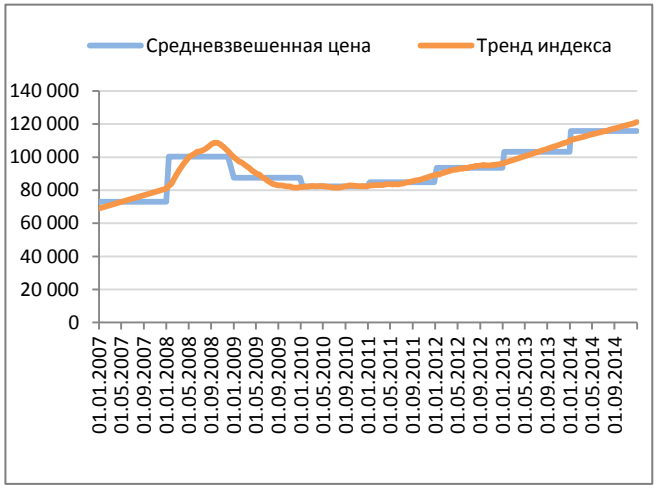
$V_В * (P_В^T – P_В^{T-1})$ – это объем денег который пойдет на изменение цен вторичного рынка.

Отдельно стоит отметить, что мы прогнозируем не цены на конец прогнозного года, а именно СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ цены первичного и вторичного рынков в прогнозном году, потому что мы не знаем, как именно распределится спрос и предложение внутри года. На основе этого прогноза мы оцениваем возможные варианты изменения цен и делаем заключение о ценах на конец года.

Таблица № 3.4. Прогноз цен вторичного рынка жилья Санкт-Петербурга

	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Объем предложения на открытом рынке первичного жилья в СПб, млн кв. м	2,0	2,3	2,3	2,5	2,6
Объем «новых денег» на рынке, млн руб.	129 982	176 721	204 600	267 780	295 908
Объем жилого фонда СПб, тыс. кв. м	112 900 000	115 289 867	117 634 996	120 628 022	123 339 049
Объем оборота вторичного рынка (процент от объема жилья)	2,0%	2,3%	2,4%	2,6%	2,6%
«Новые деньги» на первичном рынке, млн руб.	143 385	169 260	183 600	228 260	261 588
«Новые деньги» на вторичном рынке, млн руб.	- 13 403	7 461	21 000	39 520	34 320
Средневзвешенная цена кв. м на вторичном рынке, руб.	**82 258**	**84 894**	**93 538**	**103 184**	**115 735**
Изменение индекса средневзвешенных цен на вторичном рынке	**-6,47%**	**3,20%**	**10,18%**	**10,31%**	**12,16%**
Цена кв. м на вторичном рынке СПб на конец года, руб.	**82 256**	**89 086**	**96 153**	**110 013**	**121 222**
Изменение индекса цены на вторичном рынке	**0,44%**	**8,30%**	**7,93%**	**14,42%**	**10,19%**

Прогноз индекса цен вторичного рынка жилья на 2012–2014 годы, руб.



Источник: www.BN.ru, прогноз УК «Арсагера»

С помощью прогноза изменения средневзвешенных цен и отталкиваясь от текущей ценовой конъюнктуры, можно построить следующий прогноз тренда индекса цен на жилье на 2012–2014 годы.

Наш прогноз средних цен на жилую недвижимость в Петербурге, отражает наше мнение о предполагаемой динамике именно средних цен по Санкт-Петербургу. Данный прогноз не учитывает влияние структурного сдвига в предложении жилья. В частности в последнее время все большое количество предлагаемого на продажу жилья концентрируется на окраинах города или даже на территории Ленинградской области, где стоимость квадратного метра априори ниже аналогичного показателя в районах, прилегающих к центральной части города.

Пример:

Чтобы в большей степени донести физический смысл, на простом примере проиллюстрируем работу модели спроса и предложения. Сделаем несколько предположений относительно входных параметров модели:

- Объем жилого фонда города составляет 1000 кв. м.
- Объем вторичного рынка составляет 5% от объема жилого фонда в год. То есть 50 кв. м в год.
- Объем первичного ввода составит 20 кв. м жилья в прогнозном году.
- Средняя цена квадратного метра жилья в прошлых годах составляла 10 рублей за 1 кв. м.
- Дисконт в цене между первичным и вторичным рынками жилья составляет 20%.
- Город не покупает новое жилье.
- Прогнозный объем новых денег, который придет на рынок составляет 500 рублей.

Используя формулу (1) можно вывести следующее соотношение.

$НД = V_П * P_П^T + V_В * (P_В^T - P_В^{T-1})$ (1)

$500 = 20 * X * 0,8 + 50 * (X – 10)$, где X – средневзвешенная цена текущего года.

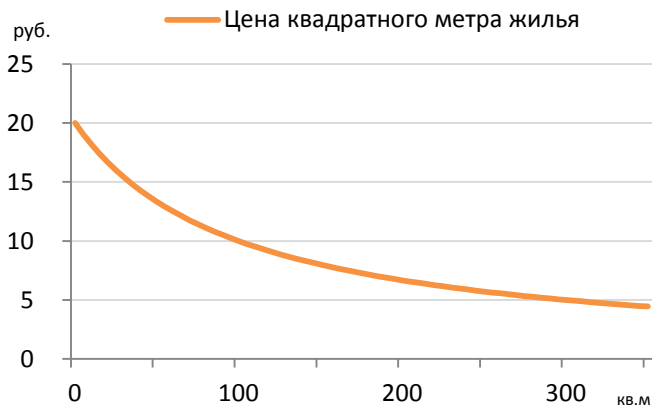
Таким образом, отсюда выражается X, который равен 15,15

То есть при указанных нами условиях цена жилья вырастет в прогнозном году на 51,5%.

Объем новых денег распределится между рынками следующим образом: 242,4 рубля на первичный рынок, и эта сумма пойдет на приобретение нового жилья, в том числе и на повышение его цены. При этом на вторичный рынок распределится 257,6 рублей, которые целиком пойдут на повышение цен вторичного рынка.

Проиллюстрируем этот пример соответствующим графиком, на котором покажем зависимость между ценой за квадратный метр и объемом ввода жилья. Предположим, что объем новых денег на рынке постоянен и равен 1000 рублей, цена жилья прошлого года составляет 10 рублей за квадратный метр, а оборот вторичного рынка 100 квадратных метров в год. При этом на горизонтальной оси будет обозначен объем ввода жилья, а на вертикальной цена, установленная в результате такого ввода. Стоит отметить, что вогнутость графика зависит от соотношения первичного и вторичного рынков. Чем больше доля первичного рынка ко вторичному, тем большее влияние объем ввода оказывает на изменение цен, и тем более выпуклым становится график.

Влияние объема ввода жилья на цены на недвижимость



Очевидно, что цена в прогнозном году остается на том же уровне в 10 рублей, если объем новых денег равен объему первичного рынка

(1000 = 10*100). То есть спрос равен предложению. Так же очевидно, что для того чтобы цена увеличилась вдвое (до 20 рублей), необходимо ввести на 100 кв. метров жилья меньше (то есть ноль), чем при равновесной цене в 10 рублей. А для того, чтобы цена уменьшилась вдвое, необходимо ввести на 200 квадратных метров жилья больше чем при равновесной цене (то есть 300 кв. метров).

Из этого примера можно сделать вывод о том, что, так как зависимость объема ввода жилья и цен не линейна, то для того, чтобы цена на жилье начала уменьшаться, необходимо серьезно увеличивать объем ввода, а для того, чтобы цена на жилье начала расти, достаточно незначительно уменьшить объем нового строительства.

Коэффициент доступности жилья

Модель прогнозирования цен на недвижимость на основе коэффициента доступности жилья позволяет делать среднесрочный прогноз цен на жилую недвижимость. Коэффициент доступности жилья (отношение среднегодового дохода домохозяйства к средней стоимости жилья) позволяет определить относительную стоимость жилья в регионе.

Оценка коэффициента доступности жилья позволяет оценить адекватность результатов модели спроса и предложения. Это означает, что на основе только данной модели прогноз осуществить невозможно.

ОАО «УК «Арсагера» подготовила прогноз стоимости жилья до 2014 года включительно в среднем по России и по Санкт-Петербургу.

Таблица № 3.5. Прогноз жилого фонда, млн кв. м

Регион	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Россия	3 002	3 063	3 127	3 187	3 235	3 298	3 365	3 439	3 521
СПб	102,5	105,6	107,9	109,9	112,9	115,3	117,6	120,6	123,3

Источник: информация Федеральной службы статистики (www.gks.ru), прогнозы УК «Арсагера»

Таблица № 3.6. Прогноз демографической ситуации, тыс. чел.

Регион	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Россия	142 221	142 009	141 904	141 909	141 900	141 900	141 900	141 800	141 700
СПб	4 571	4 568	4 582	4 582	4 600	4 600	4 600	4 600	4 600

Источники: информация Федеральной службы статистики (www.gks.ru), оценки УК «Арсагера»

Таблица № 3.7. Прогноз нормативов жилой недвижимости на человека, кв. м/чел.

Регион	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Россия	21,1	21,6	22,0	22,5	22,8	23,2	23,7	24,2	24,8
СПб	22,4	23,1	23,6	23,9	24,0	24,0	24,5	25,1	25,7

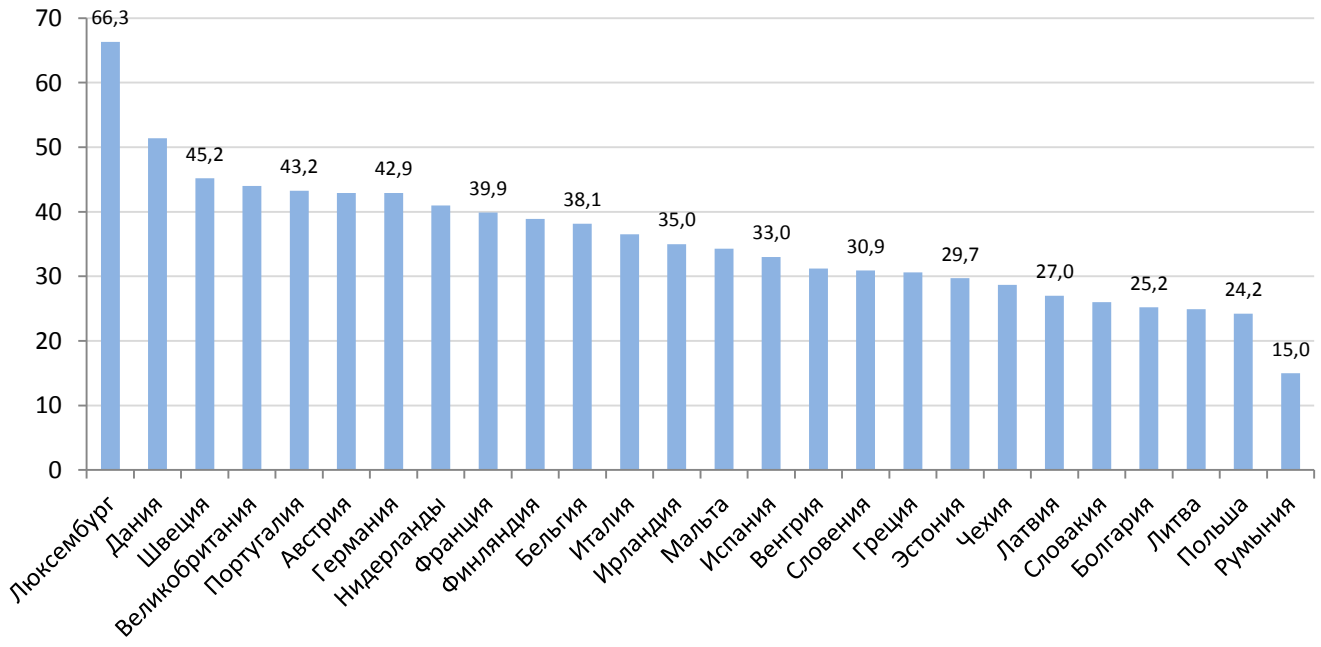
Источники: информация Федеральной службы статистики (www.gks.ru), прогнозы УК «Арсагера»

Стоит отметить, что из-за недостатка инвестиций в инфраструктуру в предыдущие годы (электричество, коммунальное хозяйство, дороги и пр.), а также сложности разработки и согласования проектов быстро увеличить объемы строительства не представляется возможным.

Согласно заявлениям правительства к 2015 году в России должно вводиться порядка 90 млн кв.м жилья. Даже если не учитывать выбытие (устаревание) жилого фонда, то при таких объемах строительства наша страна не достигнет текущего среднеевропейского уровня обеспеченности даже к 2020 году.

На наш взгляд, прогнозы правительства не отражают высокую степень износа жилищного фонда, который, по различным оценкам, доходит до 60%. Заметим также, что в наших оценках заложен достаточно пессимистичный прогноз развития демографической ситуации, при том что значительные усилия на государственном уровне направлены на увеличение рождаемости.

Статистика по объему жилья на человека в Европе, кв. м/чел.



Источники: расчеты УК «Арсагера», Housing Statistics in the European Union

Средние доходы домохозяйств до 2015 года включительно прогнозируются на базе оценок МЭР среднесрочного развития российской экономики. При построении прогноза использованы следующие предпосылки:

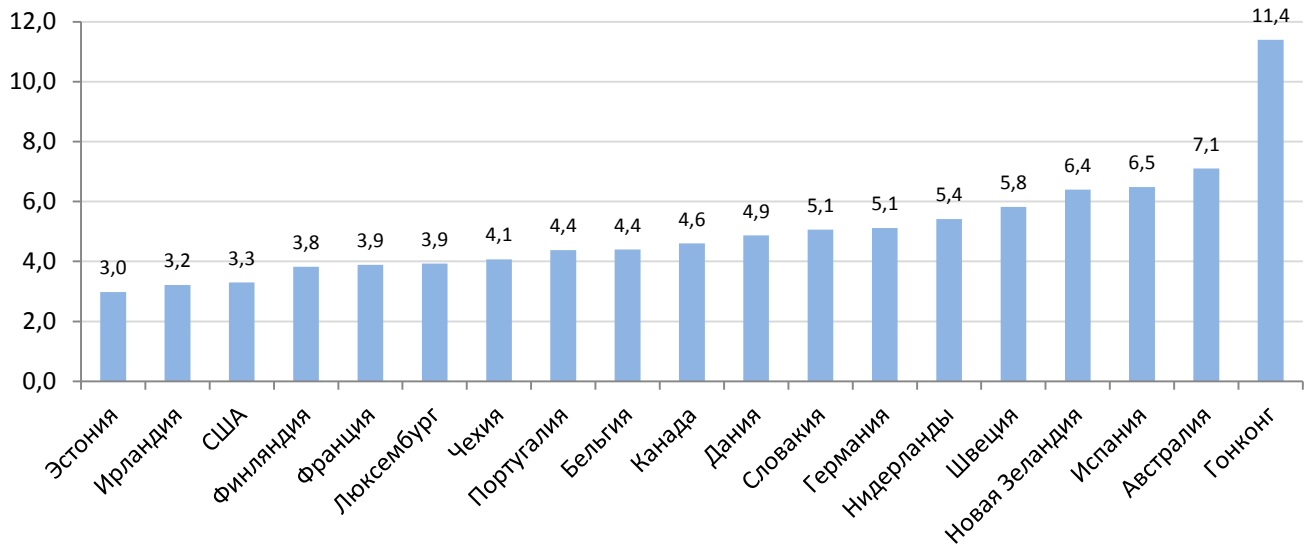
- Количество человек в домохозяйстве — 2,8 *(поданным UNECE The Statistical Yearbook of the Economic Commission for Europe 2005 – Average household size);*
- средняя площадь жилья домохозяйства — 55 кв. м *(исходя из среднего значения площади на человека и учета количества человек в одном домохозяйстве).*

Прогноз стоимости жилья строится на основе модели спроса и предложения.

Затем, полученные прогнозные значения коэффициента сопоставляются с показателями других стран с учетом следующих факторов:

- мощного базового спроса на жилье, обусловленного неудовлетворенной потребностью населения в жилье;
- долгосрочной тенденции к снижению уровня процентной ставки и росту объемов ипотеки (на конец 2011 года отношение всех ипотечных кредитов на жилье в России к ВВП составляло по данным ЦБ РФ 2,7%, что гораздо меньше показателей развитых стран).

Коэффициент доступности жилья в странах Европы



Источники: Евростат, расчеты УК «Арсагера»

Согласно нашим расчетам в 2014 году коэффициент доступности жилья примет следующие значения:

- Россия –3,1;
- Санкт-Петербург – 4,1.

На базе этих предпосылок рассчитан прогноз стоимости жилья в России и в Санкт-Петербурге до 2014 года включительно.

Таблица № 3.8. Прогноз коэффициента доступности жилья

Показатель	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П
Население, тыс. чел.	141 900	141 900	141 900	141 900	141 800	141 800
ВВП, млрд руб.	38 797	44 491	54 586	59 859	67 973	75 786
Доходы населения, млрд руб.	28 452	32100	35 193	38 310	43 503	48 503
Доход на человека, руб./год	200 510	226 214	248 010	269 979	306 789	342 051
ВВП на человека, руб./год	273 412	313 541	384 677	421 843	479 358	534 455
Доход на человека + теневая экономика, руб./год	267 346	301 618	322 091	337 474	383 487	427 564
Доход домохозяйства в год, руб.						
по России	748 569	844 531	901 854	944 928	1 073 763	1 197 178
по Санкт-Петербургу	1 012 820	1 094 822	1 148 640	1 214 987	1 392 793	1 567 900
Коэффициент доступности жилья						
в России	3,9	3,9	2,9	3,1	3,1	3,1
в Санкт-Петербурге	4,8	4,1	4,1	4,2	4,1	4,1
Стоимость квартиры (55 кв. м), руб.						
в России	2 909 225	3 299 890	2 653 365	2 918 702	3 327 320	3 726 598
в Санкт-Петербурге	4 837 351	4 524 209	4 669 194	5 144 572	5 675 141	6 365 420
Процентное изменение стоимости жилья						
в России	-6,4%	13,4%	-19,6%	10,0%	14,0%	12,0%
в Санкт-Петербурге	-12,4%	-6,5%	3,2%	10,2%	10,3%	12,2%

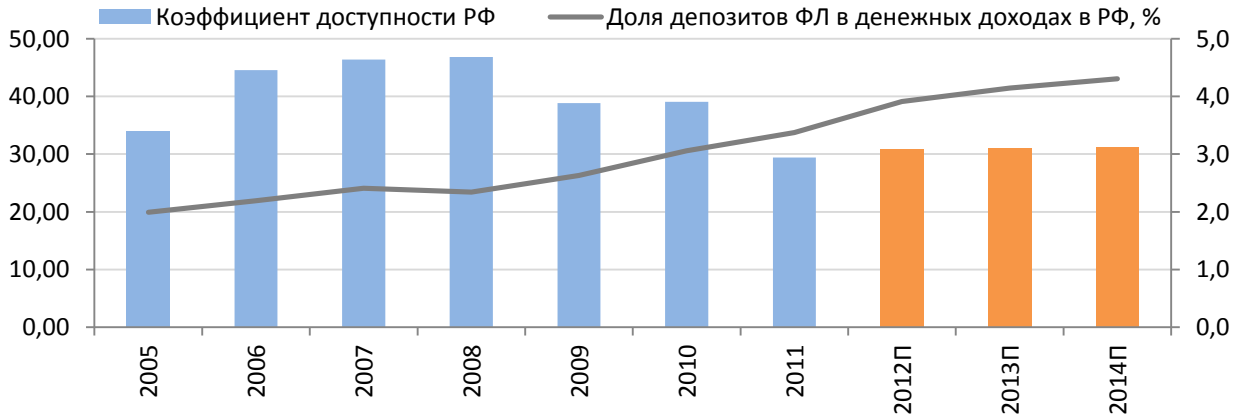
Объяснить отсутствие роста цен на недвижимость, выраженных в доходах населения, можно не большим предложением жилой недвижимости (строительным компаниям придется сильно постараться, чтобы закончить в срок все заявленные проекты), а скорее консервативной моделью поведения населения, заложенной в наши прогнозы. Мы считаем, что в условиях затяжного характера долгового кризиса в странах с развитой экономикой России не стоит рассчитывать на большой приток иностранного капитала, и, как следствие, на значительное

увеличение объема инвестиций в отечественной экономике и темпов экономического роста. На этом фоне мы не ожидаем роста склонности населения к существенному увеличению потребления.

Ситуация может измениться только с изменением экономической политики государства (имеется ввиду создание внутренних источников инвестиций в качестве альтернативы текущей нацеленности исключительно на приход иностранных инвестиций), но пока мы не видим никаких предпосылок к такому изменению.

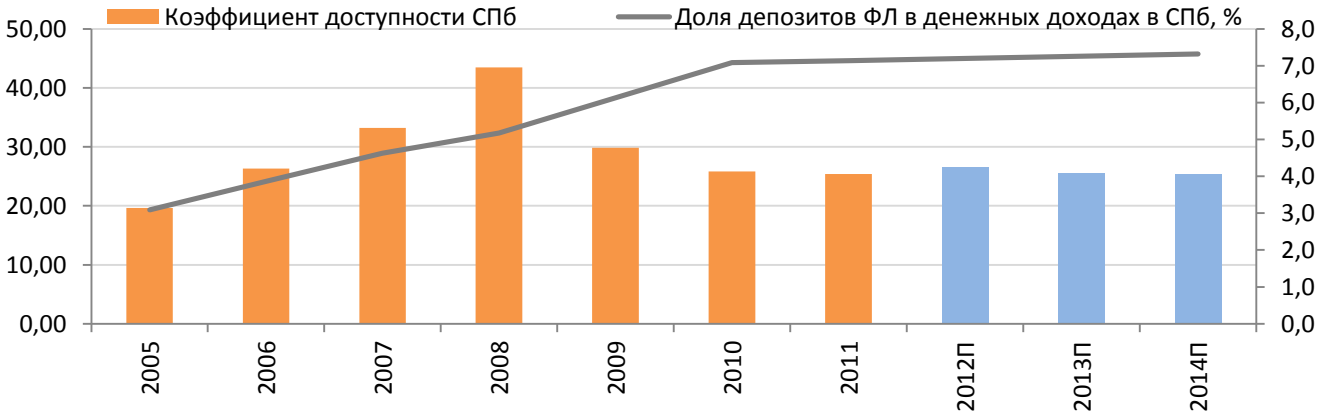
Поэтому мы ожидаем, что привычная картина, когда с ростом депозитов увеличивалась и стоимость недвижимости, выраженная в доходах населения, может измениться (даже несмотря на то, что в России согласно опросам недвижимость воспринимается как такой же надежный инструмент сохранения сбережений как депозит в банке). Население в условиях неуверенности в будущих доходах может предпочесть более ликвидную форму сбережений.

Коэффициент доступности жилья в России и доля депозитов физических лиц[3]



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Коэффициент доступности жилья в Санкт-Петербурге и доля депозитов физических лиц



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»

Инфляционная модель

Инфляционная модель позволяет спрогнозировать изменение себестоимости строительства. Методика предполагает определение всех затратных статей строительства и расчет количества каждого из компонентов затрат, приходящихся

[3] Доля депозитов физических лиц – это показатель, измеряющий соотношение депозитов на одного человека к среднегодовому доходу на человека. Иными словами, если доля депозитов составляет 25%, это значит, что четверть своего годового дохода у человека находится в банке на депозите.

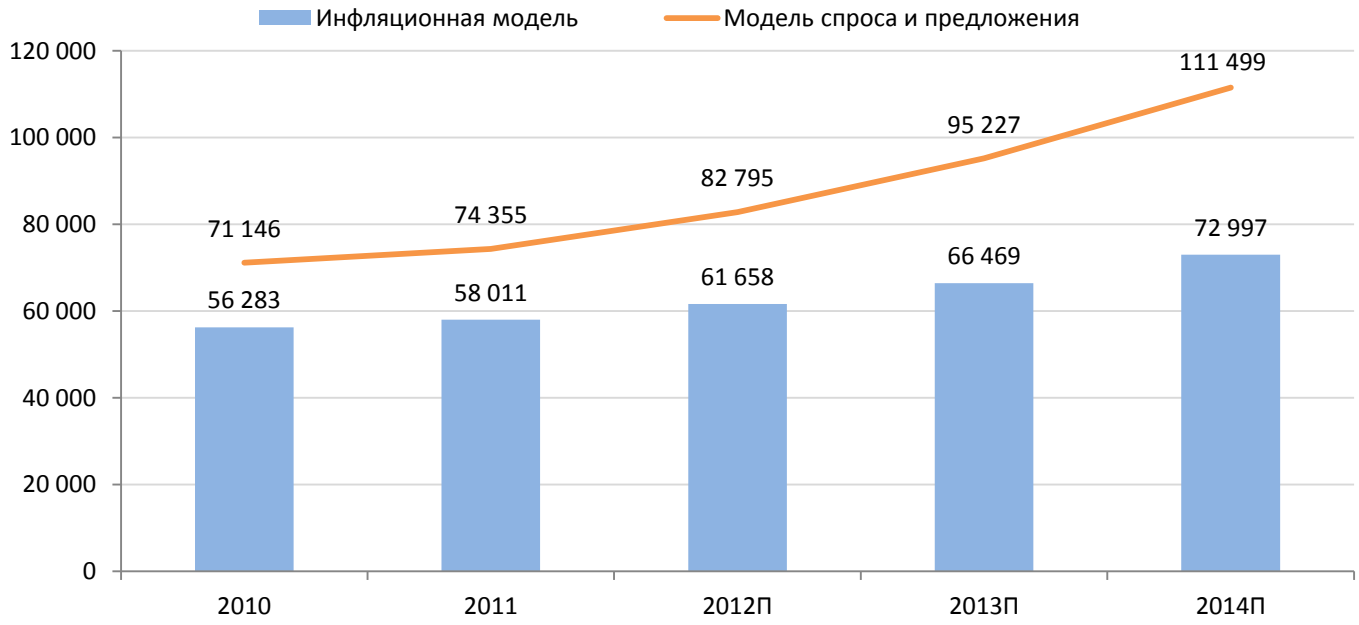
на квадратный метр построенной площади. Эта модель позволяет определить нижнюю границу цены квадратного метра жилой недвижимости, поскольку застройщики в среднем и долгосрочном периоде не будут продавать построенную недвижимость по цене ниже себестоимости, увеличенной на величину минимально допустимой рентабельности. Необходимо отметить, что отдельные строительные компании, испытывающие трудности с финансированием строительства могут продавать квартиры по цене себестоимости. В расчетах принимает участие «синтетический» квадратный метр, отражающий структуру нового строительства.

Таблица № 3.9. Оценка себестоимости строительства кв. м

	2010	2011О	2012П	2013П	2014П
Проектирование	1 665	1 785	1 910	2 028	2 180
СМР и материалы	24 738	25 670	27 878	30 052	32 787
Приобретение права на землю	6 008	6 008	6 008	6 910	8 090
Инженерное обеспечение	4 643	4 977	5 325	5 656	6 080
Общехозяйственные расходы	1 923	2 061	2 206	2 342	2 518
Проценты по кредитам	3 329	2 830	2 547	2 292	2 292
Коммерческие расходы	3 822	4 097	4 384	4 656	5 005
Страхование	2 814	3 016	3 359	3 863	4 523
СЕБЕСТОИМОСТЬ	**48 942**	**50 444**	**53 616**	**57 799**	**63 476**
Минимальная требуемая рентабельность	7 341	7 567	8 042	8 670	9 521
Стоимость квадратного метра с учетом рентабельности	**56 283**	**58 011**	**61 658**	**66 469**	**72 997**
Процентное изменение стоимости жилья		3,1%	6,3%	7,8%	9,8%

Средняя цена квадратного метра на первичном рынке на 20 августа 2012 года – 84 300 руб./кв. м (по данным www.BN.ru).

Цена кв.м жилой недвижимости в Санкт-Петербурге на первичном рынке



Источники: прогнозы УК «Арсагера»

В условиях, когда спрос превышает предложение, инфляционная модель теряет свою актуальность, поскольку фактическая цена на рынке недвижимости значительно превышает себестоимость. Итак, мы спрогнозировали изменение индекса цен на рынке жилой недвижимости. Однако это не единственная составляющая получения дохода от инвестиций в жилую недвижимость. Рассмотрим два случая.

В случае покупки недостроенного жилья доход состоит из этапности строительства, а также из изменения индекса цен на недвижимость. Иными словами, готовую квартиру можно продать дороже строящейся, а также рыночная цена готового жилья за время достройки объекта меняется.

В случае покупки готовой квартиры доход состоит из арендной платы и изменения индекса цен на недвижимость.

Следующие два раздела и будут посвящены соответственно расчету доходности инвестирования в строящуюся недвижимость, а также в рентную недвижимость.

Анализ сектора строящейся недвижимости и определение доходности от этапности

Особенности строящейся недвижимости как класса активов

Доходность инвестиций в строящуюся жилую недвижимость зависит от:

- общего изменения уровня цен на жилую недвижимость (индекс недвижимости);
- увеличения строительной готовности объекта (этапности строительства).

Доходность от увеличения строительной готовности объекта объясняется разницей в цене продажи недостроенной квартиры и аналогичной готовой квартиры на вторичном рынке.

Существование данной разницы можно объяснить с двух точек зрения:

- с точки зрения потенциального покупателя – физического лица, цель которого – удовлетворить собственную потребность в жилье;
- с точки зрения застройщика, рассматривающего продажу строящегося жилья как источник финансирования текущей деятельности.

С точки зрения покупателя, данная разница существует из-за возможности выбора между двумя вариантами:

- купив строящуюся квартиру, покупатель вынужден арендовать жилье как минимум до момента сдачи дома, что влечет дополнительные издержки на уровне 5–7% годовых от среднегодовой стоимости жилья;
- покупая готовую квартиру, покупатель может жить в ней сразу, не принимая на себя дополнительных издержек. Следовательно, доходность вложений в готовые или строящиеся объекты должна отличаться как минимум на величину арендной ставки в год. Приобретая строящееся жилье, покупатель принимает на себя риски, связанные с застройщиком, как то: риски «недостроя», затягивания сроков строительства и пр. Это в свою очередь увеличивает доходность от строительной готовности по сравнению с доходностью аренды.

С точки зрения застройщика, для строительства могут привлекаться либо банковские кредиты, либо деньги дольщиков. В настоящее время застройщики в целом не обладают достаточным собственным капиталом для строительства домов без привлечения сторонних средств.

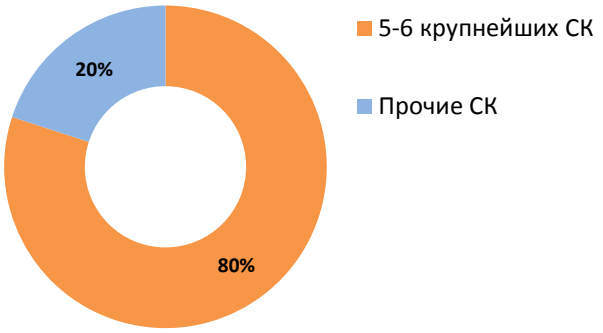
- В условиях кризиса стоимость кредитов для большинства застройщиков остается высокой, при этом банки являются жесткими кредиторами, требующими соблюдения определенных ограничений, и в случае, например, затягивания сроков строительства у застройщиков могут возникать сложности. Имущество, закладываемое в качестве обеспечения полученных в банке кредитов, например земельные пятна или часть квартир в строящемся доме, не может быть пущено в оборот, что также негативно сказывается на деятельности застройщика.
- Привлекая деньги дольщиков, застройщик имеет существенно меньшие ограничения по временным рамкам, к тому же дольщикам не требуется предоставлять обеспечение под вносимые средства. Продажа строящихся квартир позволяет застройщикам распределить продажи равномерно в течение всего срока строительства, снижая тем самым риск плохой конъюнктуры на рынке, что в полной мере могло бы проявиться в случае одномоментного выставления в продажу всего объема готовых квартир по окончании строительства.

Таким образом, с точки зрения застройщика, деньги дольщиков являются более гибким инструментом, что позволяет этому инструменту быть более дорогим по сравнению с кредитами. Следует отметить, что для небольших строительных компаний банковское кредитование зачастую недоступно, что делает для них средства дольщиков единственным источником финансирования. Это приводит к дополнительной премии для покупателя в цене продажи строящихся квартир, что отражается на ценах первичного рынка в целом.

Специфика рынка строящейся недвижимости Санкт-Петербурга

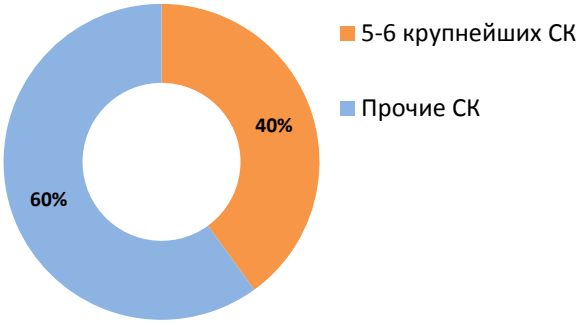
Сегментация рынка по застройщикам. В отличие от рынка недвижимости Москвы, где 70–80% рынка строящейся жилой недвижимости контролируется несколькими олигополиями, на рынке Санкт-Петербурга такой же монополизации не наблюдается. По нашим оценкам, на рынке Петербурга на пятерку крупнейших застройщиков приходится лишь около 40% рынка.

Рынок Москвы



Источники: данные строительных компаний

Рынок Санкт-Петербурга



Источник: СоюзПетроСтрой

В Москве немного застройщиков, клиенты знают, какие из них надежные, а какие – нет. В Санкт-Петербурге ситуация иная: поскольку на рынке оперируют большое количество застройщиков, не будучи профессионалом, сложно адекватно их оценить. Поэтому клиентам целесообразнее обращаться к профессионалам, занимающимся рынком строящейся недвижимости Санкт-Петербурга во избежание различных неприятных ситуаций.

Прогноз доходности от этапности строительства в Санкт-Петербурге

Надежность застройщика, его известность покупателям, сотрудничество с банками по ипотечным программам неминуемо отражаются на премии за этапность, которая заложена в цене продажи. Ниже приведен прогноз доходности от этапности строительства, исходя из проведенного нами анализа в рамках ранжирования по застройщикам Санкт-Петербурга, осуществляемого компанией.

Таблица № 4.1. Прогноз доходности от этапности строительства

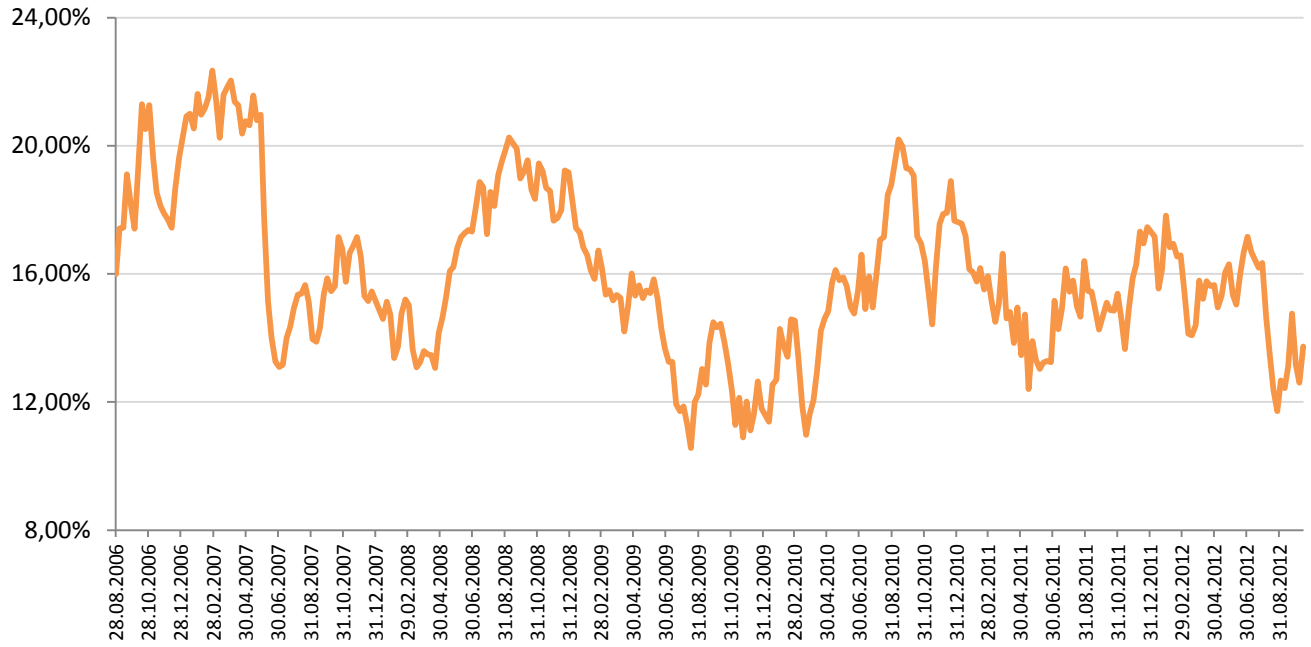
Группа* застройщика	Арендная ставка, % годовых	Премия за риск застройщика, % годовых	Доходность, % годовых
7.1	5–7	5–10	10–17
7.2	5–7	10–15	15–22
7.3	5–7	15+	20+

* Согласно ранжированию застройщиков по надежности в соответствии с методикой ОАО «УК «Арсагера».

В условиях дефицита финансирования застройщики с целью стимулирования продаж предлагали существенные скидки, что приводило к росту доходности от этапности до 20%. Мы считаем, что такая ситуация имела место только в 2009 году. На сегодняшний день, из-за уменьшения дисконта между первичным и вторичным рынками, доходность от этапности находится на нижней границе указанного в таблице диапазона.

Следует отметить, что в зависимости от рыночной конъюнктуры доходность от этапности может колебаться из-за изменений цен первичного рынка.

Премия средней цены кв. метра вторичного рынка к первичному, %

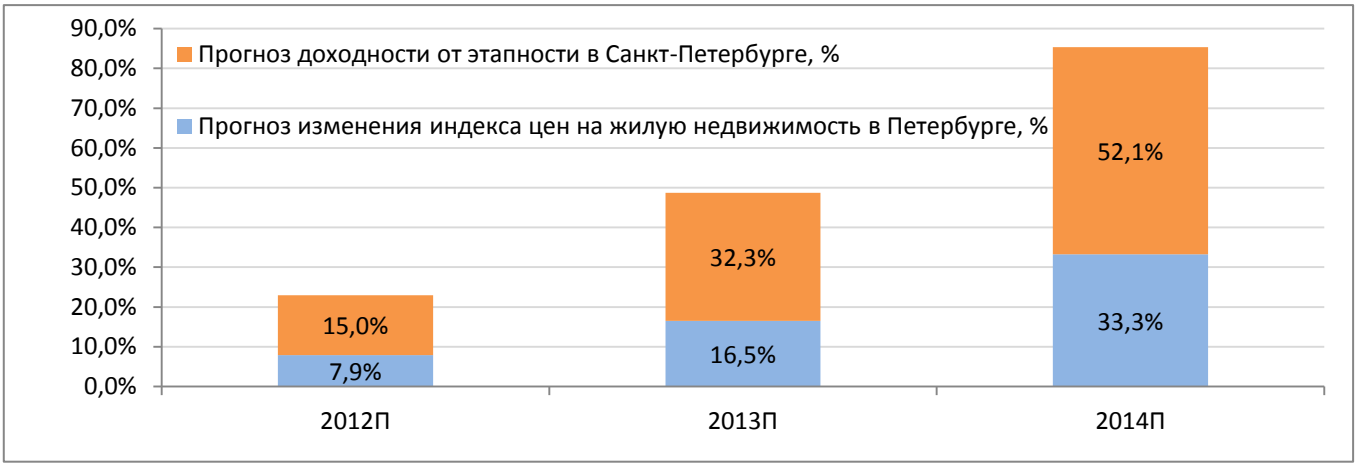


Источник: www.BN.ru

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость

На основании прогноза индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге (раздел «Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге») и исторических данных по доходности от этапности строительства мы прогнозируем, что средняя доходность инвестиций в строящуюся жилую недвижимость на период до 2014 года может составить 20-25% годовых.

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся недвижимость Санкт-Петербурга накопленным итогом, %



Источник: прогноз УК «Арсагера»

Таблица № 4.2. Прогноз доходности инвестиций в строящуюся недвижимость

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость Санкт-Петербурга накопленным итогом, %	2012П	2013П	2014П
Прогноз изменения индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге	7,9%	16,5%	33,3%
Прогноз доходности от этапности в Санкт-Петербурге	15,0%	32,3%	52,1%
Прогнозируемая доходность инвестиций, годовых	**22,9%**	**48,7%**	**85,4%**

Еще раз обратим Ваше внимание на то, что наш прогноз средних цен на жилую недвижимость в Петербурге, отражает наше мнение о предполагаемой динамике именно средних цен по Санкт-Петербургу. Данный прогноз не учитывает влияние структурного сдвига в предложении жилья. В частности в последнее время все большое количество предлагаемого на продажу жилья концентрируется на окраинах города или даже на территории Ленинградской области, где стоимость квадратного метра априори ниже аналогичного показателя в районах, прилегающих к центральной части города.

Анализ сектора рентной жилой недвижимости и определение доходности от сдачи в аренду

Особенности рентной недвижимости как класса активов

Доходность инвестиций в рентную жилую недвижимость зависит от:

- изменения общего уровня цен на жилую недвижимость (индекс недвижимости);
- арендных ставок на жилье.

Арендные ставки зависят от стоимости жилья и от уровня процентных ставок в экономике. В текущей экономической ситуации арендные ставки находятся на уровне 5–7% годовых от стоимости жилья.

Такой уровень процентных ставок объясняется наличием арбитражной ситуации, когда для удовлетворения потребности в жилье человек может либо приобрести квартиру в собственность (платежи по ипотечному кредиту), либо снять ее в аренду (арендные платежи).

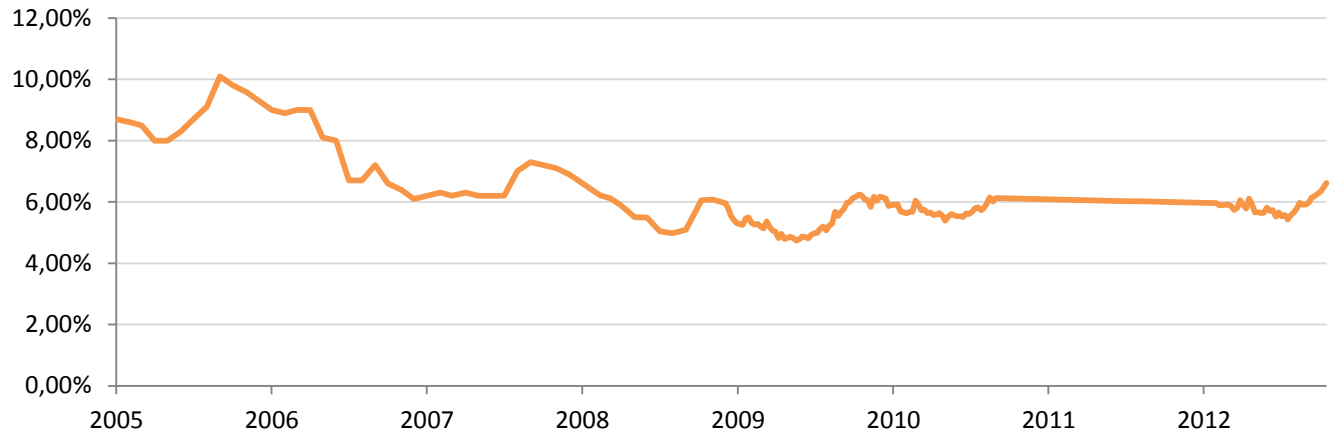
Еще несколько лет назад ипотечное кредитование было практически недоступно широкому кругу, и в большинстве своем люди просто не имели возможности единовременно выплатить полную стоимость квартиры. Это лишало граждан, не имеющих собственного жилья, альтернативы аренде (что находило свое выражение в размере арендных платежей).

Из-за мирового финансового кризиса ситуация на рынке ипотечного кредитования ухудшилась. С октября 2008 года выдача ипотечных кредитов практически прекратилась, однако, нормализация ситуации с ликвидностью в банковской сфере позволила банкам возобновить выдачу ипотечных кредитов, и в ближайшие годы мы ожидаем существенное увеличение доступности ипотеки. Уже на данный момент существенно снизились ставки по кредитам, а также снизился минимальный размер первого взноса.

Покупка жилья с помощью ипотечного кредитования дает возможность зафиксировать цену приобретения жилья и гарантирует определенность платежей в будущем. Поэтому в российских условиях, где масштабы внутренней миграции населения значительно ниже европейских и американских, население предпочитает приобретать жилье в собственность, а не арендовать. Этим объясняется дисконт арендных ставок к ставкам по ипотечным кредитам.

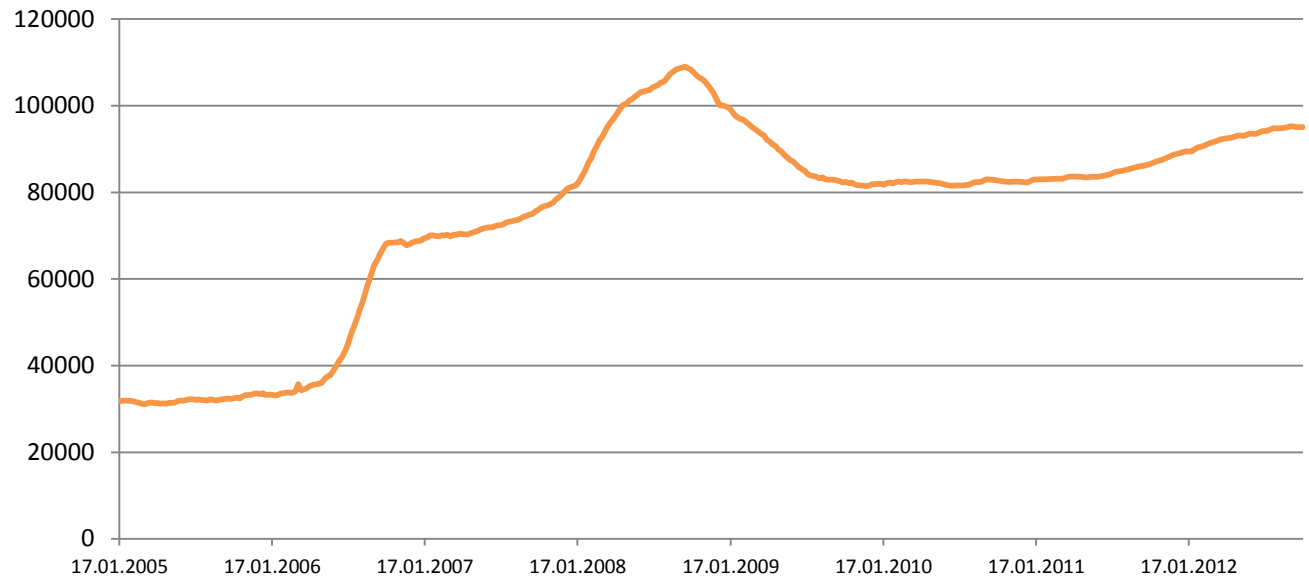
На Западе, где аренда, помимо удобства при переездах, рассматривается как возможность не принимать на себя обременение собственностью и, как следствие, не нести риски, связанные с недвижимым имуществом, ставки по аренде, наоборот, несколько превышают ставки по ипотечным кредитам.

Уровень арендной платы за год за 1 к.кв. в Санкт-Петербурге, в % к стоимости квартиры



Источник: www.BN.ru

Индекс недвижимости Санкт-Петербурга (средняя стоимость 1 кв. м жилья), в руб.

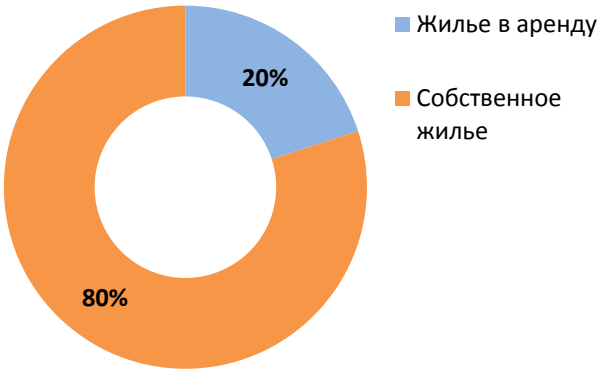


Источник: www.BN.ru

Специфика рынка аренды недвижимости Санкт-Петербурга

Нецивилизованность аренды. По исследованиям www.BN.ru, всего около 20% жилого фонда Санкт-Петербурга сдается в аренду (сравните, например, с 55% в Германии). Стоит отметить, что основной объем арендодателей – это физические лица, сдающие в аренду лишнюю квартиру, не используемую под свои нужды. Это порождает отсутствие стандартов для сдаваемых квартир (за одни и те же деньги на рынке могут быть представлены и отремонтированная квартира в новом доме, и квартира ремонт в которой не делался больше 20 лет, в сильно обветшалом доме). Помимо этого существуют риски для арендатора, связанные с досрочным прекращением аренды со стороны арендодателя в силу изменившихся планов последнего.

Жилой фонд Санкт-Петербурга



Источник: оценки www.BN.ru

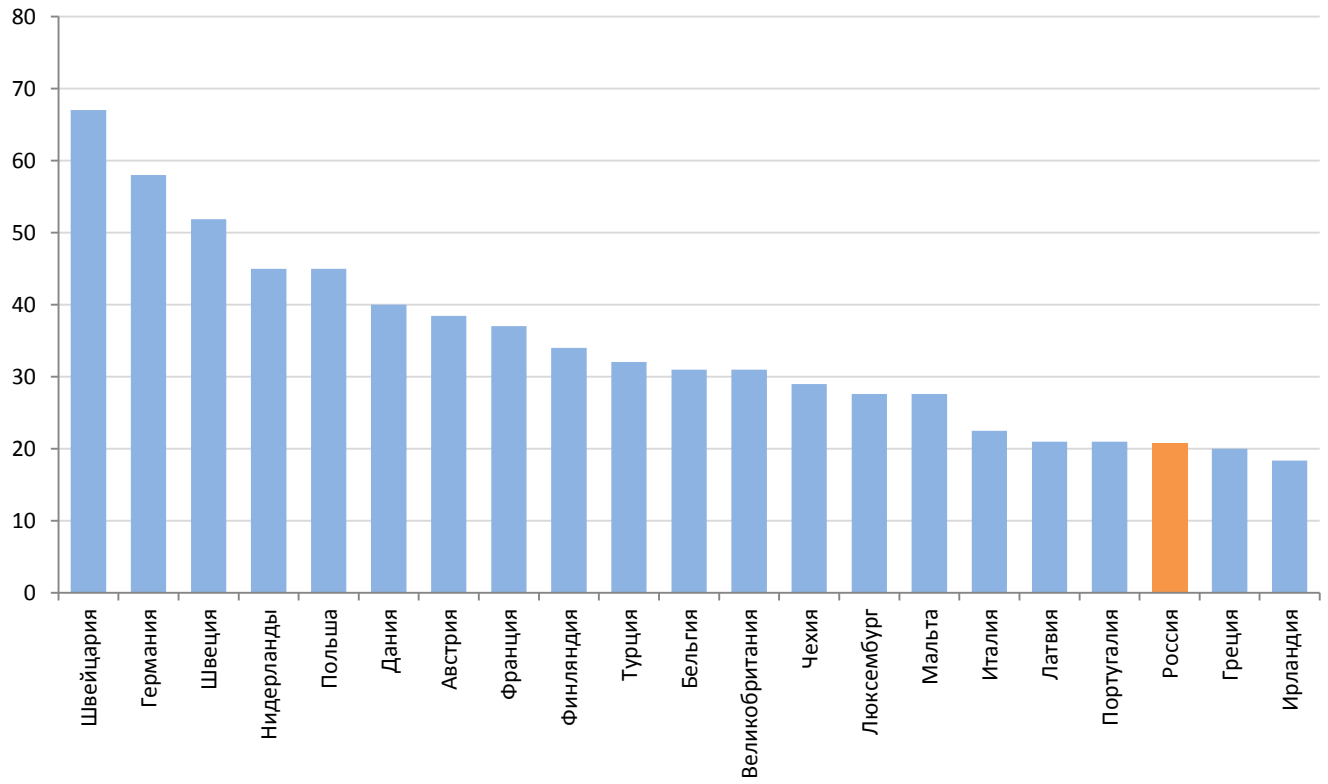
Жилой фонд Германии



Источник: Knight Frank European residential investment 2007

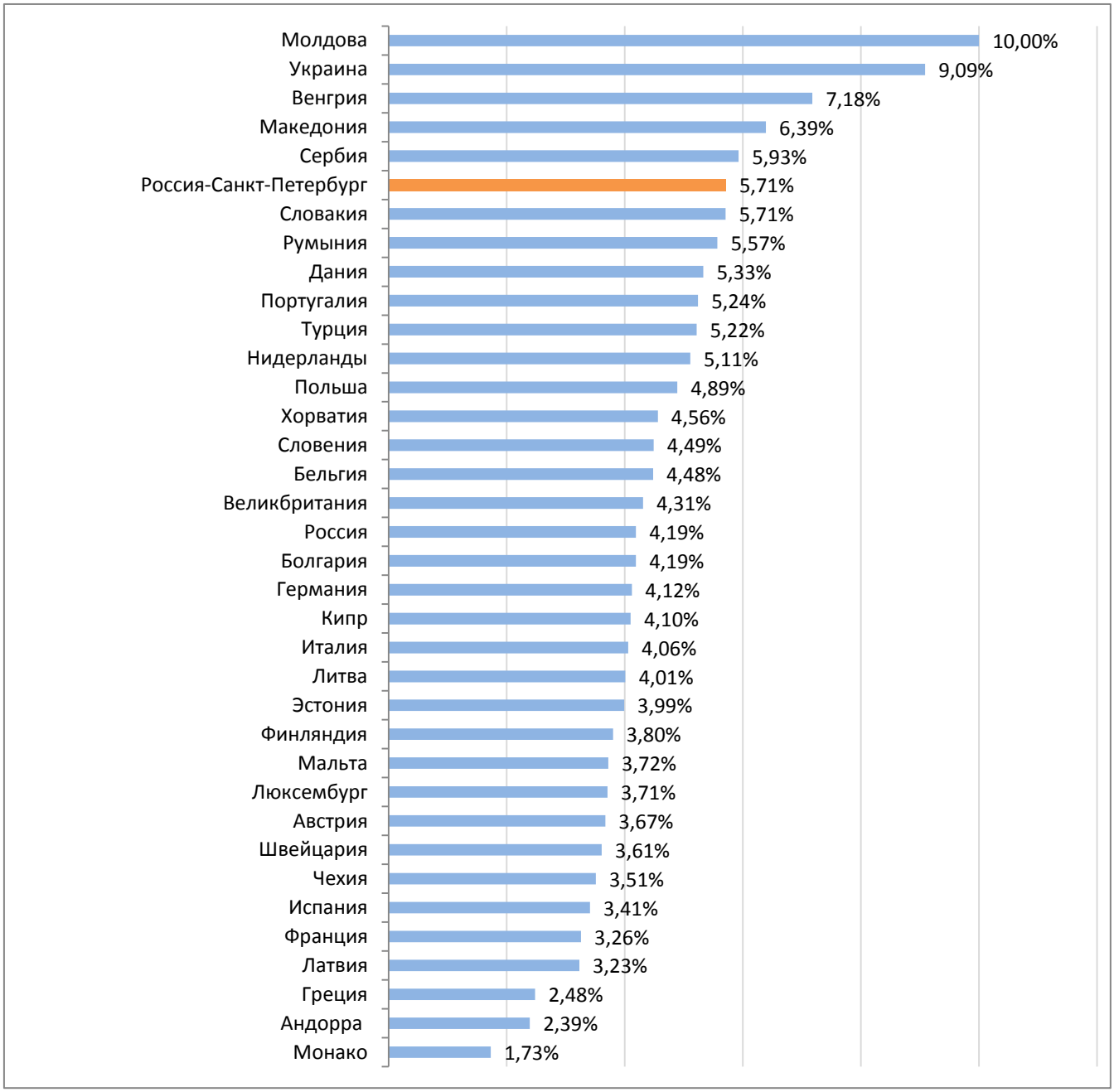
Мы считаем, что рынок аренды будет приближаться к европейскому уровню, и повышение его цивилизованности будет приводить к относительному росту арендных ставок. В ближайшее время мы ожидаем доходность от аренды на уровне 5–7% годовых от стоимости жилья.

Доля жилого фонда, сдаваемого в аренду, в европейских странах, %



Источник: Knight Frank European residential investment 2008

Арендные ставки по европейским городам в 2011 году, % от стоимости жилья



Источник: GlobalPropertyGuide, на примере апартаментов 120 кв. м

Как прогнозируется доходность от аренды?

Доход от сдачи в аренду жилой недвижимости напрямую зависит от стоимости этой недвижимости и в настоящее время составляет 5–7% годовых от стоимости квартиры (в случае долгосрочной аренды доходность находится у верхней границы диапазона). Уровень доходности от сдачи жилья в аренду является единым для всего рынка в регионе[4].

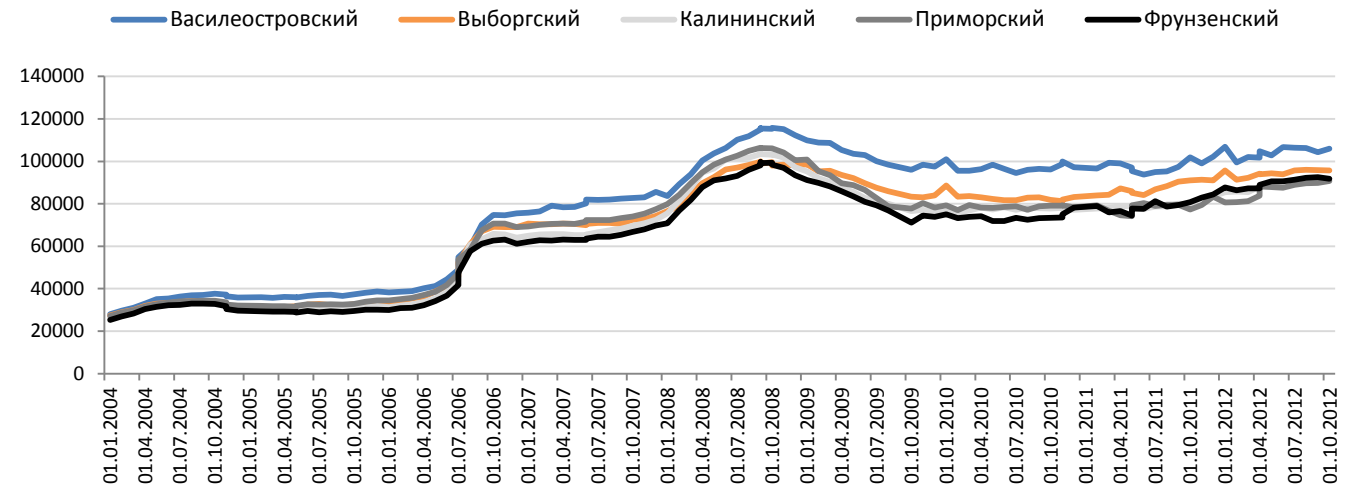
Например, если квартира стоит 3 млн рублей, то доход от сдачи ее в аренду составит 180-210 тыс. рублей в год. Если же стоимость ее увеличится до 4 млн рублей, абсолютный рентный доход ее владельца составит 240-280 тыс. рублей в год.

При приобретении квартиры необходимо помнить, что в силу различных причин она может быть недооценена по потребительским характеристикам, которые играют важную роль при сдаче ее в аренду. Например, если квартира покупается у застройщика на завершающей стадии строительства, у него может быть необходимость продать достаточно большой объем квартир в уже построенном доме в сжатые сроки, чтобы профинансировать строительство других объектов. А это значит, что вы можете купить за меньшие деньги недвижимость, которая у другого застройщика (или в другом доме) стоит дороже, несмотря на то, что качество обеих квартир одинаково. Если правильно оценить стоимость квартир, исходя из потребительских качеств жилья, в результате можно купить недооцененную квартиру и, как следствие, доходность от сдачи ее в аренду будет максимальной.

Помимо недооценки стоимости квартиры по потребительским характеристикам, еще большую роль играет прогноз изменения относительной привлекательности района, где она расположена. За период строительства 2–3 года относительное изменение привлекательности района может быть практически незаметно, однако предположим, что в городе строится достаточно жилья для покрытия платежеспособного спроса и цена на новостройки не меняется. Понятно, что помимо того, что районы новостроек обживаются далеко не сразу, территориально новостройки расположены все дальше и дальше от центра – это значит, что такое же жилье, расположенное ближе к центру, в среднем обладает более высокой транспортной доступностью и развитой инфраструктурой. То есть, несмотря на то, что цены на первичном рынке не изменились, относительная привлекательность района, который был застроен раньше, увеличилась, что отразилось на цене квартир.

[4] Это можно понять при рассмотрении арбитражной ситуации с ипотекой. Если предположить, что для квартиры с определенными потребительскими качествами уровень арендной ставки выше, то спрэд между платежами по аренде и ипотеке для квартир с подобными потребительскими качествами ниже. А это значит, что данная ситуация будет устранена после повышения спроса со стороны покупателей на подобные квартиры, что приведет к росту стоимости таких квартир, превышающей рост арендной ставки. В результате арендная ставка вернется к среднерыночному уровню.

Динамика цен в различных районах города, руб./кв.м



Индексы районов по www.eip.ru(Недвижимость Петербурга)

На графике приведено сравнение поведения средних цен квадратного метра по некоторым районам города. Василеостровский район фактически примыкает к центру города и в силу расположения на острове территориально ограничен для строительства[5], Приморский и Фрунзенский районы представляют собой примеры удаленных от центра спальных районов.

Дополнительно следует отметить, что на протяжении долгого времени существенным недостатком Фрунзенского района остается плохая транспортная доступность метро (район фактически находится между двумя ветками метро), в то время как за последние 5–10 лет транспортная доступность Приморского района существенно улучшилась благодаря вводу станций метро «Старая Деревня» и «Комендантский проспект».

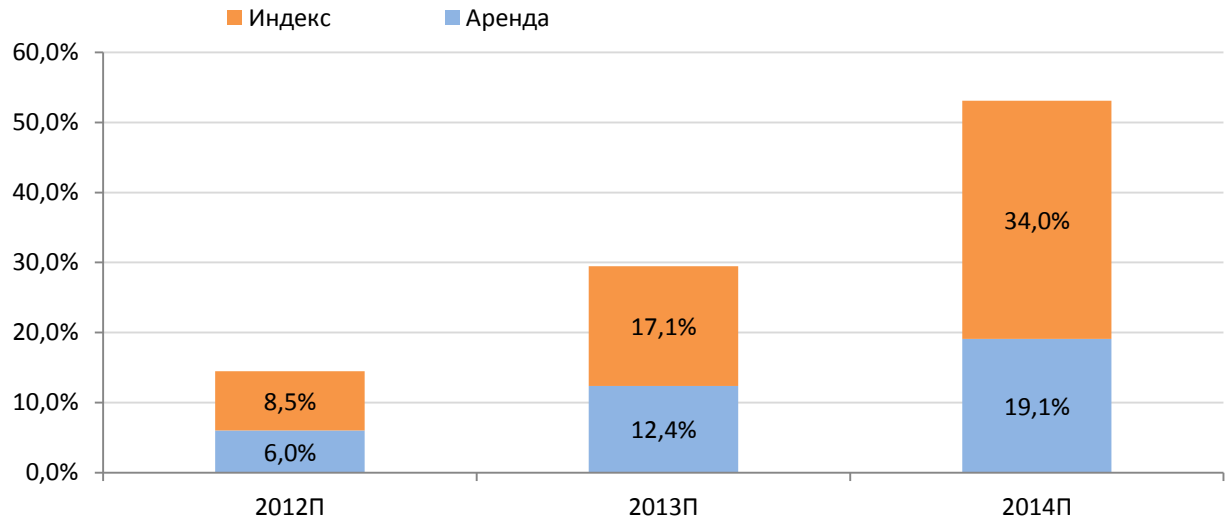
В настоящее время приоритетным направлением строительства метро является Фрунзенский радиус, призванный повысить транспортную доступность района в сочетании с надземным экспрессом, который соединит Фрунзенский и другие южные районы города. Это должно еще больше повысить относительную привлекательность района.

[5] Мы не рассматриваем начатый в 2007 году проект намыва территорий для строительства на Васильевском острове пассажирского морского порта, а также прилегающей коммерческой и жилой недвижимости.

Прогноз доходности инвестиций в рентную жилую недвижимость

На основании прогноза индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге (см. раздел «Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге») и оценки доходности от аренды мы прогнозируем, что средняя доходность инвестиций в рентную жилую недвижимость в период до 2014 года может составить порядка 15-20 % годовых.

Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости Санкт-Петербурга накопленным итогом, %



Источник: прогноз УК «Арсагера»

Таблица № 5.1. Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости

Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости Санкт-Петербурга накопленным итогом, %	2012П	2013П	2014П
Прогноз доходности от аренды в Санкт-Петербурге	6,0%	12,4%	19,1%
Прогноз изменения индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге	7,9%	16,5%	33,3%
Прогнозируемая доходность инвестиций, годовых	**13,9%**	**28,9%**	**52,4%**

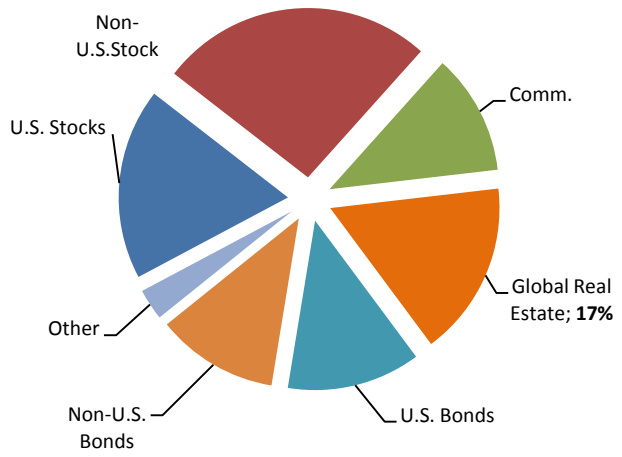
Приложение 1. Международная и российская практика инвестиций в фонды недвижимости

До тех пор, пока в прошлом веке рынки финансовых инструментов – акций и облигаций - не получили своего масштабного развития, недвижимость, или Real Estate, была доминирующим классом активов в портфелях инвесторов.

Однако в наши дни инвесторы зачастую стали упускать из виду возможности Real Estate, считая данный класс активов «альтернативным», «экзотическим», в то время как он является по-настоящему «традиционным» и обязательно должен включаться инвесторами в изучаемое множество активов.

По оценкам экспертов, капитализация рынка недвижимости «инвестиционного класса» сопоставима с капитализацией «традиционных» классов активов.

Доля классов активов в глобальной рыночной капитализации, 2008 г, %,.



Рыночная капитализация различных классов активов, 2008 г., млрд долл.

Non-U.S. Stock	21 822,56
U.S. Stock	15 258,19
Global Real Estate	**13 922,00**
U.S. Bonds	10 648,03
Non U.S. Bonds	9 726,64
Commodities	9 625,00
Money Market	1 114,55
Global High Yield Bonds	926,94
Treasury Inflation-Protected Securities	454,86
Total	**83 498,77**

Источник: Idzorek T., Barad M., Meier S. Commercial Real Estate: The Role of Global Listed Real Estate Equities in a Strategic Asset Allocation. – Ibbotson Associates Issues, November, 2006; Idzorek T., Tao J., Cao L. The Impact of Liability-Driven Investing On Real Estate Allocations. – Ibbotson Associates Issues, September, 2008

Исторически включение Real Estate в портфель означало прямое инвестирование в недвижимость – приобретение прямых прав собственности на физическое имущество.

Однако новым словом в области инвестирования в недвижимость во всем мире стали инструменты портфельного инвестирования – фонды недвижимости (Real Estate Investments Trusts, Property Investments Funds, Listed Property Trusts, ЗПИФН). Появление и последующая популяризация таких инструментов, как фонды недвижимости, открыло перед инвесторами всех уровней широчайшие возможности.

Движущей силой в развитии фондов недвижимости стали их диверсификация, прозрачность, ликвидность и доходность. Первые фонды недвижимости были созданы в США в 1960 году. Вслед за США многие ведущие страны мира активно начали развивать способы портфельного инвестирования в Real Estate.

Режимы портфельного инвестирования в недвижимость в отдельных странах

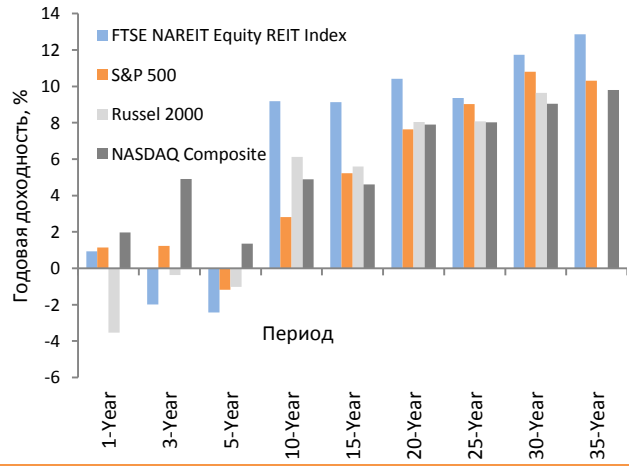
Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения	Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения
Азиатско-Тихоокеанский регион			***Европа***		
Австралия	LPT	1971	Бельгия	SICAFI	1995
Гонконг	REIT	2003	Франция	SIIC	2003
Япония	J-REIT	2000	Италия	FII	1994
Южная Корея	RETF, K-REIT, CR-REIT	2001	Люксембург	FCP, SICAV, SICAF	1988
Малайзия	REIT	Конец 1980-х	Нидерланды	BI	1969
Сингапур	S-REIT	2002	Испания	REIF, REIC	1994
Тайвань	REIT	2003	Великобритания	PIF	2006
Латинская Америка			***Северная Америка***		
Бразилия	FII	1993	Канада	REIT	1994
Мексика	Fibras	2004	США	REIT	1960
СНГ и Восточная Европа					
Россия	ЗПИФН (REIF)	2003			

Источник: Conner P., Falzon R. Rational Differences Between Public and Private Real Estate. – Pramerica Real Estate Issues,May, 2004.

Несмотря на то, что первые фонды недвижимости появились достаточно давно, настоящее развитие этих инструментов началось лишь с середины 1990-х годов.

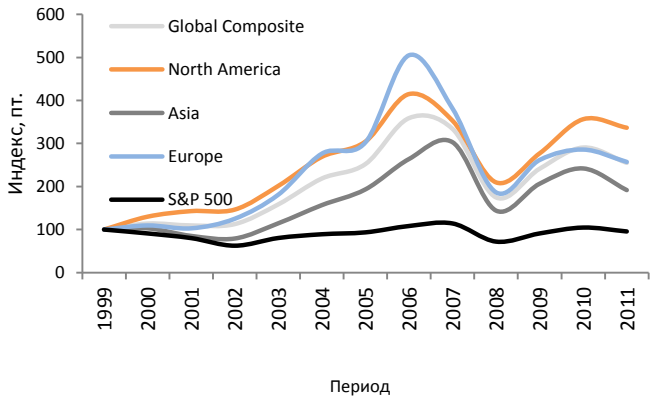
Последние полтора десятилетия стали для фондов недвижимости эпохой «расцвета», и лишь мировой финансовый кризис на время замедлил бурное развитие данной отрасли. Проблемы с ликвидностью и опасения по поводу перспектив рынка послужили для инвесторов причиной вывода средств из фондов недвижимости, что привело к существенному падению рыночных цен на ценные бумаги последних.

Историческая доходность различных классов активов (по состоянию на конец сентября 2011 г.)



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, October, 2011.

Динамика индексов недвижимости по регионам (по состоянию на конец сентября 2011 г.), значение 1999 года взято за 100



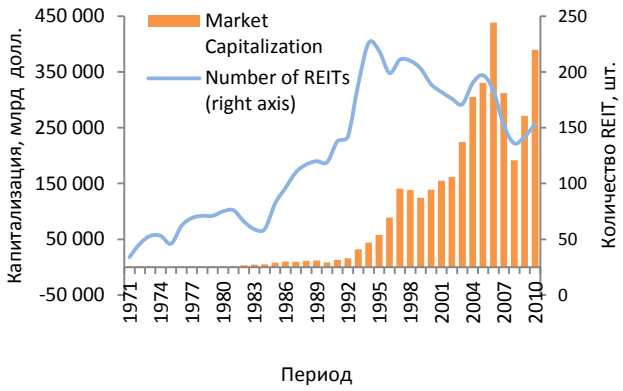
Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, October, 2011.

Тем не менее, за период с 1999 по 2011 годы общий прирост капитала от вложений в Real Estate оказался выше, нежели от вложений в рынок акций.

Во многом популярность фондов недвижимости была обусловлена появлением у недвижимости как класса несвойственной ей ранее характеристики – высокой ликвидности инвестиций. Это было достигнуто благодаря листингу фондов недвижимости на крупнейших мировых фондовых биржах.

Биржевые обороты крупнейших фондов недвижимости сопоставимы с оборотами «голубых фишек» фондового рынка. Среднедневной объем торгов по всем фондам растет от года к году. Если в 2001 году он составлял 714 млн долларов, то в 2011 уже 4,8 млрд.

Динамика рыночной капитализации REITs, обращающихся на NYSE, 1971-2010



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, October, 2011.

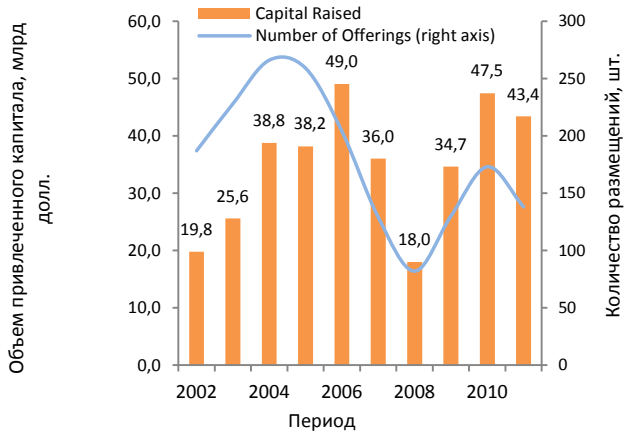
Среднедневной объем торгов ценными бумагами U.S.REITs на NYSE, млрд долл. США



Источник: NAREIT

США является крупнейшим в мире рынком с точки зрения общей капитализации фондов недвижимости, прошедших листинг фондовых бирж. В 2006 году суммарная рыночная капитализация фондов недвижимости США, входящих в состав FTSE NAREIT All REIT Index, превышала 400 миллиардов долларов. По итогам 2010 года рыночная капитализация достигла отметки в 380 млрд долларов, то есть можно говорить о восстановлении данного рынка после кризиса.

Количество и объемы привлечения капитала в REITs в США, 2002-2010 годы



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, October, 2011.

Привлечение капитала в фонды недвижимости является традиционным инвестиционно-банковским продуктом на развитых рынках наравне с размещением облигаций, проведением IPO и частных размещений. В 2006 году в ходе первичных и вторичных размещений ценных бумаг фондами

Н+едвижимости в США было привлечено около 50 миллиардов долларов. За 9 месяцев 2011 года было привлечено средств более чем на 43 млрд долларов.

Заключение. Real Estate как класс активов занимает существенную часть инвестиционного пространства, именно поэтому он должен рассматриваться инвесторами наряду с другими традиционными классами активов. Изучая возможности стратегических инвестиций в Real Estate, инвесторы, наряду с прямым инвестированием должны принимать во внимание возможности портфельного инвестирования. Для большого числа инвесторов портфельное инвестирование в Real Estate является наиболее приемлемым способом включения этого класса активов в свой инвестиционный портфель, в том числе благодаря его преимуществам.

Преимущества портфельных форм инвестирования в Real Estate по сравнению с прямым инвестированием состоят в ликвидности, прозрачности корпоративного устройства, ценообразовании в режиме real-time и относительно низких транзакционных издержках. Эти преимущества создают естественное преимущество фондов недвижимости. Многие эксперты полагают, что значительные объемы прямых инвестиций в Real Estate в будущем будут секьюритизированы. По мере того, как фонды недвижимости будут продолжать свое развитие, их доля в общей капитализации рынка Real Estate будет возрастать, как и их признание в качестве метода включения Real Estate в инвестиционные портфели как класса активов разработчиками инвестиционной политики.