# Аналитический обзор

## Жилая недвижимость

## Основные тенденции на рынке жилья России и Санкт-Петербурга



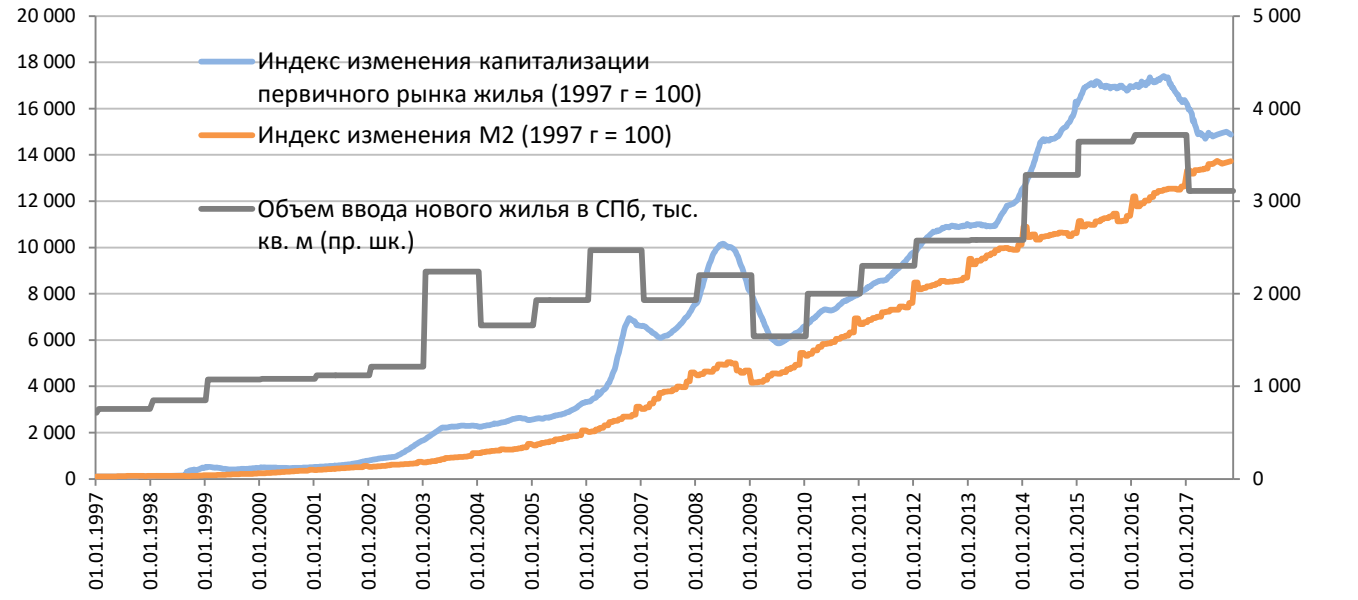
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

АРСАГЕРА

**2017 год**

- После резкого снижения ВВП в 2015 году, произошедшего на фоне падения стоимости нефти и газа, российская экономика в 2016 году замедлила свое снижение, а на протяжении 2017 года уже наблюдался ее восстановительный рост. Восстановление экономики России поддерживалось увеличением цен на основные экспортные товары, а также адаптацией платежного баланса страны к новым внешним условиям. По итогам 2016 года ВВП страны снизился на 0,2%, а уже по итогам 2017 года Минэкономразвития ожидает его рост на 2,1%. При этом наблюдается улучшение ситуации с динамикой ряда ключевых экономических показателей. В частности, происходит восстановление промышленного производства, появляются предпосылки к росту реальной заработной платы, возобновилось увеличение инвестиций в основной капитал. По мере стабилизации ситуации на товарных рынках и дальнейшей адаптации страны к внешним условиям, российская экономика продолжит восстанавливаться. Однако без создания условий для стимулирования инвестиционного спроса и развития собственных производств с высокой добавленной стоимостью выйти на темпы роста, превышающие среднемировой уровень, будет достаточно сложно. При этом необходимо учитывать риски усиления санкционного давления на экономику, в том числе введения запрета на приобретение государственного долга.
- На фоне стабилизации курса рубля, а также стагнации потребительского спроса, в 2017 году произошло рекордное замедление инфляции до уровня менее 3%. Однако рост налоговой нагрузки отразился на увеличении доли обязательных платежей и взносов в структуре расходов населения, что привело к падению реальных располагаемых доходов жителей страны. В условиях снижения инфляции Банк России продолжил смягчение денежно-кредитной политики, снизив значение ключевой процентной ставки с 10% в конце 2016 года до 7,75% на конец 2017. Банки реагировали снижением процентных ставок по ипотеке, что выразилось в ускорении темпов роста жилищного кредитования. При этом за 10 месяцев 2017 года рост объема задолженности по ипотеке превысил 14%.
- В 2016 году правительство обозначило стратегическую цель по увеличению темпов жилищного строительства: объем ввода жилья к 2020 году должен быть увеличен до 100 млн кв. м с текущего уровня в 80 млн кв. м. В Санкт-Петербурге это выражается в освоении новых территорий на границе города и области, в результате чего объем предложения на первичном рынке находится на высоком уровне, что оказывает давление на средние по городу цены на недвижимость. Однако ожидаемая в 2018 году отмена механизма долевого финансирования строительства ставит под сомнение планы правительства по увеличению объемов ввода жилой недвижимости в ближайшие годы. Кроме того, представители Минстроя отмечают большую необходимость инвестиционных ресурсов в строительной отрасли и длительный срок их окупаемости, в связи с чем темпы нового строительства, скорее всего, будут замедляться.

**Индексы изменения М2 и капитализации первичного рынка недвижимости СПб**




*Источники: ЦБ РФ, БН, УК Арсагера*

## Оглавление

Возвращение к экономическому росту (краткосрочные факторы развития рынка жилой недвижимости)....3

Первые признаки восстановления....3

Рынок недвижимости: временное снижение активности....6

Российский рынок недвижимости продолжает свое развитие....7

Особенности нового этапа экономического развития (среднесрочные факторы развития рынка жилой недвижимости)....9

Посткризисные реалии....9

Влияние на рынок недвижимости....11

Будущее рынка недвижимости в посткризисный период....15

Доля Санкт-Петербурга в расходах на недвижимость....25

Предложение жилой недвижимости в Санкт-Петербурге и прогноз цен....27

Недвижимость по-прежнему доступна....28

Привлекательность российского рынка недвижимости (долгосрочные факторы инвестиционной привлекательности)....31

Анализ макроэкономических факторов в России....31

Факторы, стимулирующие увеличение объема спроса....34

Факторы, сдерживающие рост объема предложения....36

Особенности рынка недвижимости в Санкт-Петербурге....37

Факторы, дополнительно стимулирующие рост спроса....38

Описание моделей и расчет динамики цен на рынке жилой недвижимости....41

Модель оценки совокупного спроса и предложения....41

Оценка совокупного спроса....42

Оценка предложения первичного рынка....45

Прогнозирование цены жилья на вторичном рынке....45

Коэффициент доступности жилья....48

Инфляционная модель....53

Анализ сектора строящейся недвижимости и определение доходности от этапности....55

Особенности строящейся недвижимости как класса активов....55

Прогноз доходности от этапности строительства в Санкт-Петербурге....56

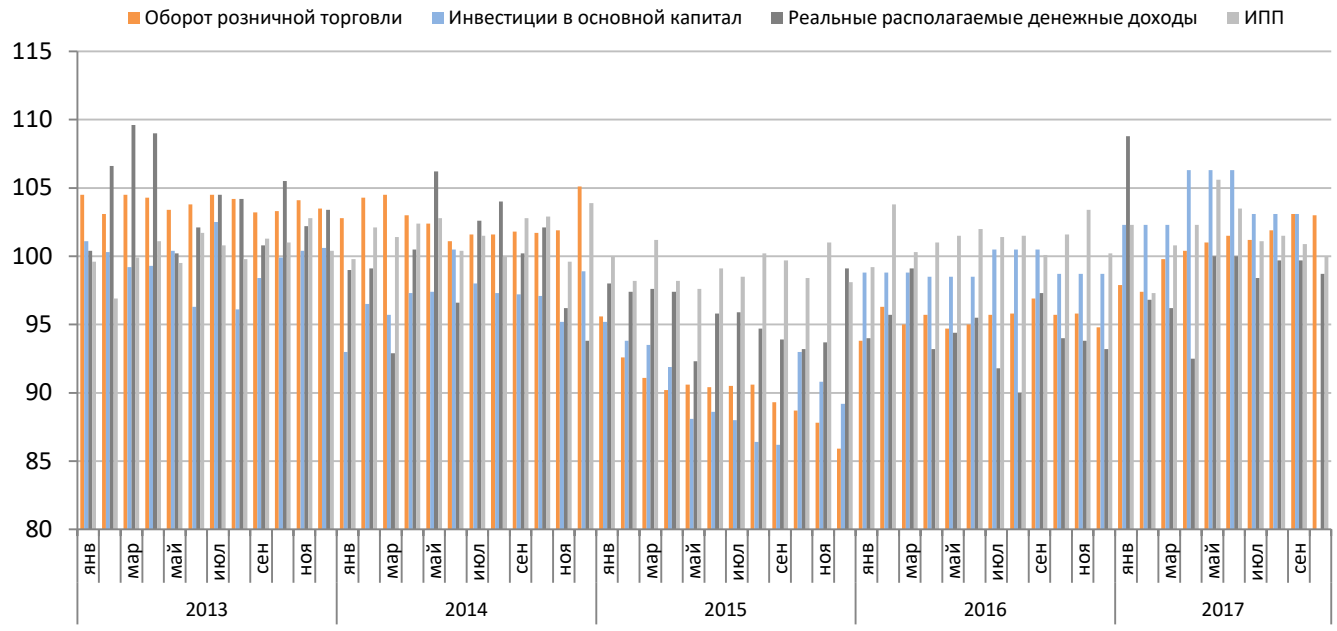
Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость....57

# Возвращение к экономическому росту (краткосрочные факторы развития рынка жилой недвижимости)

## Первые признаки восстановления

- На фоне увеличения цен на основные экспортные товары, а также адаптации платежного баланса страны к новым внешним условиям, ВВП России в 2017 году демонстрировал положительную динамику. После небольшого замедления ВВП на 0,2% в реальном выражении по итогам 2016 года, в 2017 году ожидается рост этого показателя в районе 2%. При этом наблюдается рост ряда ключевых экономических показателей. Среди этих показателей промышленное производство, реальная заработная плата, объем инвестиций в основной капитал предприятий. С другой стороны, продолжают снижаться реальные располагаемые доходы населения, что оказывает давление на оборот розничной торговли. По мере дальнейшего улучшения ситуации на товарных рынках и адаптации страны к внешним условиям российская экономика в ближайшее время продолжит восстанавливаться.

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

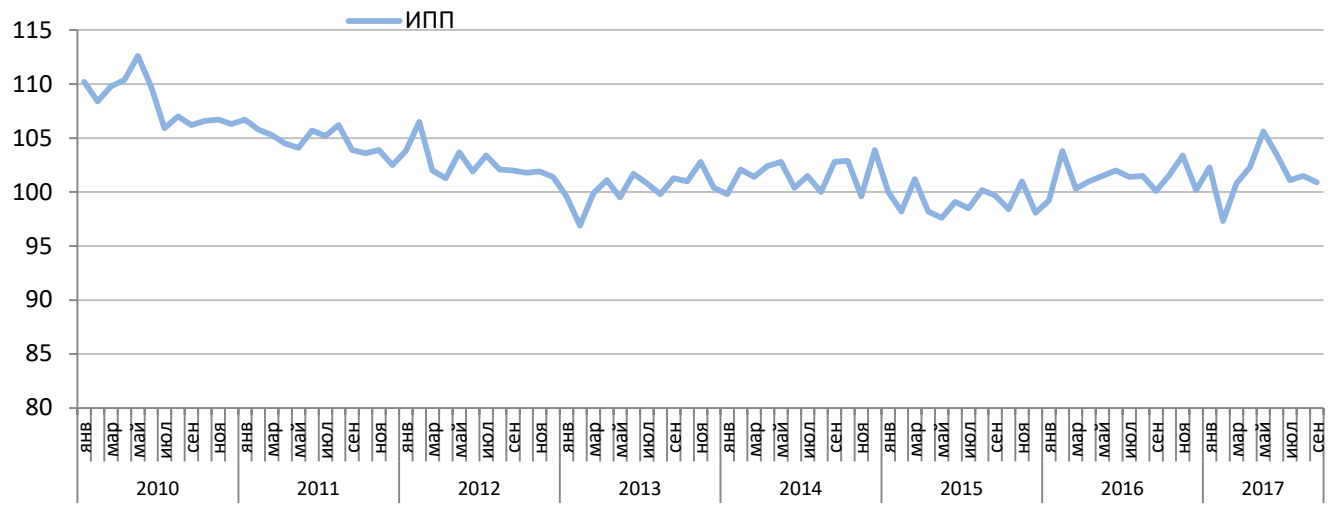



*Источники: Росстат*

После ускоренного восстановления промышленности в 2010-2011 годах (+5-7%) происходило существенное замедление роста индекса промышленного производства. В 2014 г. ИПП увеличился лишь на 1,7%, а в 2015 году на фоне развития кризисных явлений промпроизводство снизилось на 3,4%. Тем не менее, уже в 2016 году ИПП вышел в положительную область и за весь год вырос на 1,3%, а по итогам 10 месяцев 2017 года рост составил 1,6%. Объем инвестиций в основной капитал, снизившийся по итогам 2016 года на 0,9%, в начале следующего года также перешел к росту и увеличился по итогам января-сентября на 4,2% по сравнению с аналогичным периодом 2016 года.

Наиболее сильно экономический кризис сказался на динамике оборота розничной торговли. В течение 2015 года розничный товарооборот на фоне разогнавшейся инфляции обвалился на 10%. В 2016 году спад в розничной торговле замедлился до 4,6%, а по итогам десяти месяцев 2017 года был зафиксирован ее небольшой рост на 0,8%, чему способствовало замедление инфляции и некоторое восстановление потребительского спроса. Однако снижение реальных располагаемых доходов населения (-1,3% по итогам января-октября 2017 года) продолжает оказывать давление на розничную торговлю.

**Индексы промышленного производства, в % к соответствующему периоду предыдущего года**



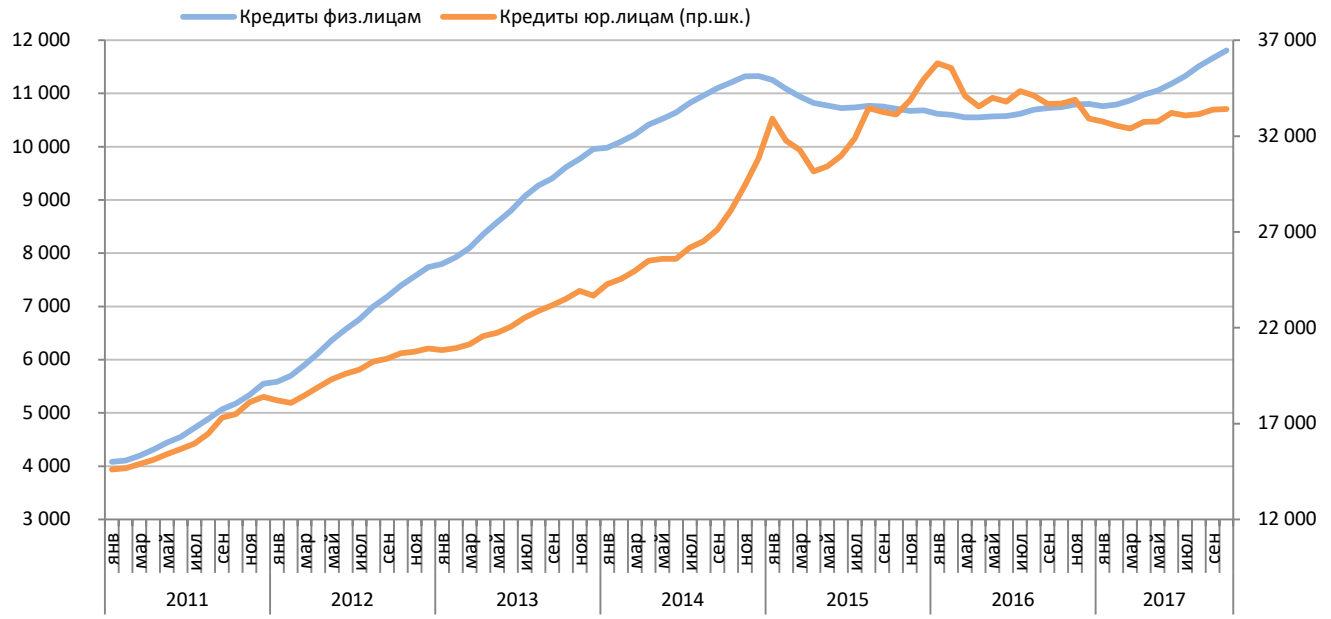

*Источник: Росстат*

Восстановление экономики отражается и на росте реальной заработной платы: после ее увеличения в 2016 году на 0,8%, по итогам десяти месяцев 2017 года она выросла на 3%. Этой динамике способствовала как индексация заработных плат, так и рекордное за всю новейшую историю значение инфляции (5,4% на конец 2016 года и 2,5% в ноябре 2017). В то же время под давлением увеличившихся обязательных платежей и взносов снижение реальных располагаемых доходов населения в 2017 году составит около 1,5%. При этом мы ожидаем, что реальные располагаемые доходы населения будут увеличиваться с темпами роста от 2,2% в 2018 до 4,3% в 2020 г.

На фоне завершения кризисных явлений в экономике сбережения населения увеличиваются. Так, по состоянию на 1 октября 2017 года, объем депозитов физических лиц в банках год к году вырос на 6,2%, превысив 24 трлн руб. При этом мы ожидаем, что восстановление цен на нефть в ближайшие годы продолжится. Как следствие, это будет приводить к увеличению притока валюты по счету текущих операций платежного баланса в 2018-2020 годах. Быстрый рост потребительских цен в 2014 и 2015 годах негативно отразился на благосостоянии населения, однако по итогам 2016 года инфляция резко замедлилась до 5,4% с 12,9% в 2015 году. Более того, в 2017 году на фоне низкого потребительского спроса и хорошего урожая снижение инфляции продолжилось до рекордных минимумов (2,5% на конец ноября). Необходимо отметить, что мы прогнозируем возвращение инфляции со своих аномально низких значений, достигнутых в конце 2017 года, к уровню 4-5%. Мы ожидаем, что в перспективе ближайших трех лет инфляция будет находиться в этом диапазоне. Сохранение инфляции на уровне 4-5% будет способствовать восстановлению реальных доходов населения. Как следствие, положительной динамики можно будет ожидать от потребительских расходов и сбережений.

Важным фактором восстановления экономики также должно стать наращивание объемов кредитования банками. С 2016 года наблюдается восстановление объемов розничного кредитования (по состоянию на 1 октября 2017 года объем кредитов в годовом выражении вырос на 8,7% после увеличения на 1,1% по итогам 2016 года). Мы ожидаем, что объемы кредитования будут продолжать свой рост, который будет поддержан дальнейшим снижением процентных ставок. По нашим прогнозам, в 2018 году задолженность по кредитам физических лиц увеличится на 1,1 трлн рублей, достигнув 12,9 трлн руб. В дальнейшем мы ожидаем ускорения темпов роста этого показателя.

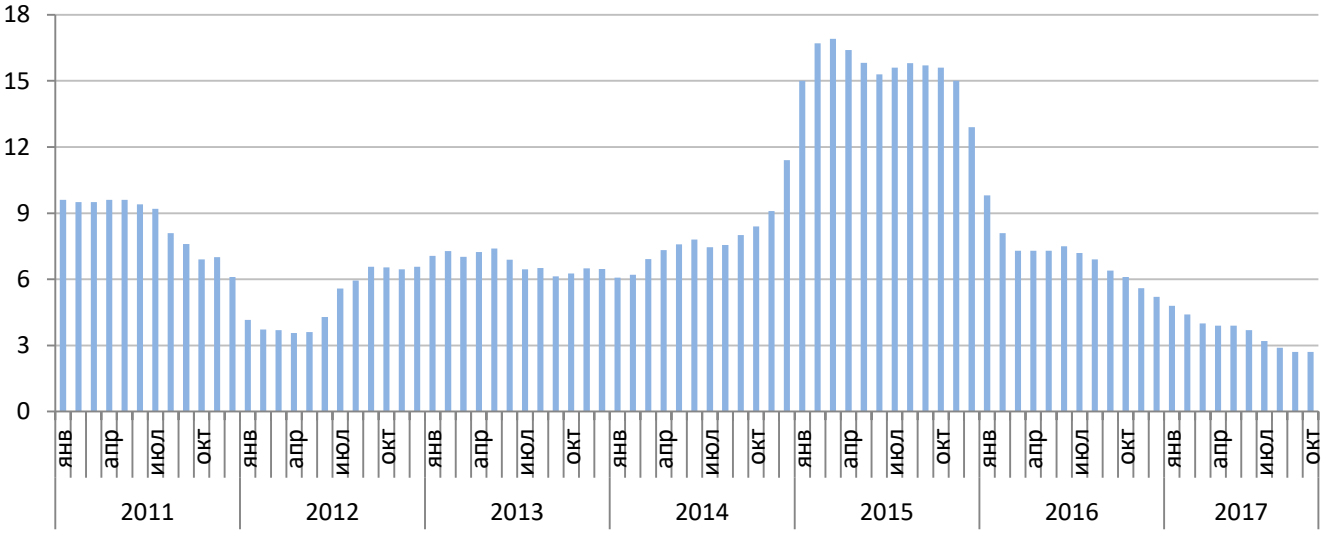
**Кредиты, выданные физ. и юр. лицам, млрд руб.**




*Источник: ЦБ РФ*

Инфляция по итогам 2017 года снизится до минимального уровня за новейшую историю страны (2,5-3%). Учитывая планы по индексации тарифов естественных монополий, а также принимая во внимание политику Банка России по таргетированию инфляции, мы считаем, что рост потребительских цен по итогам 2018 года составит 4,4%. Сохранение инфляции на низком уровне будет способствовать снижению процентных ставок в экономике с нынешних значений, в том числе, ставок по банковским кредитам.

**Инфляция (в годовом выражении), %**



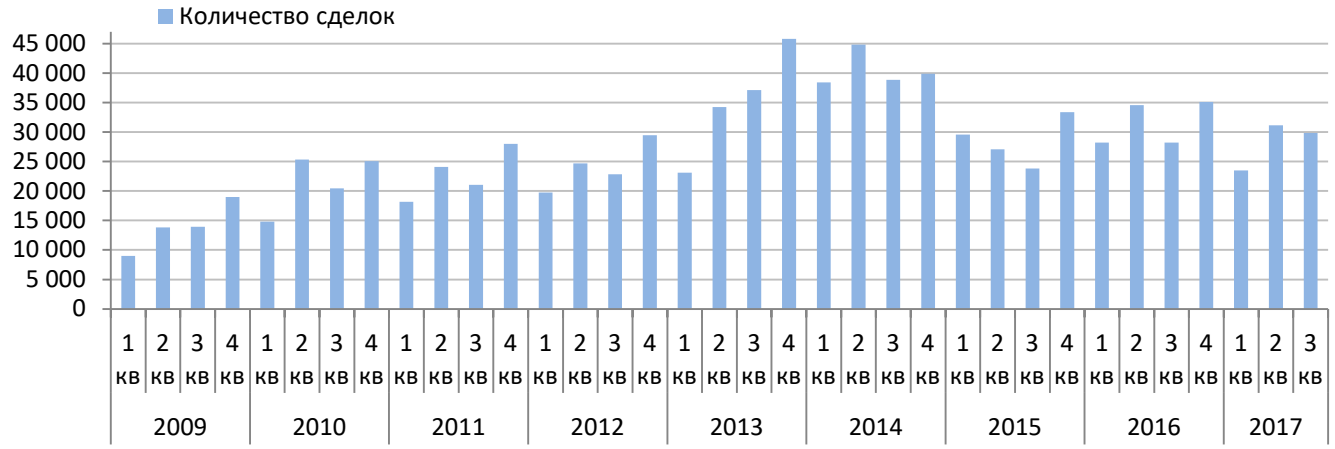

*Источник: Росстат*

Банк России подтверждает свою цель по удержанию инфляции в пределах 4% после 2017 года. Несмотря на значительное отклонение фактической инфляции в 2017 году вниз от цели Центробанка, мы считаем такой ориентир чрезмерно оптимистичным. По нашему мнению, инфляция в 2018-2020 годах будет превышать этот уровень, стремясь к 5%. Тем не менее, такой уровень инфляции окажет существенную поддержку отечественным производителям, которые смогут кредитоваться под низкие процентные ставки и на более длительный срок. В условиях санкций и ограничения доступа к иностранным заемным источникам финансирования, это обстоятельство должно положительно сказаться на темпах роста российской экономики. Кроме того, снижение ставок по депозитам, учитывая то, что на вкладах в настоящий момент находится уже более 24 трлн рублей, приведет к тому, что население начнет активно искать новые возможности приумножения капитала. А поскольку по многочисленным социальным опросам самым надежным источником сохранения капитала население считает приобретение недвижимости (второе место занимают депозиты)[1], то мы не исключаем некоторого перетока сбережений населения с депозитов на рынок недвижимости.

## Рынок недвижимости: временное снижение активности

Повышение процентных ставок в 2014-2015 годах привело к уменьшению доступности кредитных ресурсов для многих строительных компаний, в результате чего они были вынуждены сосредоточить свои усилия на достройке уже возводимых объектов. Кроме того, у правительства появились планы отменить механизм долевого финансирования строительства и перейти к проектному банковскому финансированию в 2018 году. Очевидно, в этих условиях далеко не все застройщики смогут быстро адаптироваться к новым условиям работы, поэтому, несмотря на смягчение доступности кредитных ресурсов в 2016-2017 годах, ввод новых проектов в ближайшем будущем, скорее всего, может сократиться. В 2016 в России было введено 79,8 млн кв. м жилья (-6,5% к уровню 2015 года), а по итогам 2017 года ожидается сохранение ввода на этом же уровне. Если судить об активности на рынке недвижимости по такому показателю как количество сделок купли-продажи, например, для рынка Москвы, то можно отметить, что в 2017 году активность несколько снизилась после 2016 года. По итогам января-сентября 2017 года объем сделок на рынке недвижимости уменьшился на 7,1%. В дальнейшем мы ожидаем роста активности на рынке недвижимости, связанного, в первую очередь, с возобновлением экономического роста.

**Количество сделок купли-продажи недвижимости в Москве**




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

Падение реальных располагаемых доходов населения привело к увеличению доли обязательных платежей и взносов в структуре расходов. Как следствие, снизилась способность населения наращивать свою долговую нагрузку. Сейчас банки более избирательно подходят к выдаче кредитов населению, так как качество банковских кредитных

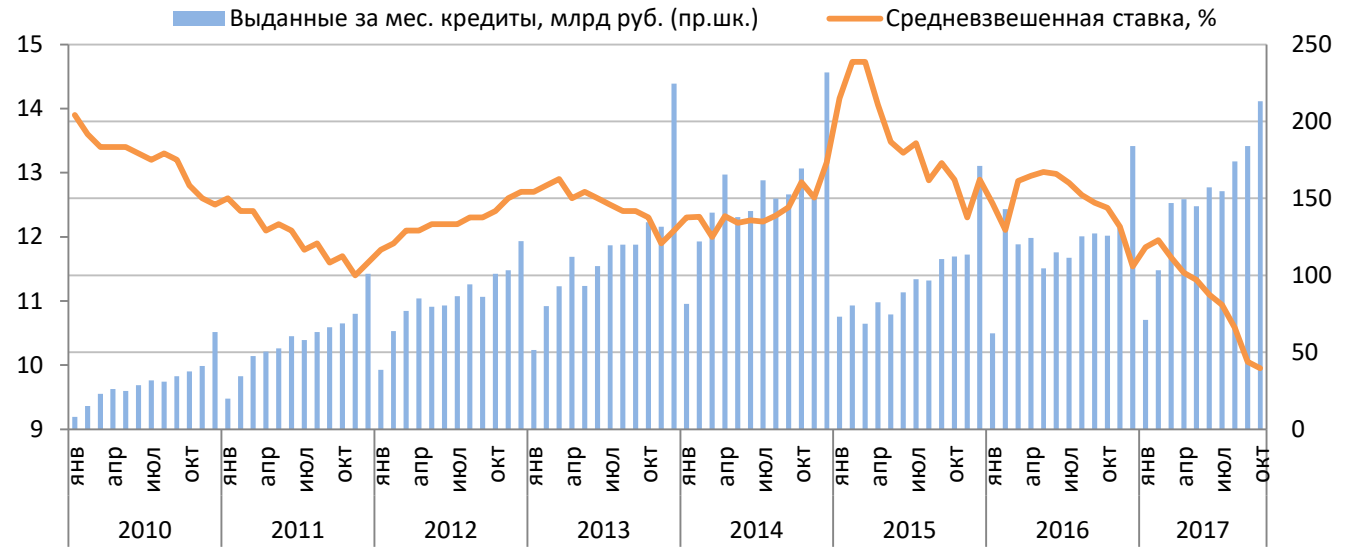
[1] Опрос ВЦИОМ. Сентябрь 2017. https://wciom.ru/index.php?id=236&uid=116414

портфелей ухудшилось по сравнению с ситуацией до кризиса 2015-2016 годов. В 2016-2017 годах мы наблюдали снижение процентных ставок, и по мере дальнейшего развития этой тенденции объемы банковских кредитов будут увеличиваться.

Бурное развитие кредитования в предыдущие периоды и повышение уровня процентных ставок по ипотеке привели к замедлению темпов роста рынка ипотечного кредитования еще до 2014 года. По итогам 2015 года объем предоставленных ипотечных кредитов обвалился на 24%. Однако в 2016 году, на фоне сокращения совокупного объема кредитов экономике, ипотека стала одним из немногих видов кредитования, показавшим рост. Значительную поддержку рынку ипотечного кредитования в 2016 году оказало решение правительства о субсидировании процентных ставок по ипотечным кредитам на первичном рынке. В 2017 году программа господдержки ипотеки была отменена, однако условия на рынке ипотечного кредитования для заемщиков становятся все более привлекательными по мере смягчения денежно-кредитной политики Центральным Банком на фоне низкой инфляции. Так, за январь-октябрь 2017 объем выданных ипотечных кредитов вырос на 30% по сравнению с аналогичным периодом 2016 года, а средневзвешенная ставка снизилась с 11,5% в конце 2016 до менее 10% по состоянию на конец октября 2017 года.

Таким образом, прогнозируемая нами стабилизация темпов инфляции на уровне 4-5% в ближайшие годы окажет дополнительную поддержку объемам кредитования.

**Динамика выданных ипотечных кредитов и средневзвешенных ставок в 2009-2017 гг.**



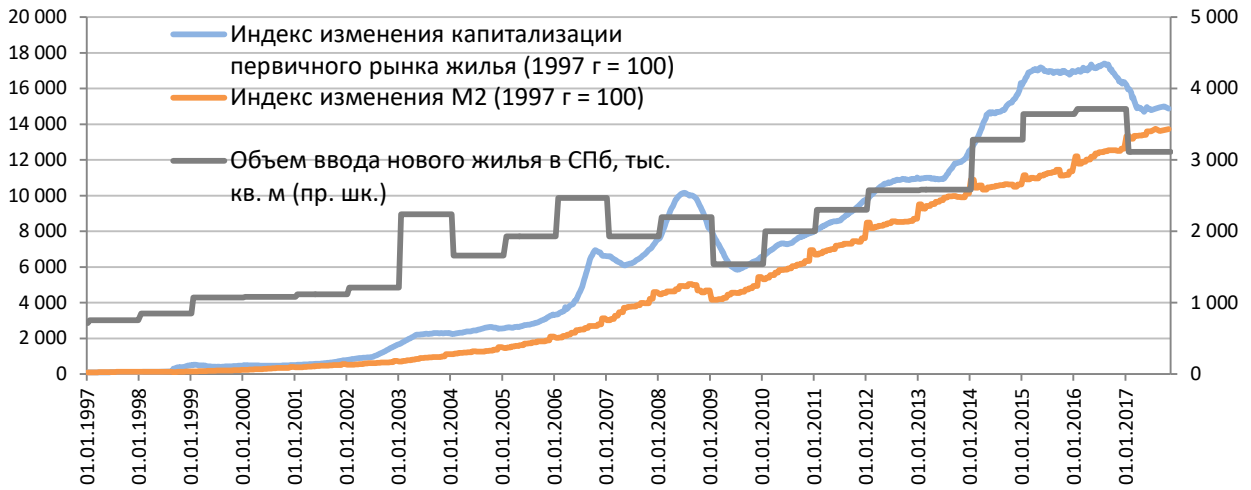

*Источник: ЦБ РФ*

## Российский рынок недвижимости продолжает свое развитие

Правительством России поставлена стратегическая цель по существенному увеличению темпов жилищного строительства. В частности, в Санкт-Петербурге это привело к масштабному освоению новых территорий на границе города и области, в результате чего объем предложения на первичном рынке существенно вырос. Указанная тенденция способствовала замедлению роста средних по городу цен на недвижимость. По данным на 1 декабря, с начала 2017 года на первичном рынке недвижимости Санкт-Петербурга цены снизились на 2,9%, на вторичном – увеличились на 1,2%. Что касается среднегодовой цены, то на вторичном рынке в 2017 году она выросла на 2%, на первичном – практически не изменилась по сравнению с 2016 годом.

В ситуации отсутствия фронтального роста цен на жилье (наблюдавшегося в 2000-2007 годах в период недостаточного предложения на первичном рынке) особенную важность приобретает качество покупаемых объектов недвижимости, поскольку сейчас динамика цен может существенно отличаться не только по районам города, но и по конкретным объектам.

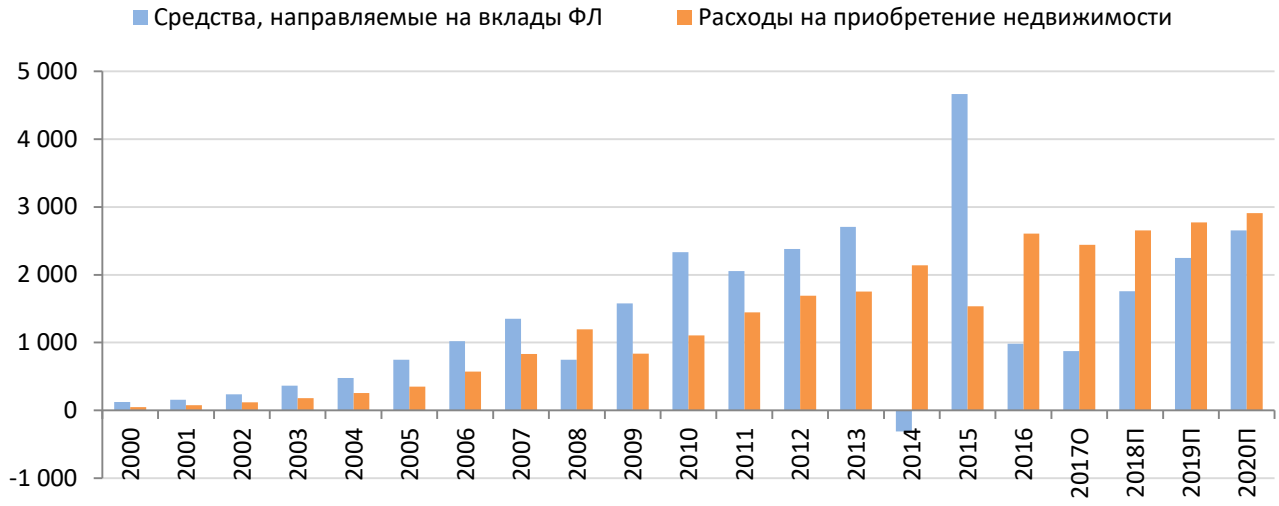
**Индексы изменения М2 и капитализации первичного рынка недвижимости СПб**




*Источники: ЦБ РФ, БН, УК «Арсагера»*

У населения России двумя наиболее популярными видами сохранения капитала являются депозитные вклады в банках и приобретение недвижимости. Это видно и путем сравнения объемов денег, направляемых на приобретение недвижимости, с объемами прироста депозитов в банках. Как можно заметить на следующем графике, расходы на недвижимость и изменения объемов вкладов физических лиц большую часть времени показывают схожую между собой динамику. Всплеск объема денежных средств, направленного на вклады в 2015 году, был связан с ростом уровня процентных ставок и переоценкой валютных вкладов. Уже в 2016 году темп прироста вкладов замедлился.

**Сравнение изменений вкладов ФЛ в банках и расходов ФЛ на приобретение недвижимости, млрд руб.**




*Источники: ЦБ РФ, Росстат, УК Арсагера*

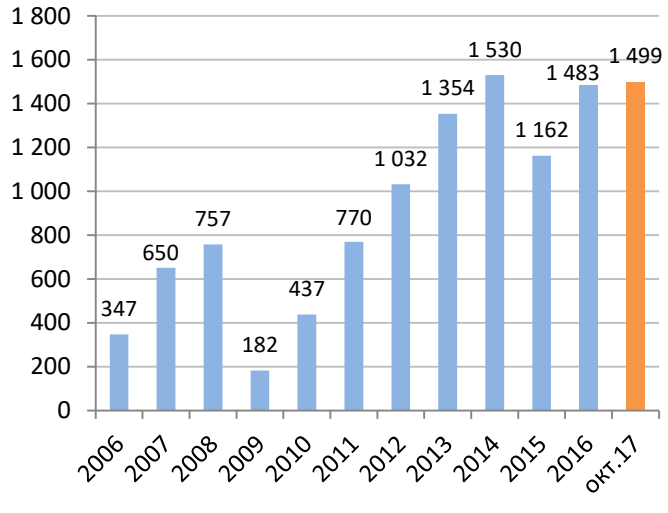
На 1 октября 2017 года объем средств, находящихся на вкладах физических лиц, год к году увеличился на 1,4 трлн руб. (+6,2%). По нашему мнению, продолжение экономического роста и, как следствие, увеличение доходов населения в 2018-2020 годах приведет к тому, что объем расходов на приобретение недвижимости продолжит превышать объем средств, направляемый на депозиты в банках. Далее мы попытаемся понять, в чем заключаются особенности текущего этапа экономического развития России и как эти особенности повлияют на российский рынок недвижимости.

# Особенности нового этапа экономического развития (среднесрочные факторы развития рынка жилой недвижимости)

## Посткризисные реалии

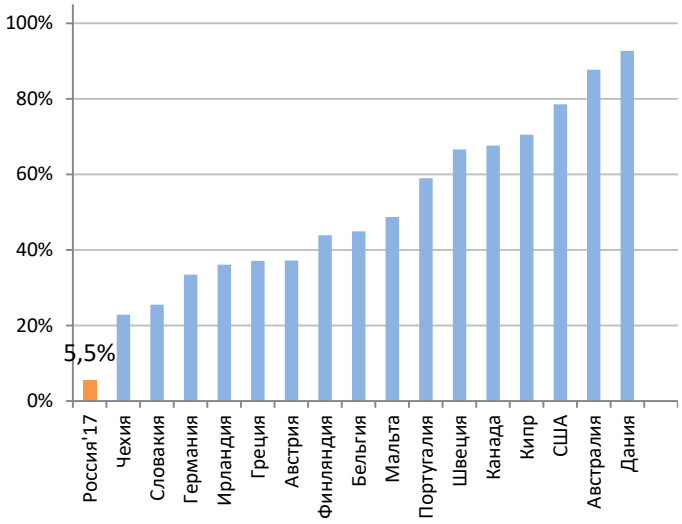
**Развитие ипотеки как фактор роста рынка недвижимости.** Одним из важнейших драйверов роста любого развитого рынка недвижимости является ипотечное кредитование. Период приобретения недвижимости в России только за счет собственных средств закончился в 2004-2006 годах, когда банки начали активно развивать кредитование населения. Сейчас в зависимости от региона не менее 30% сделок с недвижимостью финансируются с помощью ипотечного кредитования. Однако если говорить о насыщенности рынка ипотечного кредитования, то рынок России, характеризующийся все еще крайне низким уровнем «проникновения» ипотеки, является одним из самых перспективных для развития банками. Видно это и по темпам прироста ипотечного портфеля банков, который в 2012 году вырос на 39%, по итогам 2013 - на 31%. Произошедший в конце 2014 года резкий рост уровня процентных ставок прервал тренд развития ипотеки, однако запущенная программа господдержки ипотеки в 2015-2016 годах поддержала рынок. Мы ожидаем, что такие факторы как стабилизация курса рубля, а также замедлившаяся инфляция позволят Центральному Банку продолжить снижение ключевой ставки (значение ключевой ставки на конец 2017 года составляет 7,75%), что будет выражаться в постепенном улучшении условий ипотечного кредитования.

**Объемы выданных ипотечных кредитов, млрд руб.**




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

**Объем выданных ипотечных кредитов, % ВВП**

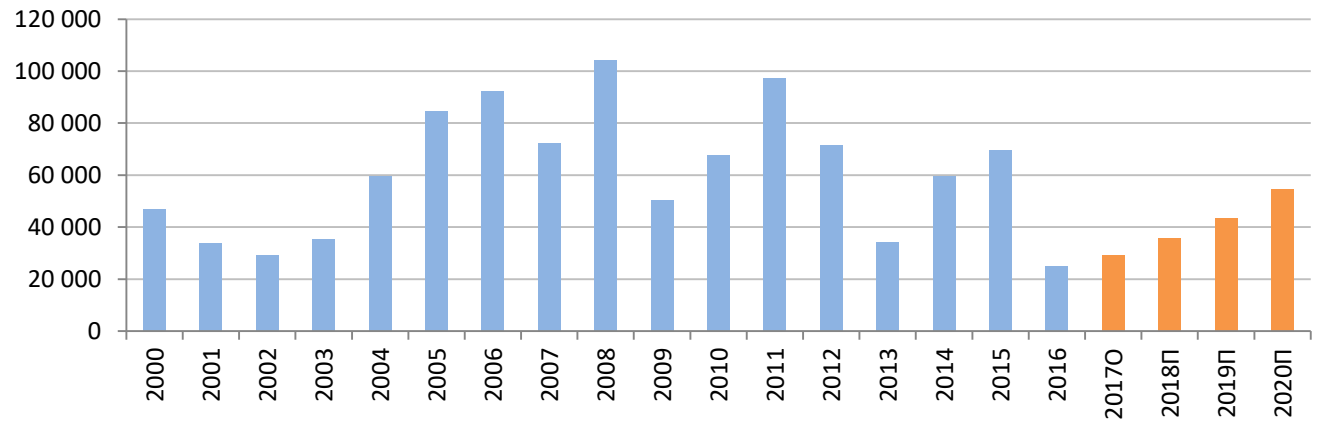



*Источники: ЦБ РФ, Росстат, УК «Арсагера»*

**Снижение зависимости от внешнего сектора.** Помимо ожидаемого улучшения условий на рынке ипотечного кредитования, стоит отметить и то, что дальнейшее развитие как экономики в целом, так и платежеспособного спроса будут подкрепляться дальнейшим восстановлением цен на энергоресурсы, обвал стоимости которых мы наблюдали со второй половины 2014 года.

Экономика России во многом зависит от экспорта сырья, прежде всего, нефти и газа. В период роста цен на энергоресурсы (с 2000 по первое полугодие 2008 года) счет текущих операций неуклонно рос: темп роста объемов экспорта существенно опережал темп роста объемов импорта. При этом в физическом выражении прирост экспорта существенно уступал приросту импорта, рост которого (в противоположность экспорту) объяснялся в основном ростом объема физических поставок, а не ростом цены. Поэтому, когда после посткризисного восстановления цены на нефть в течение нескольких лет (2011-2013 годы) находились на одном и том же уровне, а импорт продолжал расти, это приводило к сокращению сальдо счета текущих операций.

**Счет текущих операций, млн долл.**

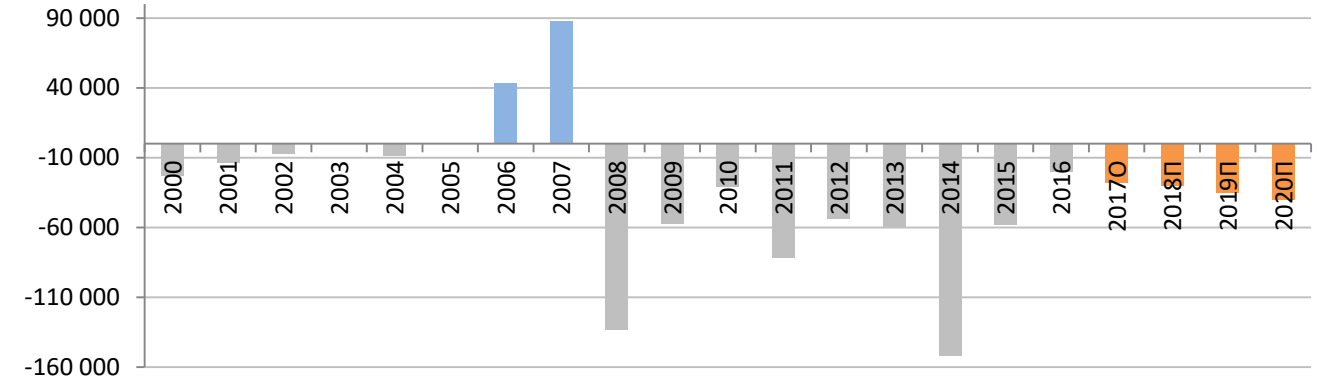



*Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»*

Наши модели показывают, что на протяжении ближайших нескольких лет сальдо счета текущих операций платежного баланса страны будет увеличиваться. Прежде всего, это будет происходить вследствие опережающего роста экспорта по сравнению с импортом. Для России это означает увеличивающиеся объемы притока валютной выручки.

Также мы считаем, что на фоне замещения иностранных источников фондирования банков внутренними деньгами, будет ослабевать зависимость российской экономики от притока/оттока средств по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. По итогам 11 месяцев 2017 года отток капитала из страны составил 28 млрд долл. после 8,2 млрд долл. годом ранее на фоне сокращения внешней задолженности банками.

**Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором, млн долл.**




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

Сейчас значение коэффициента P/E фондовых рынков с развитой экономикой составляет около 21, P/E S&P500 – превышает 25, в то время как P/E российского фондового рынка находится на уровне 7,5. Процентные ставки на долговом рынке в России для надежных эмитентов составляют около 8%, в то время как компании аналогичного кредитного качества в США занимают под 3-4% годовых на более длительный срок. В развитых экономиках потребительские рынки находятся в фазе насыщения, поэтому значительный рост финансовых показателей большинства компаний там не ожидается. Кроме этого, уровень инфляции в России за последнее время снизился до рекордно низких величин, и мы считаем, что эти факторы могут привести к притоку капитала в нашу страну. Тем не менее, мы подходим к прогнозированию этой статьи довольно консервативно и ожидаем в ближайшие годы величину годового оттока капитала на уровне 30-40 млрд долл.

**Доступность жилья остается на привлекательных по историческим меркам уровнях, что может способствовать росту цен на недвижимость.** Поскольку доходы населения и цены на недвижимость менялись неравномерно, доступность жилья изменилась. Ситуация на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге проиллюстрирована на графике ниже. Можно видеть, что текущая доступность жилья по Санкт-Петербургу находится на уровне 2004 года, а по России – на рекордном уровне за всю историю. Вторая особенность, на которую стоит обратить внимание, заключается в том, что коэффициент доступности жилья с 2008 года становится все ниже как для России, так и для Санкт-Петербурга. С учетом перспектив развития города мы считаем, что темп роста цен на недвижимость в Петербурге должен опережать темп роста цен на недвижимость в среднем по России. Однако с учетом более быстрого роста доходов населения жителей города, чем в среднем по России, мы ожидаем сохранения стабильного соотношения доступности жилья в Санкт-Петербурге и России в ближайшие годы.

**Стоимость квартиры в России и в Санкт-Петербурге в годовых доходах семьи**




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

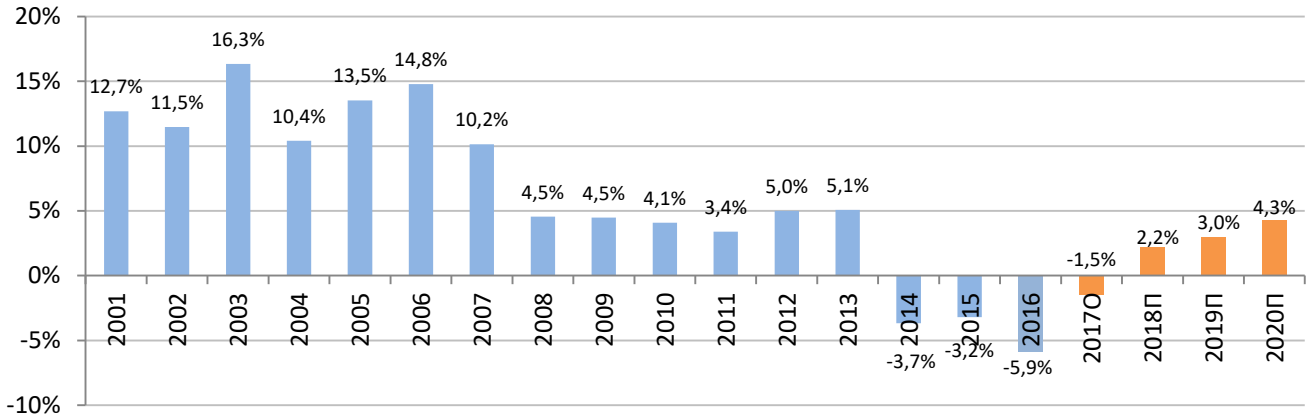
Далее мы более подробно рассмотрим модель, описывающую поведение среднего потребителя на рынке недвижимости, и ответим на три основных вопроса:

- Что будет происходить с доходами населения?
- Как будет в дальнейшем изменяться структура расходов населения?
- Какое влияние перечисленные изменения окажут на цены на рынке жилой недвижимости?

## Влияние на рынок недвижимости

Особенностью российской экономики, как мы уже говорили, является большая зависимость от экспорта нефти и газа. Эта зависимость проявляется не только в тесной связи прибыли нефтегазовых компаний и доходов бюджета с ценами на сырьевые товары, но и в том, что цены на нефть существенным образом влияют и на доходы населения. Мы видим, что период быстрых темпов роста реальных доходов населения (1999-2007 гг.) совпадает по времени с периодом быстрого роста цен на нефть. При этом, тот факт, что в 2008-2009 годах мы не наблюдали падения реальных доходов населения (как в 1998 году), в то время как цены на нефть обвалились со 100 до 40 долларов за баррель, объясняется тем, что 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.

**Динамика реальных доходов населения, %**




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

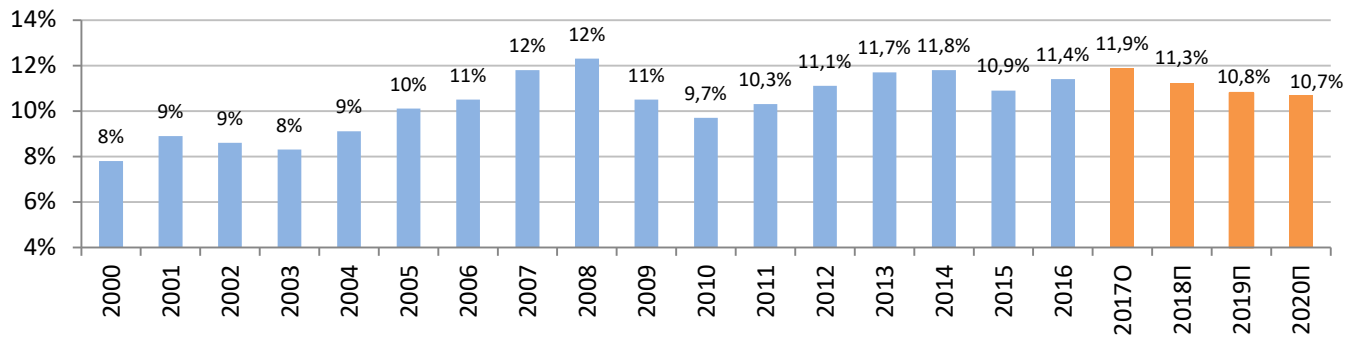
В результате того, что государство в 2009-2011 годах взяло на себя повышенные социальные обязательства, расходы бюджета существенно увеличились. Как следствие, даже при цене нефти выше 105 долларов бюджет едва сводился без дефицита. В 2014 году профициту бюджета при значительном падении цен на нефть поспособствовала лишь сильная девальвация рубля. В 2015 году дефицит бюджета составил 2,6% ВВП, а по итогам 2016 года он ожидается на уровне 3,7% ВВП. Это не позволяет проводить активную индексацию социальных расходов (пенсий, зарплат бюджетников и т.д.). В результате по итогам 2014-2015 годов реальные доходы населения сократились из-за высокой инфляции. Отметим, что федеральный бюджет на ближайшие годы сверстан исходя из консервативного значения цен на нефть в 40 долл. за баррель с последующей индексацией на 2% до конца 2020 года. Мы в свою очередь ожидаем, что к 2020 году среднегодовая стоимость барреля нефти восстановится до 74 долл. с 54 долл. в 2017 году, что означает сокращение дефицита бюджета. Это, в свою очередь, может означать более активную индексацию социальных расходов.

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

При этом доля расходов на обязательные платежи и взносы до 2014 года росла (в 2017, как ожидается эта доля установится на схожем уровне), однако мы полагаем, что в будущем эта доля будет сокращаться в связи с продолжением снижения процентных ставок. Таким образом, доля доходов людей на обслуживание долга будет медленно снижаться.

Оставшиеся денежные средства после уплаты населением обязательных платежей и взносов составляют сбережения, которые могут быть направлены на потребление, депозиты, покупку финансовых активов, валюты, а также приобретение недвижимости.

**Доля обязательных платежей и взносов в денежных доходах населения**



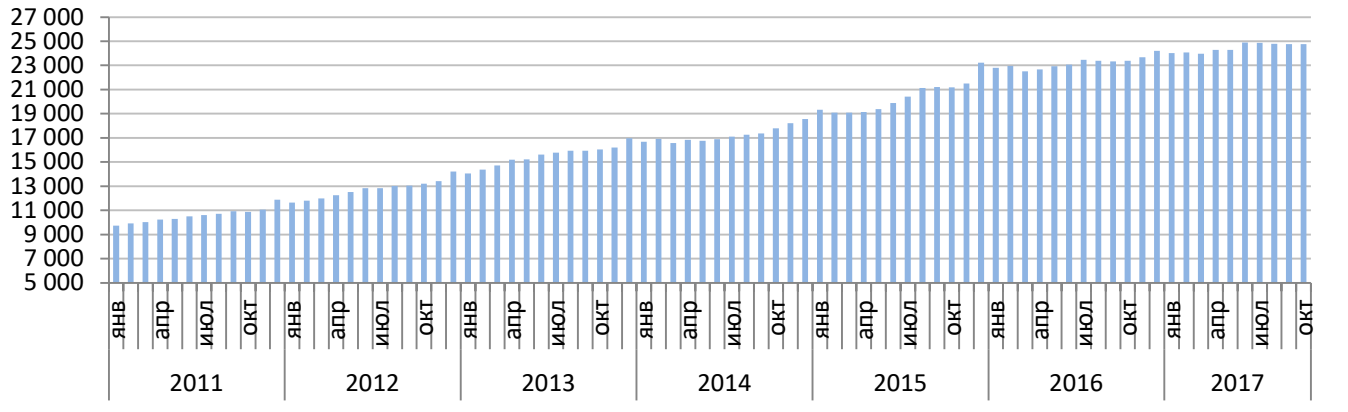

*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

Наибольшим доверием населения в России 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 года и продолжал увеличиваться до 2013 года: с 1,6 трлн рублей в 2009 году, до 2,7 трлн рублей в 2013. В 2015 году приток средств на вклады подскочил до 4,7 трлн руб., после чего в 2016 году приток составил всего 981 млрд руб. По нашим оценкам, по итогам 2017 года будет зафиксирован рост вкладов на сумму около 900 млрд руб.

В перспективе ближайших лет мы ожидаем, что сумма средств на вкладах населения будет расти с 1,3 трлн рублей в 2018 году до 2,2 трлн рублей в 2020 (рост на 5% и 7,7% соответственно). Доля средств, направляемых на депозиты в банках, в структуре средств, ежегодно направляемых населением на сбережения, будет составлять в 2018-2020 годах около 15-20% по сравнению с 48% в 2015 году.

С начала 2010 года объем депозитов населения в банках вырос более чем в 3 раза. Мы ожидаем, что к 2020 году объем депозитов вырастет примерно на 21% от текущего уровня и превысит 30 трлн руб.

**Депозиты физических лиц, млрд руб.**



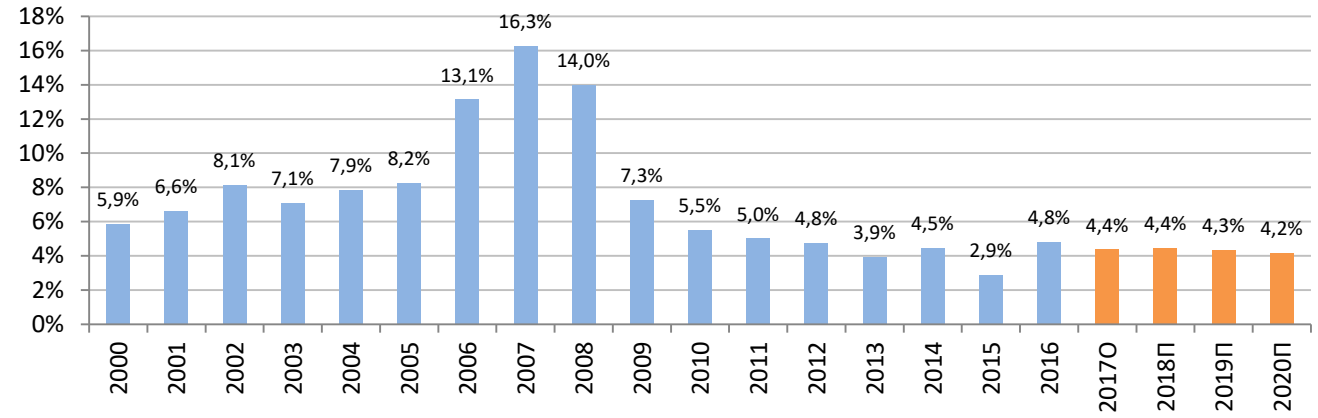

*Источники: Росстат*

По нашему мнению, основным реципиентом сокращения доли депозитов в средствах, ежегодно направляемых населением на сбережения, может стать рынок недвижимости. Переток денежных средств в недвижимость будет происходить как из-за низкой обеспеченности жильем населения России, так и постепенного увеличения доступности ипотеки по мере снижения уровня процентных ставок. В целях сохранения своих сбережений, население обратит большее внимание на рынок недвижимости. Такое видение нами ситуации базируется на том, что согласно

социологическим опросам, около 50% населения нашей страны рассматривают вложения в недвижимость как один из наиболее надежных способов сбережений.

В результате расходы населения на приобретение недвижимости в абсолютном выражении будут расти. По нашему мнению, их доля в структуре денежных доходов будет оставаться достаточно стабильной. По итогам 2017 года долю расходов на приобретение недвижимости мы оцениваем на уровне 4,4% от денежных доходов населения.

**Доля расходов на недвижимость в денежных доходах, %**




*Источники: Росстат, расчеты и прогнозы УК «Арсагера»*

Факт роста денежных доходов населения в абсолютном выражении, направляемых на приобретении недвижимости, также подтверждается статистикой предыдущих лет, и в частности, посткризисным периодом 2002-2005 годов.

Как следствие, с учетом ожидаемых объемов нового строительства в России, описанное выше поведение населения приведет, по нашим расчетам, к среднегодовому росту цен на недвижимость в районе 4-7% в 2018-2020 годах.

**Индекс среднегодовых цен на рынке жилой недвижимости РФ (за 1 принято значение индекса в 2008 году)**




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

## Будущее рынка недвижимости в посткризисный период

Для того чтобы оценить, как же именно будет развиваться рынок недвижимости в новых экономических условиях, мы используем модель спроса и предложения. Разработанная нами модель спроса и предложения на рынке недвижимости позволяет учесть то, каким образом особенности поведения населения в новых реалиях повлияют на изменение цен на недвижимость.

**Первым этапом** в модели является прогнозирование номинального ВВП. Для этого спрогнозируем рост реального ВВП и дефлятор ВВП. Наши прогнозы до 2020 года представлены в таблице 2.1.

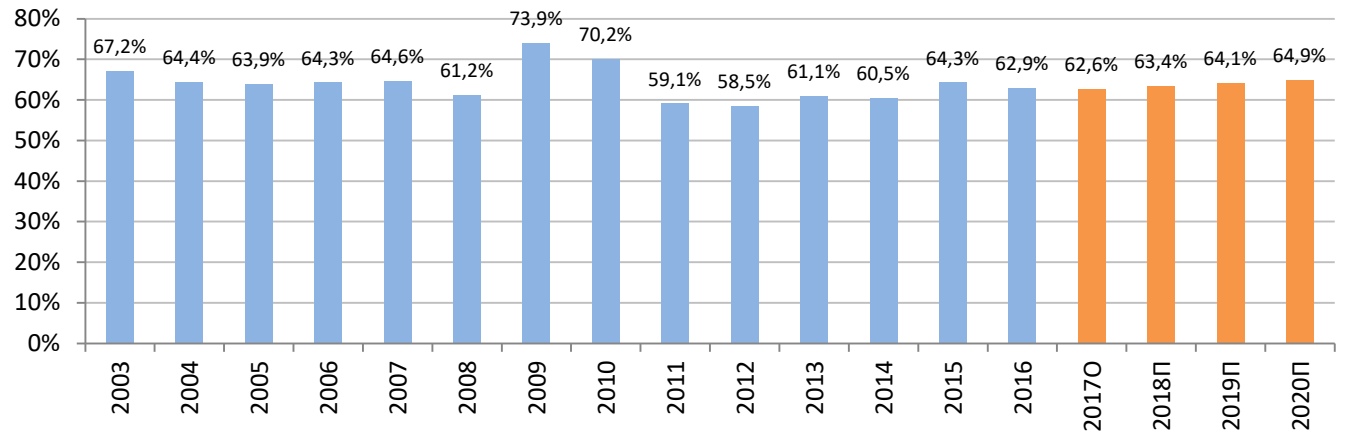
**Таблица № 2.1. Прогноз реального и номинального ВВП**

| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| Прирост ВВП, реальный | -0,2% | 1,7% | 2,0% | 2,3% | 2,7% |
| Дефлятор ВВП | 3,6% | 1,9% | 3,5% | 4,0% | 4,8% |
| Инфляция | 5,4% | 3,5% | 4,4% | 4,5% | 4,4% |
| Прирост ВВП, номинальный | 3,4% | 3,6% | 5,5% | 6,4% | 7,6% |

Мы ожидаем, что в период 2018-2020 годов темп роста реального ВВП будет увеличиваться с 2% в 2018 году до 2,7% в 2020. При этом основной вклад в рост ВВП внесет рост конечного потребления со стороны населения, в то время как динамика инвестиций и расходов государства будет оставаться умеренно-слабой.

**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 2016 годы в среднем составляла 65%. По нашему мнению, на фоне продолжения экономического роста доля доходов населения в ВВП может увеличиться как раз до 65% по итогам 2020 года.

**Доходы населения, % ВВП**




*Источники: Росстат, оценки УК «Арсагера»*

В результате кризиса 2008-2009 гг. структура ВВП существенно 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 в структуре ВВП превышала 70%.

Таблица № 2.2. Прогноз денежных доходов

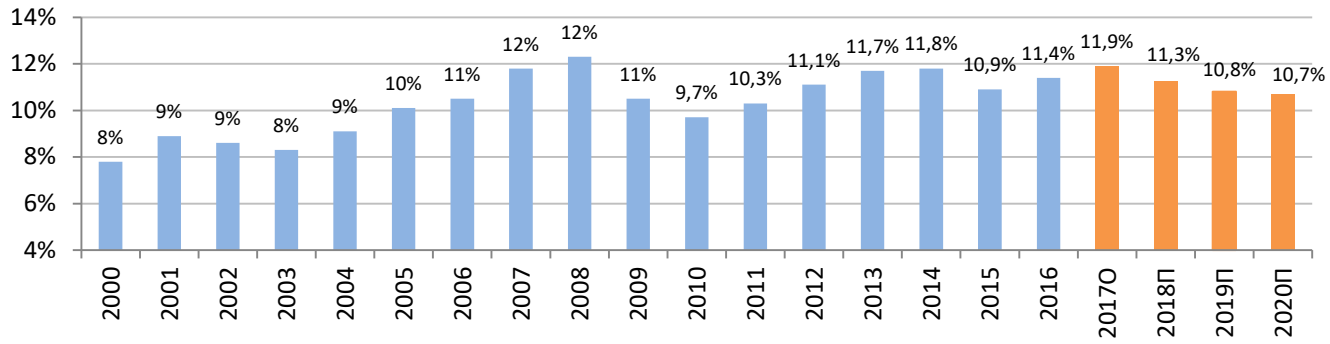
| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| Прирост денежных доходов, номинальный | 1,1% | 3,2% | 6,8% | 7,6% | 8,9% |
| Инфляция | 5,4% | 3,5% | 4,4% | 4,5% | 4,4% |
| **Прирост располагаемых денежных доходов, реальный** | **-4,1%** | **-1,5%** | **2,2%** | **3,0%** | **4,3%** |

По итогам 2017 года мы ожидаем замедление снижения реальных денежных доходов до уровня 1,5% в связи со снизившейся инфляцией, а также увеличения номинального объема денежных доходов. Мы ожидаем, что в 2018-2020 годах значения темпов роста реальных доходов будут стремиться к 4,3%.

**Третий этап** – прогнозирование 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.

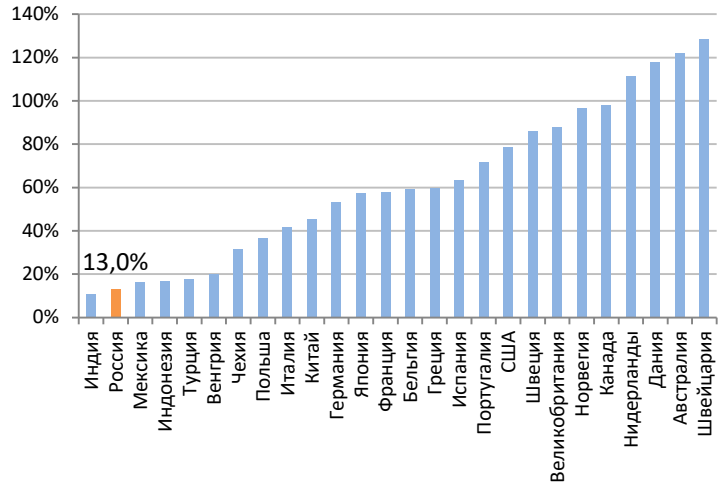
**Доля обязательных платежей и взносов в денежных доходах населения**




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

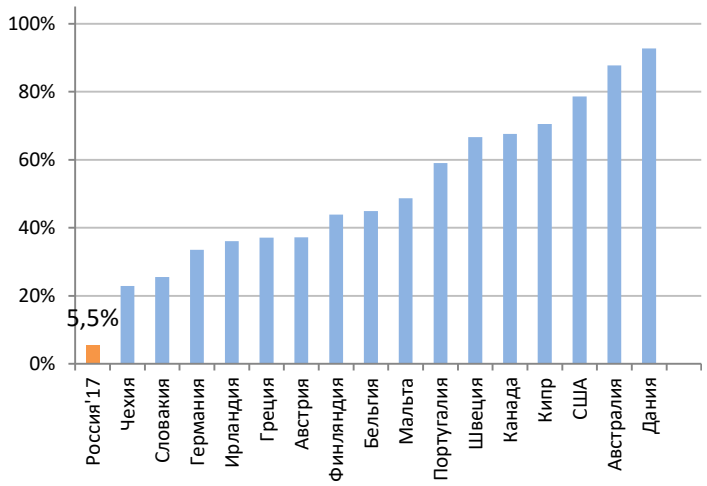
**Обязательные платежи и взносы** в качестве основных статей включают в себя оплату коммунальных услуг, а также выплату процентов по кредитам. Исторически наблюдался плавный, но неуклонный рост данной составляющей расходов населения, обусловленный двумя факторами: ускоренной индексацией тарифов на услуги ЖКХ и естественных монополий, а также ростом объема кредитов, выданных физическим лицам (проценты по кредитам являются одной из составных частей в статье «Обязательные платежи и взносы»). Мы прогнозируем некоторое сокращение доли обязательных платежей и взносов в денежных доходах, в основном за счет последующего снижения выплат процентов по кредитам, обусловленных уменьшением процентных ставок в будущем, а также в связи с планами по снижению темпов индексации тарифов ЖКХ и естественных монополий на фоне замедления роста потребительских цен. Вместе с этим, по нашему мнению, принимаемые правительством меры по стабилизации ситуации на валютном рынке, а также меры по таргетированию инфляции позволят снизить процентные ставки, что увеличит доступность кредитования, в том числе и ипотечного.

**Объем кредитов физическим лицам, % ВВП**




*Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ*

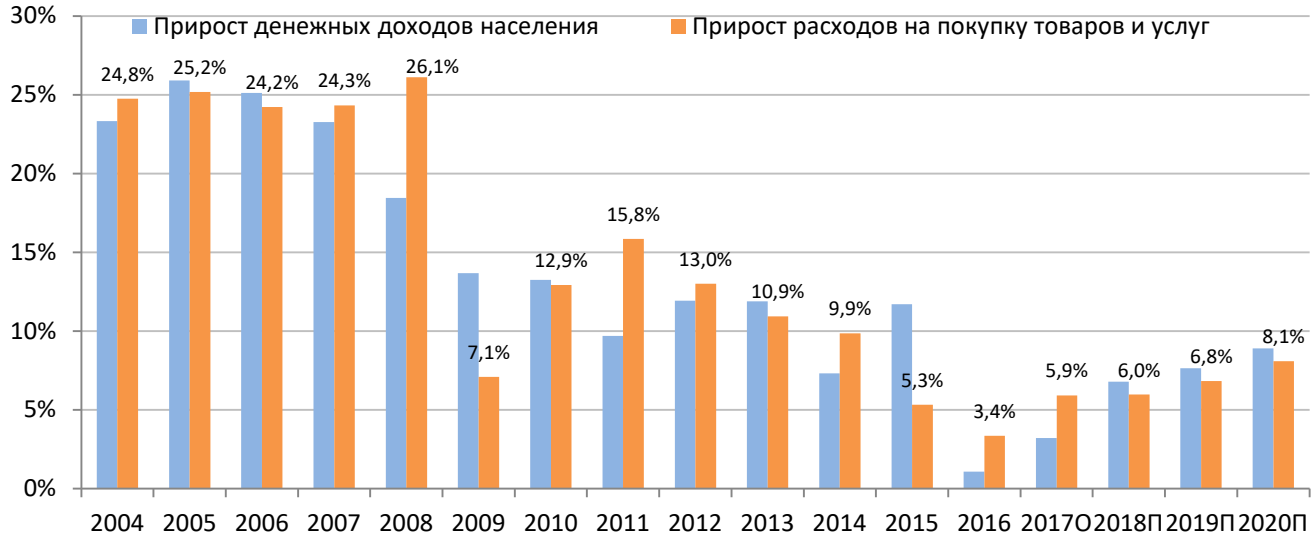
**Объем выданных ипотечных кредитов, % ВВП**




*Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ*

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

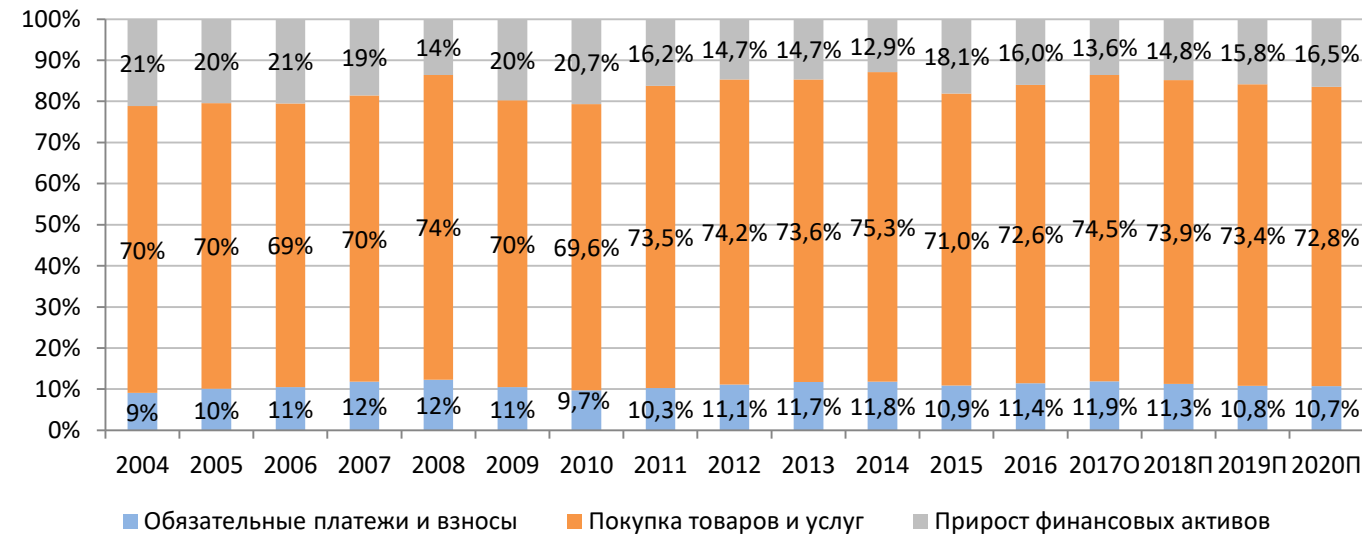
**Изменение денежных доходов и расходов на покупку товаров и услуг**




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

Третья, последняя составляющая расходов населения – **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. Как мы видим, структура расходов населения довольно инертна. Подводя итог, отметим, что в соответствии с нашими прогнозами в 2018-2020 годах будет наблюдаться небольшой рост средств, направляемых на сбережения, который будет происходить за счет снижения доли обязательных платежей и взносов населения в совокупных расходах. Однако, принимая во внимание замедлившуюся инфляцию, мы считаем, что население будет не готово значительно сокращать долю трат на приобретение товаров и услуг.

**Структура расходов населения**



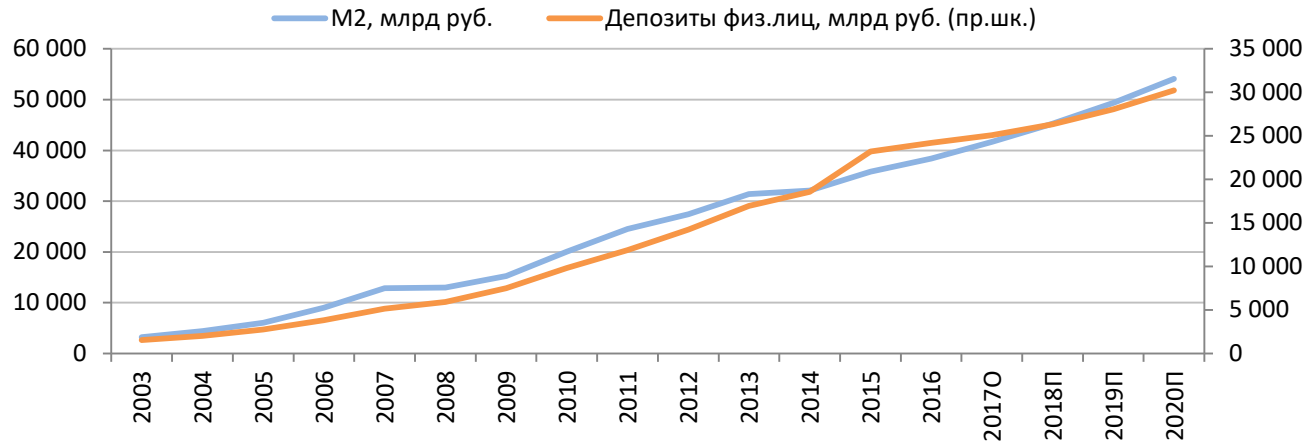

*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

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 тесная прямая зависимость между объемом денежной массы и этой статьей сбережений. Данная связь показана на графике ниже.

**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. До 2007 года это происходило в основном за счет притока валюты от внешнеэкономической деятельности. Однако начиная с 2007-2008 годов роль банков (через увеличение объемов кредитования) становится ключевой в увеличении

денежной массы. Ранее мы уже говорили о том, что доля доходов населения в общих доходах всех экономических агентов – величина практически постоянная. В связи с этим и доля депозитов физических лиц также близка к константе.

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

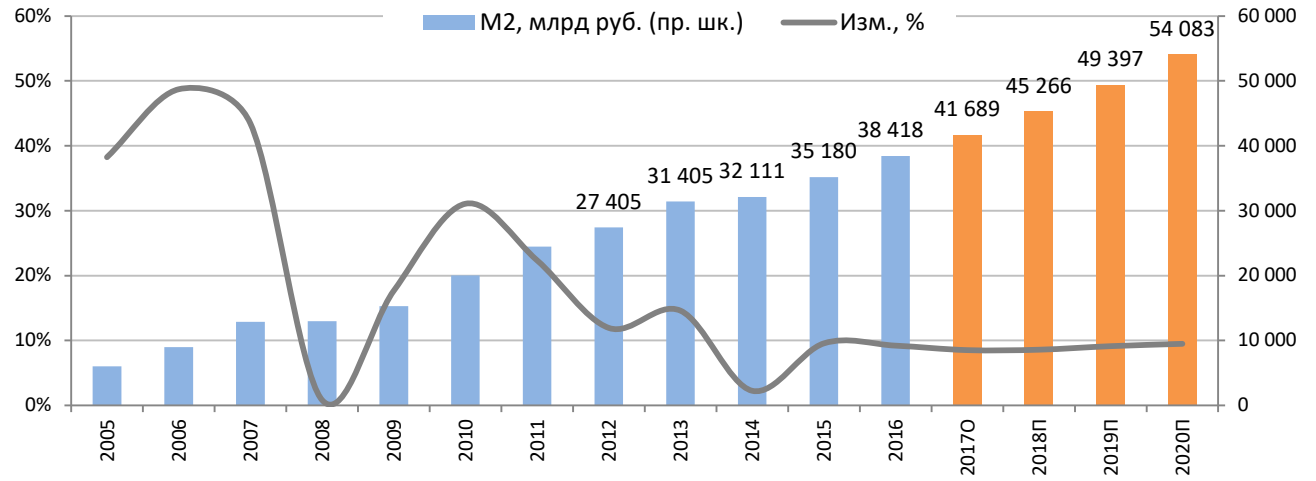
Однако кризис 2008 года снова подорвал доверие населения к альтернативным способам вложения средств. Многие инвесторы потеряли существенную часть своих инвестиций из-за падения на фондовом рынке. Покупатели недвижимости на пике экономического роста также пострадали от падения цен на рынке. С началом 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 поддержке 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 так до сих пор и не восстановилось. Мы не прогнозируем, что отношение населения к другим инструментам сбережения средств кроме депозитов изменится в лучшую сторону. Поэтому мы считаем, что основными реципиентами сбережений населения по-прежнему останутся банки (при этом темп роста объема депозитов населения будет отставать от темпов роста денежной массы). Принимая во внимание усилия Банка России по сокращению «серого» сектора в банковской системе (в рамках оздоровления банковского сектора за 2017 год Центральный банк лишил лицензии около 50 банков, а за последние три года кампании по оздоровлению финансовой системы – уже более 300), можно ожидать, что продолжится переток вкладчиков из банков «второго эшелона» в банки, являющиеся лидерами отрасли. На фоне снижения процентных ставок в экономике это приведет к тому, что через какое-то время вкладчики в поисках повышенной доходности обратят свое внимание на альтернативные объекты инвестиций – прежде всего, на недвижимость.

Что касается денежной массы, то мы ожидаем, что ее темпы роста в 2018 году составят 8,6%. Дальнейшее прогнозируемое восстановление цены на нефть должно поддержать темпы роста денежной массы. По нашему мнению, темпы роста показателя М2 в 2019 и 2020 годах составят 9,1% и 9,5% соответственно. Данная оценка основана на наших собственных прогнозах цен на нефть, и соответственно, ожидаемом притоке денег от внешнеэкономической деятельности.

Однако стоит отметить, что данные темпы роста денежной массы могут поспособствовать некоторому увеличению темпов инфляции с текущих уровней. Тем не менее, мы полагаем, что рост цен в период 2018-2020 годов будет оставаться в диапазоне 4-5%, что, в свою очередь, будет создавать благоприятные условия для снижения уровня процентных ставок в экономике и, как следствие, для роста объемов кредитования, в том числе и ипотечного.

По данным Банка России, на 1 ноября 2017 года объем денежной массы составил 39,7 трлн рублей, увеличившись на 10% к соответствующему месяцу предыдущего года. С начала 2017 года рост денежной массы составил всего 3,3%.

**Темпы прироста денежной массы**

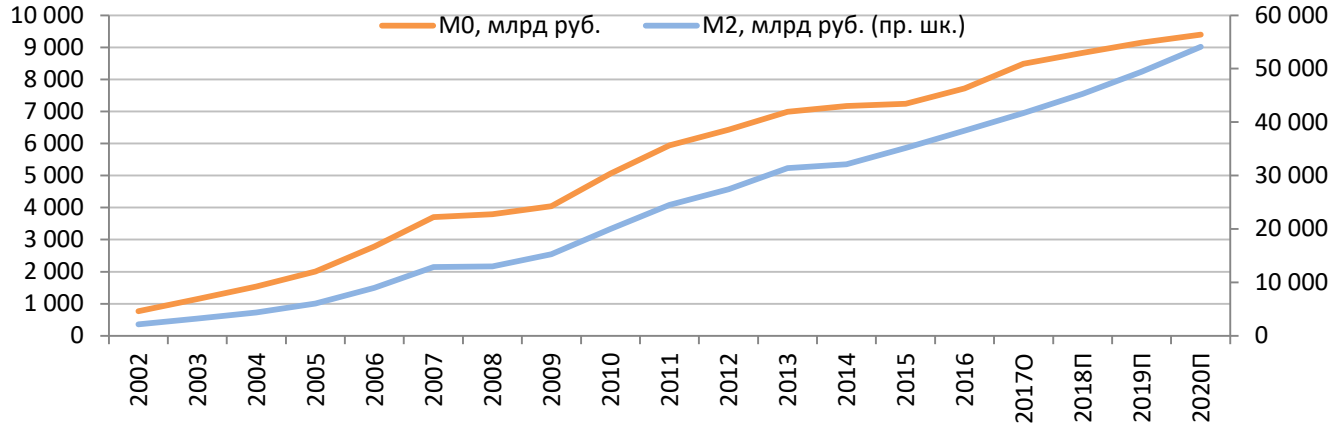



*Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»*

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 Центральным Банком или создаваться коммерческими 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 рубль 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**



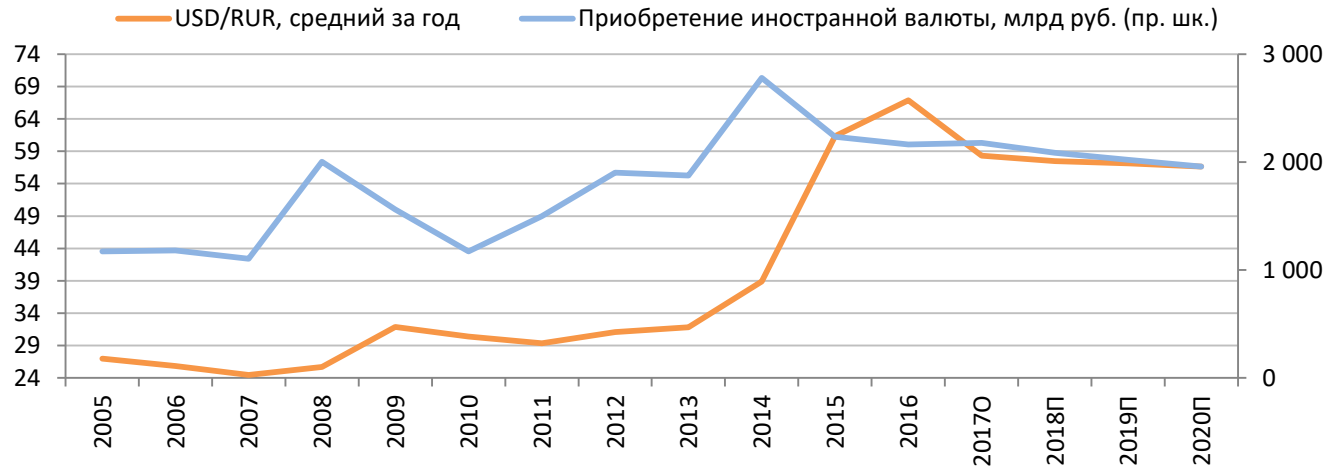

*Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»*

На графике показано, что в России в 2002-2016 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 медленнее, чем денежная масса.

По состоянию на 1 ноября 2017 года количество наличных денег составило 8 072 млрд руб. по сравнению с 7 339 млрд руб. в ноябре 2016 года, что означает рост на 10% за год. За этот же период денежная масса выросла на те же 10% (с 36 051 до 39 668 млрд руб.). Таким образом, на указанном периоде темпы роста денежной массы и наличных денег были равны.

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 росте курса доллара объем наличной иностранной валюты у населения увеличивается. 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. Мы ожидаем, что наблюдаемая нами стабилизация, и даже некоторое укрепление среднегодового курса рубля в течение 2017 года приведет к тому, что население будет постепенно снижать долю своих денежных доходов, направляемую на приобретение иностранной валюты. Таким образом, номинальные объемы приобретения валюты также будут снижаться.

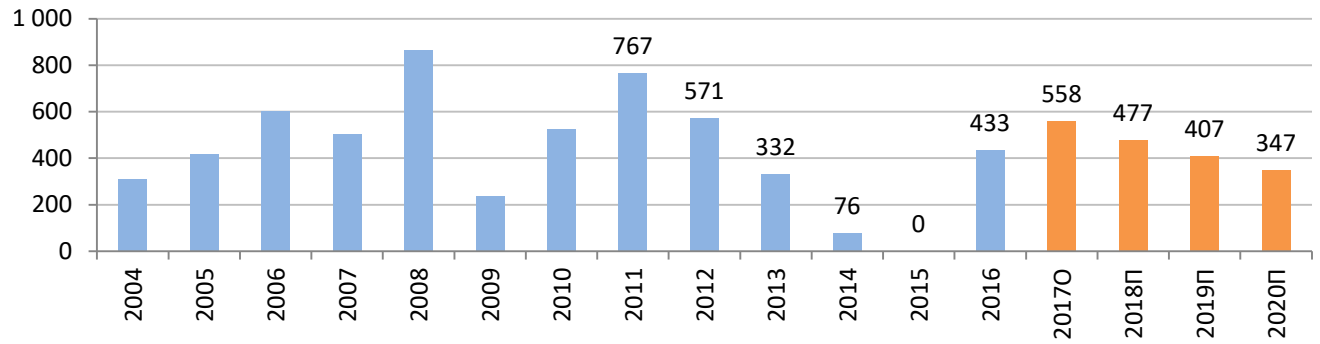
**Приобретение иностранной валюты и среднегодовой валютный курс**




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

В 2017 году среднегодовые цены на сырье сложились выше соответствующих цен 2016 года. При этом мы прогнозируем их дальнейшее восстановление. В условиях ожидаемого опережающего роста экспорта над импортом, положительное сальдо счета текущих операций будет увеличиваться. Как следствие, этот факт может оказать поддержку курсу рубля. Как мы уже отмечали, по нашему мнению, население в таких условиях предпочтет большую стабильность своих сбережений и не будет покупать в массовом порядке иностранную валюту. Соответственно, по нашим оценкам, объем иностранной валюты на руках у населения будет снижаться. Отметим, что приобретенную валюту население может либо держать на руках, либо поместить на депозиты. В целях недопущения ошибки двойного счета при оценке суммарного объема наличных средств на руках у населения, мы делаем предположение о том, что приобретенную валюту физические лица направляют на вклады. Таким образом, прогнозируемые объемы приобретенной иностранной валюты учитываются в статье «депозиты физических лиц». На графике ниже представлены ожидаемые нами объемы наличных рублей, которые население будет держать на руках. При оценке этого показателя мы опираемся на официальные данные Росстата о балансе денежных доходов и расходов населения РФ.

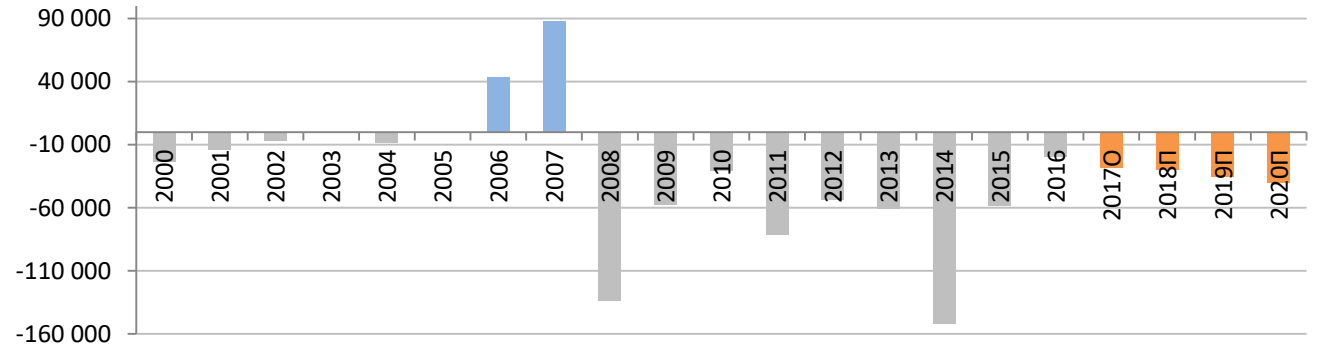
**Изменение количества денег на руках населения, млрд руб.**




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

**Приток частного капитала** – следующая структурная составляющая. Он отражается по капитальному счету платежного баланса. В 2016 году по данным ЦБ РФ чистый вывоз капитала частным сектором составил минимальные с 2007 года (который характеризовался притоком капитала) 19,8 млрд долл. По предварительной оценке Центрального Банка, за 11 месяцев 2017 года отток капитала из России составил 28 млрд долл., а по итогам года, по нашему мнению, он может составить 30 млрд долл. На будущие годы к прогнозу по оттоку капитала мы подходим достаточно консервативно, ожидая, что по мере роста доходов резидентов страны, параллельно будут увеличиваться и объемы приобретения зарубежных финансовых активов, в связи с чем отток капитала может увеличиться. Тем не менее, мы ожидаем, что отток капитала к 2020 году не будет превышать 40 млрд долл.

**Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором, 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, то задолженность населения по кредитам будет также увеличиваться. Этот же вывод подтверждает историческая динамика с 2003 по 2013 гг.

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. Похожая ситуация наблюдалась и в 2015 году, когда задолженность сократилась на 344 млрд руб.

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

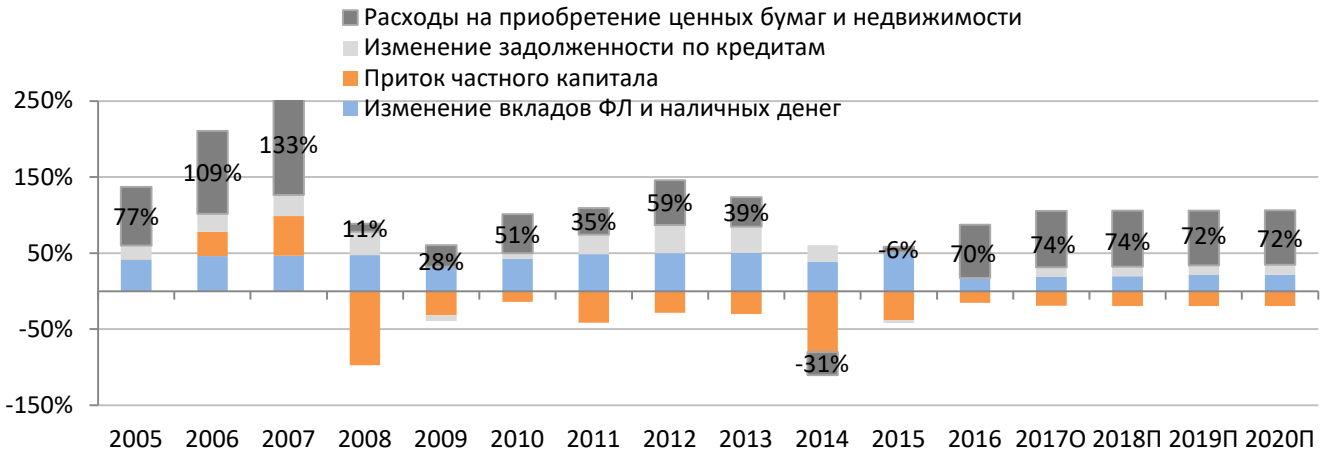
**Изменение задолженности по кредитам и М2 (пр. шк.)**




*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.

**Изменения в структуре сбережений**




*Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»*[2]

[2] 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 100% суммарной долей изменения вкладов ФЛ и наличных денег и расходов на приобретение ценных бумаг и недвижимости.

В 2008 году суммарные расходы на приобретение ценных бумаг и недвижимости резко сократились. В 2009-2012 мы наблюдали их постепенное восстановление, пока отток капитала в 2013-2015 годах не привел к сокращению доли этих расходов. Отрицательные значения в 2014 году обусловлены продажами ценных бумаг на фоне роста оттока капитала, в то время как резкое замедление оттока капитала в 2016 году привело к значительному увеличению расходов на приобретение ценных бумаг. По нашим прогнозам, в 2018-2020 годах доля этих расходов в сбережениях будет оставаться достаточно стабильной.

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.

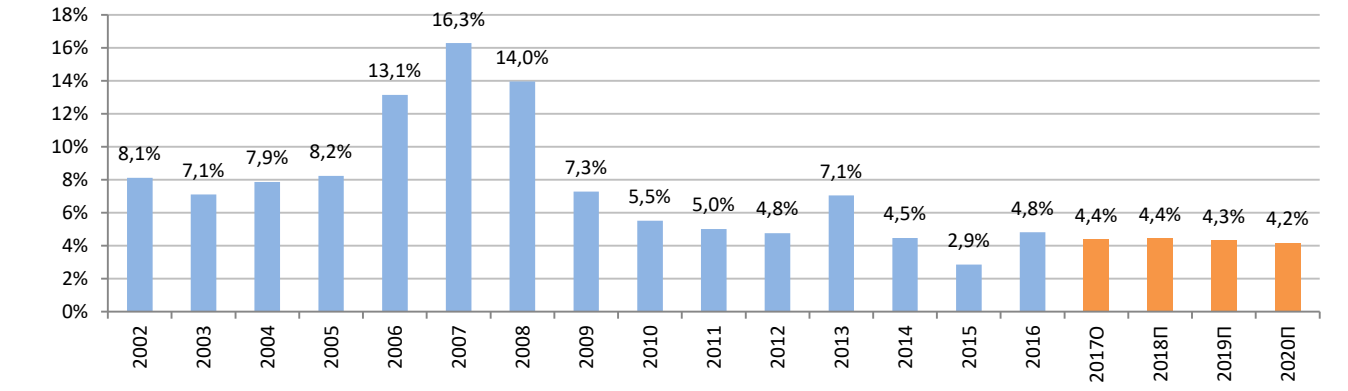
**Доля расходов на недвижимость в сбережениях**




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

Поскольку поведение потребителя в периоды достатка и кризиса значительно различается, то и структура сбережений будет различной. В 2008-2009 гг. Россия также столкнулась с кризисом, выход из которого занял несколько последующих лет. В 2014 году из-за значительных девальвационных ожиданий населения произошел скачок доли, занимаемой расходами на недвижимость в сбережениях до 35%, после чего эта доля сократилась до 16% в 2015 году на фоне роста процентных ставок и перетока значительной части сбережений населения во вклады. После этого приток средств во вклады замедлился, и в 2016 году доля недвижимости в сбережениях вновь выросла до 30%. Мы полагаем, что в ближайшие годы указанная доля будет стремиться к 25-27%, что соответствует докризисным значениям 2011-2013 гг. В абсолютном выражении расходы на недвижимость будут увеличиваться параллельно с ростом сбережений.

**Доля расходов на недвижимость в денежных доходах**

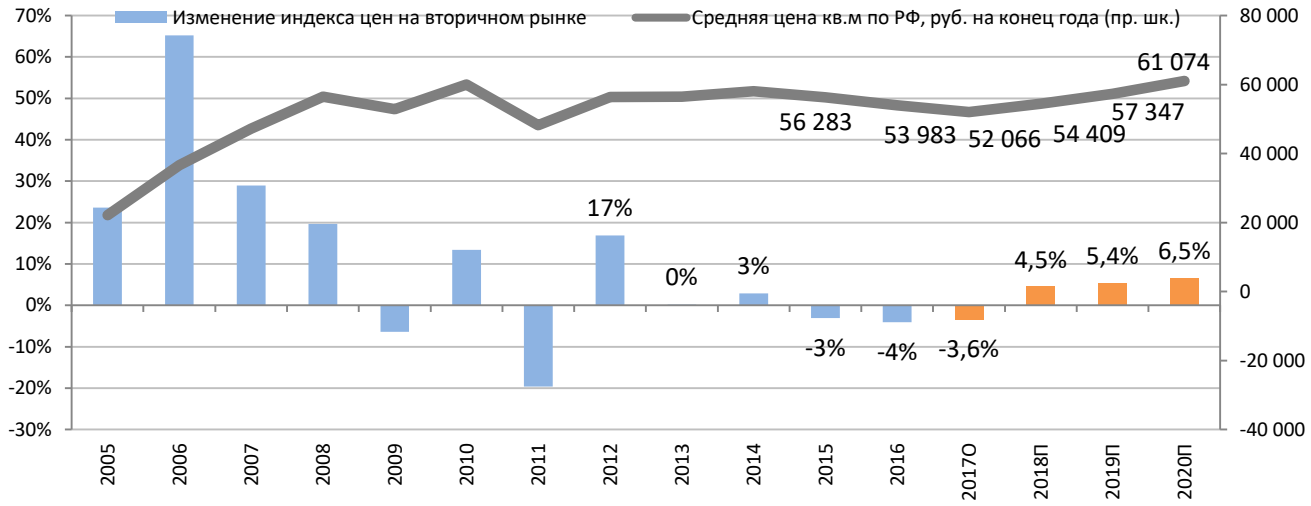



*Источники: Росстат, ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»*

На графике выше изображена историческая динамика доли расходов на недвижимость в денежных доходах населения. Мы считаем, что в период 2018-2020 годов доля расходов на недвижимость будет находиться на стабильном уровне в районе 4,2%-4,4% от денежных доходов. Таким образом, прогнозируя расходы на недвижимость на 2018-2020 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 2018-2020 гг. Согласно результатам нашей модели (см. стр. 51), рост средних цен на недвижимость по России в 2018-2020 гг. составит, соответственно 4,5%; 5,4% и 6,5%, с 52 066 руб. в 2017 году до 61 074 руб. в 2020.

**Средняя цена на кв. м жилой недвижимости в РФ**




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

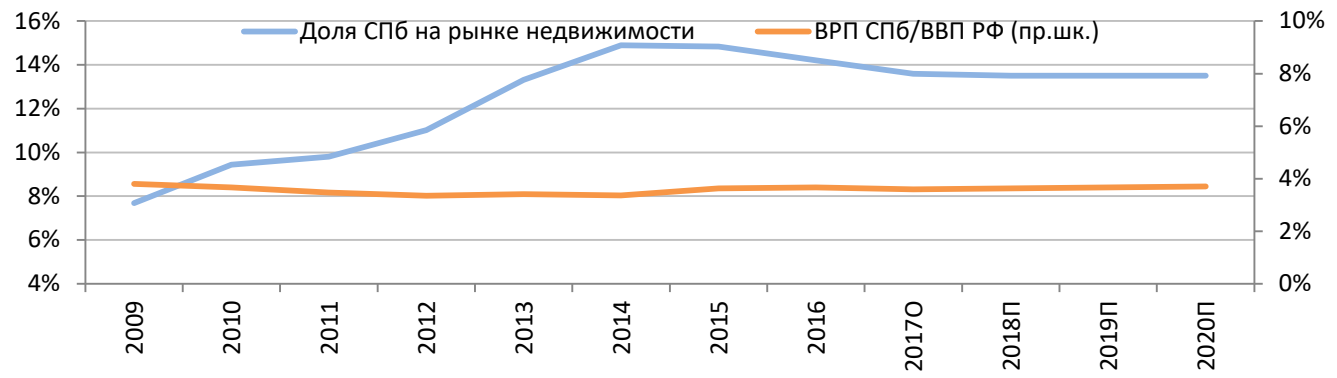
## Доля Санкт-Петербурга в расходах на недвижимость

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 Санкт-Петербургу 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. Мы считаем, что экономика города в будущем будет расти умеренными темпами. Подробнее об этом рассказано в разделе «Анализ факторов спроса и предложения на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга».

Если доходы жителей Санкт-Петербурга растут быстрее доходов по России, то и рост расходов на рынке недвижимости происходит более быстрыми темпами. Тем не менее, за период 2011-2014 годов доля Санкт-Петербурга в расходах на рынке недвижимости России существенно увеличилась, поэтому мы считаем, что в ближайшие годы эта доля будет оставаться на достаточно стабильном уровне.

**Доля Санкт-Петербурга в экономике России и на рынке жилой недвижимости[3]**

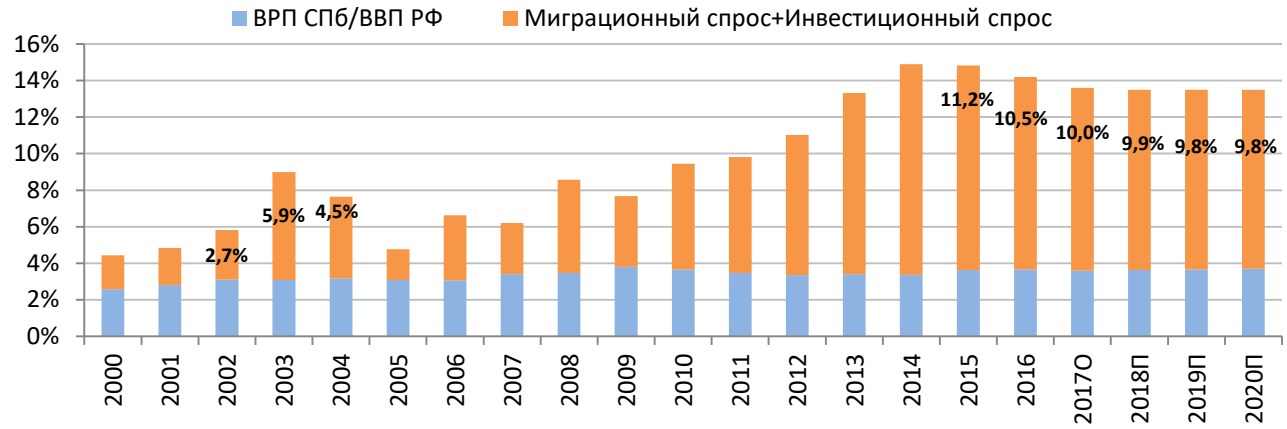



*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

Соотношение ВРП Петербурга и ВВП России является достаточно стабильной величиной, близкой к 4%. На графике мы видим, что доля расходов на недвижимость превышает долю ВРП Санкт-Петербурга в ВВП России, причем отрыв до определенного времени только увеличивался. Это объясняется тем фактом, что спрос на недвижимость в Санкт-Петербурге предъявляется не только жителями города, но также жителями других регионов, что связанно с притоком мигрантов в город.

С другой стороны, историческая динамика показывает более значительные отклонения доли расходов на рынке недвижимости от доли города в экономике России. Мы полагаем, что рост этих значений с 2%-4% в середине 2000-х до 11,5% в 2014 г. 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 будет оставаться на уровне 3,5%-3,6% в 2018-2020 годах, а миграционный и инвестиционный спрос будут добавлять к этому значению порядка 10 процентных пунктов.

[3] В предыдущих версиях исследования (до 2014 г) вычислялась на основе расчетных данных об общих расходах на недвижимость по собственной модели, в текущей версии при вычислении используются данные о расходах на недвижимость в РФ, предоставленные Росстатом

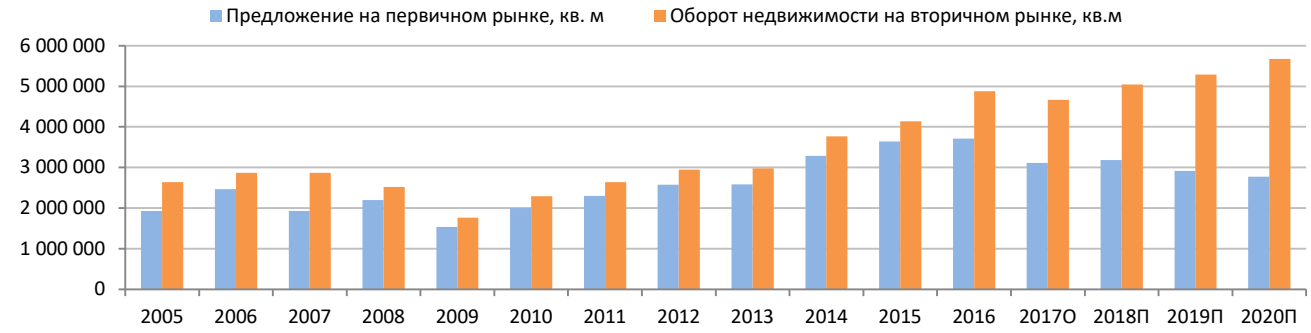
## Предложение жилой недвижимости в Санкт-Петербурге и прогноз цен

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 достаточной точностью можем спрогнозировать предложение на первичном рынке до 2020 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, мы можем наблюдать постепенное увеличение оборота, выраженного в процентах от жилого фонда, поэтому здесь мы ожидаем небольшой рост оборота недвижимости на вторичном рынке с 3,5% в 2017 году до уровня 4% в 2020. Имея прогноз объемов 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.

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»*

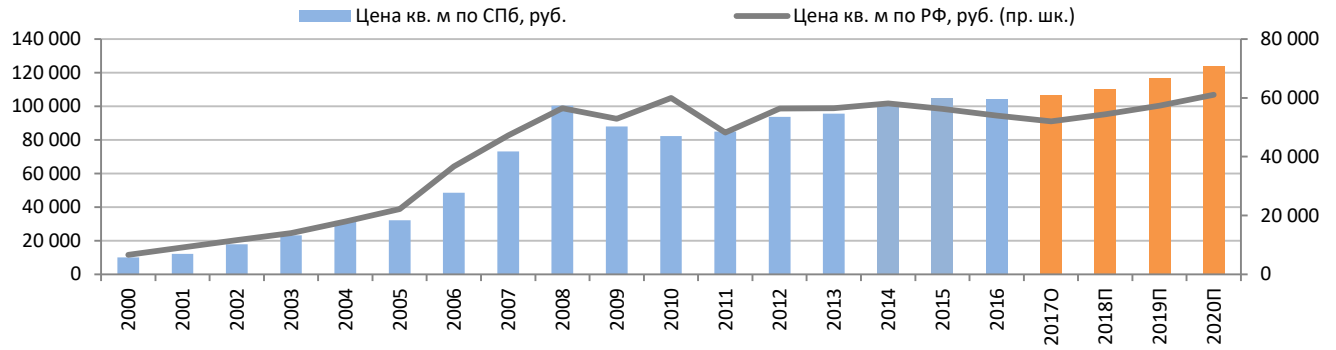
С 2011 года на рынке жилья в Санкт-Петербурге наблюдался непрерывный рост средневзвешенных цен на вторичном рынке недвижимости до тех пор, пока в 2016 году средняя по году стоимость жилья не снизилась на 0,6%. Соответственно, новые деньги на вторичный рынок в этот период не поступили. При этом в 2017 году поступления денег на вторичный рынок жилья Санкт-Петербурга возобновились, и в перспективе ближайших лет, по нашей оценке, они будут постепенно увеличиваться. Оценку их объема мы продемонстрируем ниже.

На основании нашего прогноза по спросу и предложению на рынке жилой недвижимости мы можем спрогнозировать динамику цен до 2020 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 поступательный рост цен на рынке жилой недвижимости, как в России, так и в Санкт-Петербурге. В результате среднегодовая цена на вторичном рынке в Санкт-Петербурге увеличится с 106,6 тыс. руб./кв. м в 2017 году, до 124,2 тыс. руб./кв. м в 2020 году.**

На 1 декабря 2017 года цена на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге составила 107 245 руб./кв. м по данным www.BN.ru, увеличившись на 1,2% с начала года.

**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 Санкт-Петербурге отражает наше мнение о предполагаемой динамике именно средних цен по городу. Данный прогноз не учитывает влияние структурного сдвига в предложении жилья. В частности, в последние 5-7 лет 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. Сдвиг в структуре предложения жилья снизил репрезентативность индекса цен на недвижимость, который строит агентство www.BN.ru.

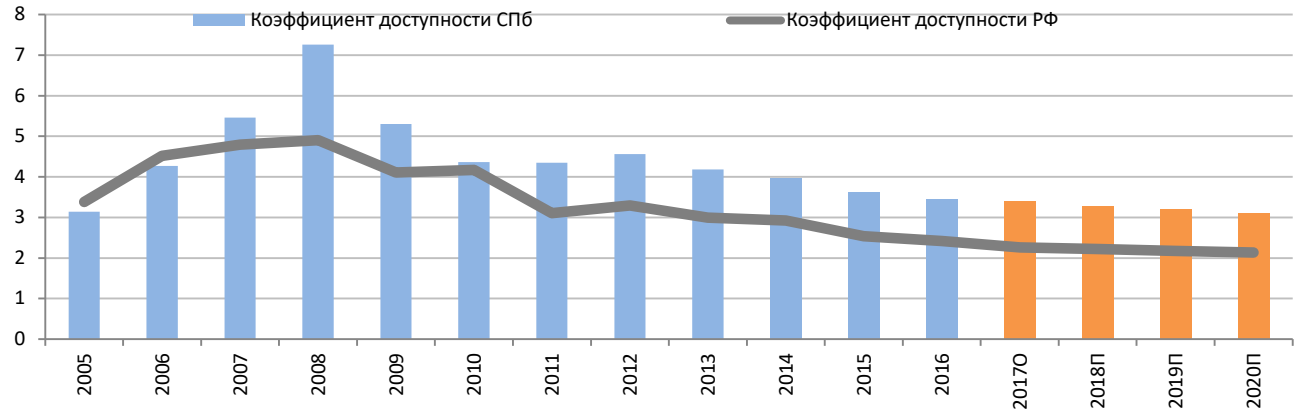
## Недвижимость по-прежнему доступна

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, среднее значение коэффициента доступности жилья по России за период 2018-2020 гг. составляет 2,2.

Коэффициент доступности жилья в Санкт-Петербурге традиционно выше соответствующего коэффициента по России, что объясняется большим миграционным и инвестиционным спросом. Несмотря на прогнозируемый нами рост цен, доступность жилья в ближайшие годы, по нашему мнению, не будет снижаться по сравнению с 2017 годом, что объясняется превышением темпов роста доходов населения города над средним по России уровнем.

**Коэффициент доступности жилья в России и Санкт-Петербурге**

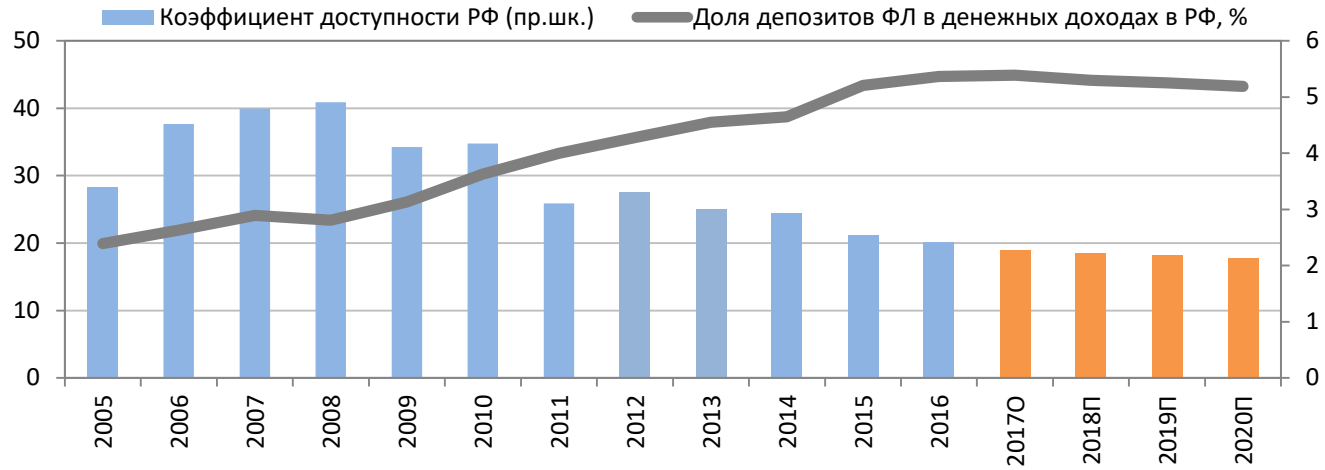



*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

Объяснить отсутствие роста цен на недвижимость, выраженных в доходах населения, можно смещением структуры предложения в пользу объектов, находящихся на границе города и области, стоимость квадратного метра в которых является более низкой. Подобная ситуация характерна не только для Санкт-Петербурга, но и для других городов страны.

Мы ожидаем, что доля депозитов в денежных доходах населения страны будет медленно сокращаться, при этом стоимость недвижимости, выраженная в доходах населения, в целом по стране будет оставаться стабильной.

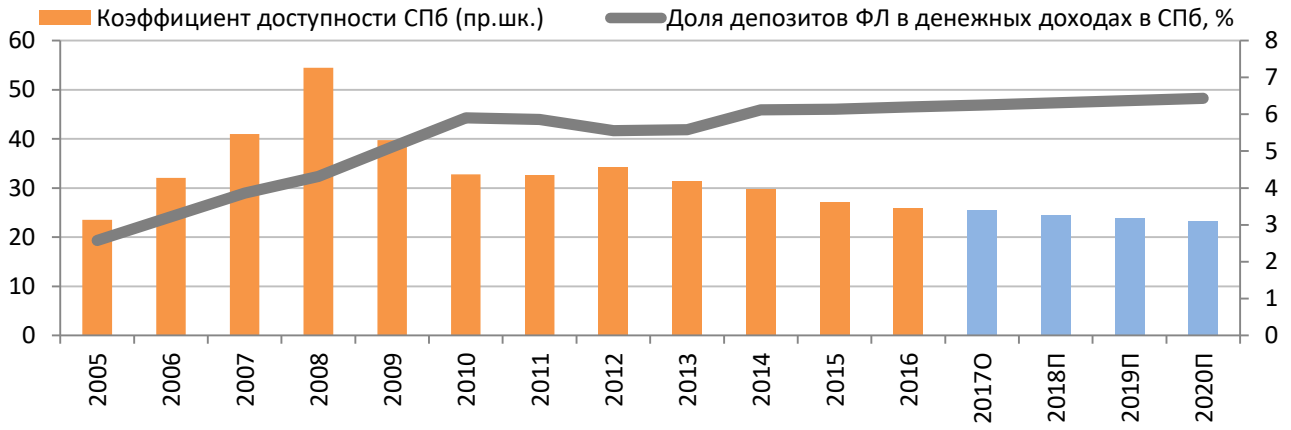
**Коэффициент доступности жилья в России и доля депозитов физических лиц [4]**




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

[4] 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 развиваться рынок недвижимости в России и Санкт-Петербурге, основываясь на особенностях поведения населения в различных экономических условиях.

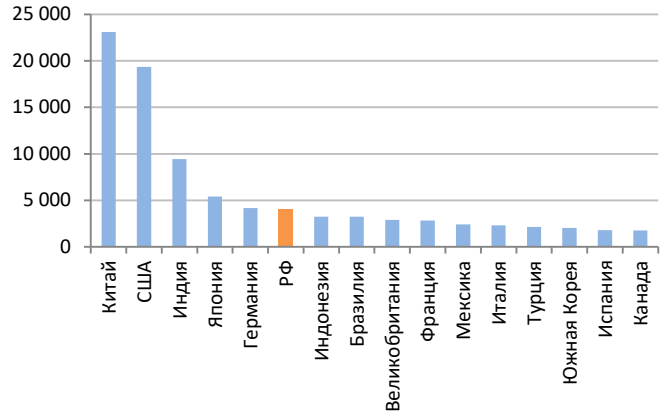
Подробные расчеты представлены в разделе «Описание моделей и расчеты динамики цен на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге».

# Привлекательность российского рынка недвижимости (долгосрочные факторы инвестиционной привлекательности)

## Анализ макроэкономических факторов в России

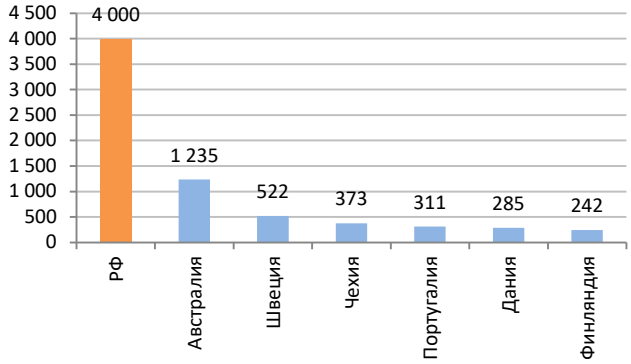
**ВВП и располагаемый доход.** Начиная с 1999 года и на протяжении последующих десяти лет, российская экономика была одной из самых быстрорастущих в мире. И хотя этот рост во многом поддерживался высокими ценами на нефть, экономическое развитие страны все же впечатляет. В 1999 году ВВП России был сравним с ВВП Дании. Сейчас же величина ВВП России превышает величину ВВП Австралии, Швеции, Чехии, Португалии, Дании и Финляндии, вместе взятых. При этом с того времени ВВП России по паритету покупательной способности поднялся с 10 на 6 место в мире.

**ВВП по ППС в 2017 году, млрд USD**




*Источник: МВФ*

**ВВП по ППС в 2017 году, млрд USD**




*Источник: МВФ*

Согласно оценкам, содержащимся в докладе МВФ о состоянии и перспективах мировой экономики (World Economic Outlook 2017, октябрь 2017), по итогам 2017 года Россия по величине ВВП по паритету покупательной способности сохранит шестое место в мире.

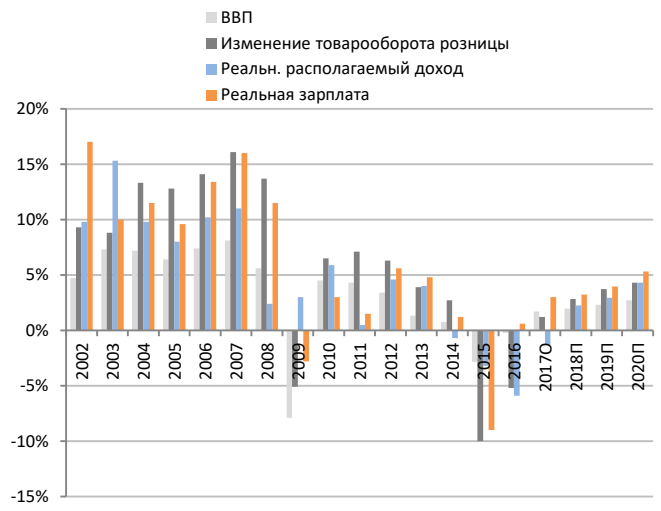
Быстрый экономический рост в посткризисный период привел к значительному увеличению потребления. В результате Россия с населением в 143,7 млн человек продолжала оставаться интересной для инвесторов. По нашим оценкам, экономика будет продолжать развиваться, чему будет способствовать значительный потенциал внутреннего рынка.

В нашей стране спрос населения на большинство товаров и услуг не удовлетворен. Ярким примером является спрос на жилую недвижимость, которая представляет собой базовую потребность. В России количество квадратных метров жилой площади, приходящихся на одного человека, в полтора раза ниже, чем в Европе, почти в 3 раза ниже, чем в США и на 50% ниже, чем в Финляндии. Похожая ситуация наблюдается и с легковыми автомобилями: так, по данным агентства «Автостат», в России в 2017 году на 1 000 жителей приходится всего 290 автомобилей, в то время как в западноевропейских странах это значение составляет 500-600 на 1 000 жителей, а в США – около 800.

Таким образом, в будущем российская экономика останется привлекательной благодаря большому потенциалу внутреннего рынка.

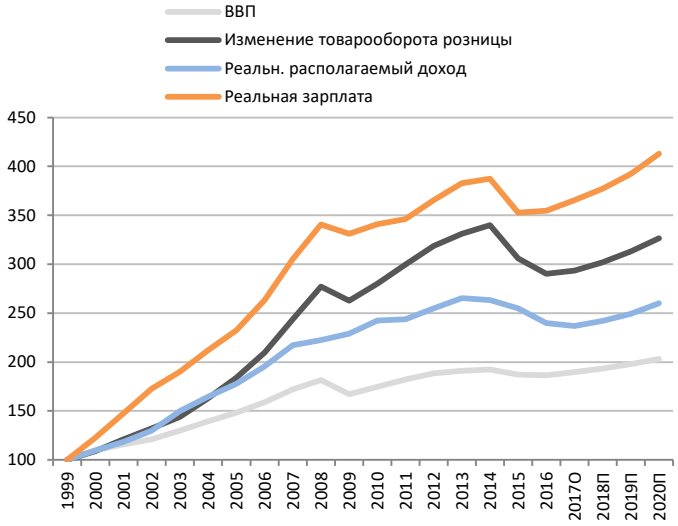
Со времени кризиса 1998 года и до 2009 года в России наблюдался непрерывный экономический рост, и в частности рост показателей, влияющих на спрос. С 1999 года темп роста ВВП составлял в среднем около 6% в год. В тот же период реальные располагаемые доходы населения и товарооборот розничной торговли росли в среднем на 8% и 9% в год соответственно, в то время как средний рост реальной заработной платы составил 10,7% в год. В результате за 17 лет реальный ВВП вырос на 90%, а реальные располагаемые доходы населения и товарооборот розничной торговли в неизменных ценах увеличились в 2,4 и 2.9 раза соответственно. За тот же период реальная заработная плата увеличилась в 3,7 раза.

**Экономический рост, %**




*Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера»*

**Рост показателей, влияющих на спрос, индекс**




*Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера»*

Несмотря на текущие кризисные явления, экономический рост предыдущих лет создал предпосылки для увеличения покупательской способности населения России. С 2000 по 2017 год среднегодовая величина номинального дохода в расчете на одного человека увеличилась с 27,2 тыс. руб. до 379,4 тыс. руб. В то же время ВВП в расчете на одного жителя увеличился с 49,9 тыс. руб. до 605,9 тыс. руб.

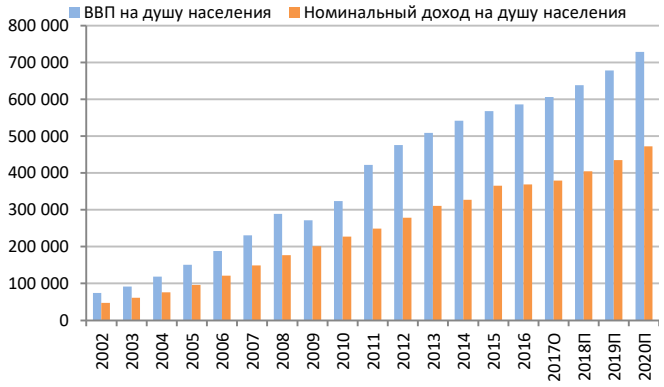
Тренд на увеличение среднедушевых доходов населения должен продолжиться, во-первых, вследствие неудовлетворенного внутреннего спроса, который будет поддерживать восстановление темпов роста отечественного промышленного производства. Во-вторых, это произойдет из-за наличия значительного разрыва между инфляцией, замедлившейся к концу 2017 года до менее чем 4%, и уровнем процентных ставок в экономике, находящимся на уровне 7-9%. Эта ситуация будет приводить к дальнейшему снижению уровня процентных ставок с текущих значений, что будет способствовать росту стоимости целого ряда активов, в том числе и недвижимости. В свою очередь, рост стоимости активов (в том числе финансовых) будет отражаться в увеличении доходов населения.

Восстановление экономики и возобновление роста доходов населения, начавшиеся с 2017 года, приведут к тому, что значительная часть жителей России продолжат улучшать свои жилищные условия.

По нашим прогнозам, к концу 2020 года номинальный доход в рублях в расчете на одного жителя увеличится на 28% (к 2017), в то время как номинальный ВВП России в расчете на душу населения вырастет на 24%.

**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.

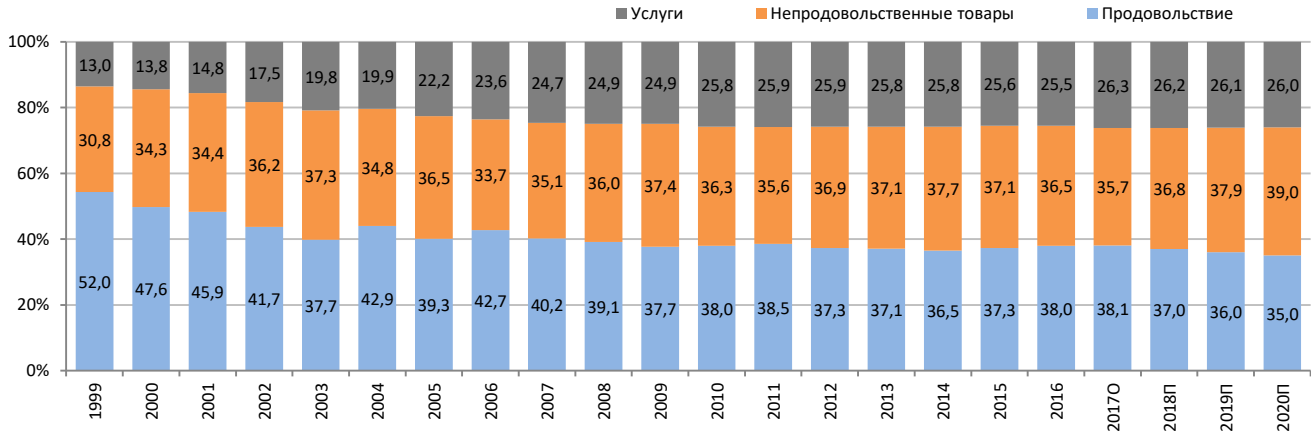
**Прогноз увеличения динамики номинального ВВП и доходов на душу населения, руб.**




*Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера»*

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, %**

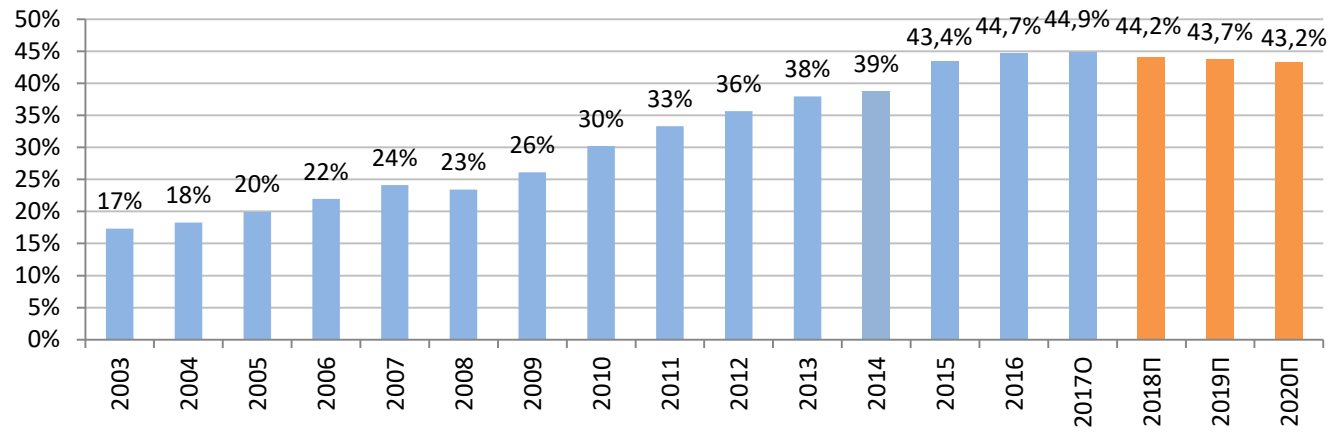



*Источники: Росстат, оценки экспертов УК «Арсагера»*

**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.

Мы считаем, что в ближайшем будущем население продолжит наращивать долю депозитов в своих денежных доходах, отдавая этому активу предпочтение как наиболее надежному способу сохранения своих сбережений. Однако вместе с этим, когда значительные средства уже накоплены, все большая часть населения будет рассматривать и другие варианты вложений. Одним из таких вариантов и является недвижимость.

**Доля депозитов физических лиц в денежных доходах, %**

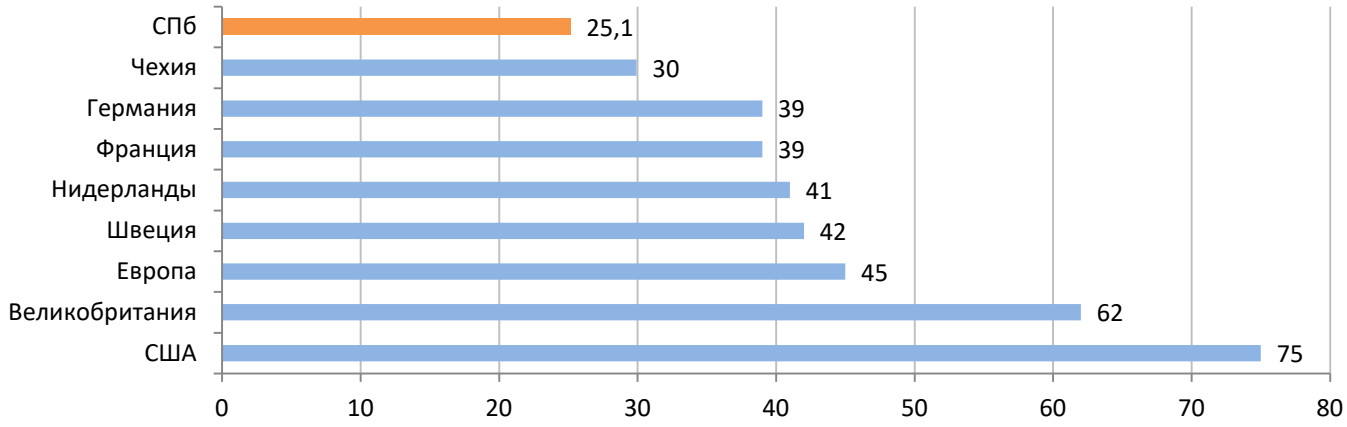



*Источники: Росстат, ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсагера»*

## 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 2017 году, по нашей оценке, в России составил 25,4 кв. м по сравнению с 45 кв. м на человека в Европе и 75 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 2017 году обеспеченность жильем в Санкт-Петербурге составляет, по нашей оценке, 25,1 кв. м на человека.

**Жилой фонд, кв. м/чел., 2017 год**



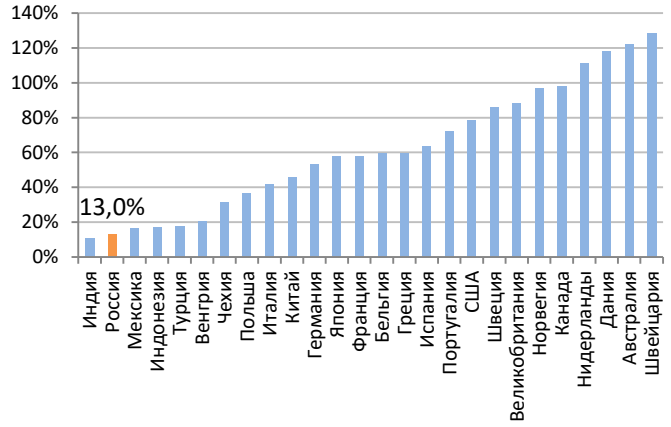

*Источники: Росстат, национальные статистические агентства*

**Развитие ипотеки в России.** Об этом факторе мы уже говорили ранее. Потенциал роста рынка недвижимости во многом зависит от деятельности банков, в частности, от суммы выдаваемых на покупку недвижимости кредитов. Поэтому доступность ипотечных кредитов является крайне важным фактором, который усиливает спрос на жилую недвижимость.

Условия на рынке ипотечного кредитования для заемщиков становятся все более привлекательными по мере смягчения денежно-кредитной политики Центральным Банком на фоне низкой инфляции. Так, за январь-октябрь 2017 объем выданных ипотечных кредитов вырос на 30% по сравнению с аналогичным периодом 2016 года, а средневзвешенная ставка снизилась с 11,5% в конце 2016 до менее 10% по состоянию на октябрь 2017 года. Прогнозируемая нами стабилизация темпов инфляции на уровне 4-5% в ближайшие годы окажет дополнительную поддержку объемам кредитования.

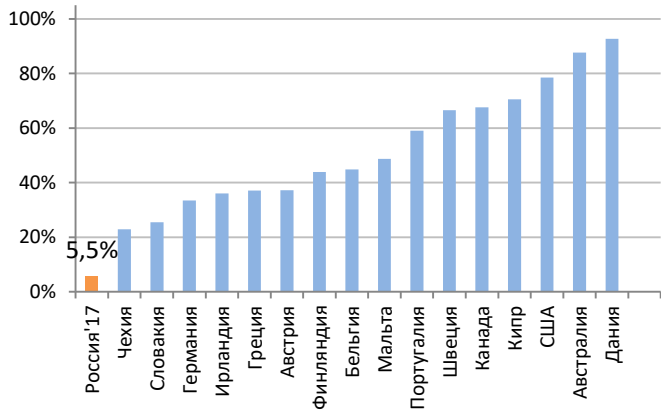
При этом отметим, что рынок кредитования еще очень далек от насыщения. Подтверждением этому служит крайне низкий по сравнению с международными стандартами объем выданных физическим лицам кредитов: в 2017 году он составит около 10,8 трлн рублей, что будет соответствовать около 13,3% ВВП (из них ипотечных кредитов – около 4,4 трлн руб. или около 5,4% 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 быстрее, чем номинальные доходы. Это объясняется, в том числе, существованием у населения «серых» доходов и значительных сумм наличных сбережений.

Мы ожидаем, что процесс «обеления» зарплат, прекратившийся и даже «давший обратный ход» в результате кризиса, возобновится. Предпосылками к этому является не только окончание кризиса, но и продолжающийся процесс очищения банковской системы от кредитных организаций, замеченных в схемах по обналичиванию средств. Мы считаем, что эти действия в достаточно короткие сроки могут привести к существенному сокращению теневого сектора экономики.

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

В 2016 году правительство подтвердило стратегическую цель по увеличению темпов жилищного строительства. Объем ввода жилья к 2020 году должен быть увеличен до 100 млн кв. м с текущего уровня в 80 млн кв. м. Даже если пренебречь невысокой реалистичностью таких планов, а также устареванием жилого фонда, то при таких объемах строительства наша страна сможет достигнуть текущего среднеевропейского уровня обеспеченности не раньше 2045 года.

Следует учитывать и то, что развитие кризисных явлений в экономике в 2015-2016 годах поставило под сомнение планы правительства по дальнейшему увеличению объемов ввода жилой недвижимости. В частности, представители Минстроя отмечают большую необходимость инвестиционных ресурсов в строительной отрасли и длительный срок их окупаемости. Давление на темпы ввода жилой недвижимости будут оказывать и ухудшившиеся финансовые результаты деятельности строительных компаний. Так, по данным Росстата, сальдированный финансовый результат (сумма общей прибыли и общего убытка) российских строительных компаний по итогам января-сентября 2017 года упал на 66,4% по сравнению с аналогичным периодом 2016 года (до 27,3 млрд руб.).

Помимо этого, в 2018 году ожидается отмена долевого финансирования строительства и переход к проектному банковскому финансированию. Напомним, долевое строительство представляет собой форму инвестиционной деятельности в строительстве, при которой застройщик привлекает денежные средства граждан для возведения объектов недвижимости. Отмена действующей системы, по словам российских чиновников, необходима для того, чтобы избежать такого явления как «обманутые дольщики». После отмены Федерального Закона №214, регламентирующего участие в долевом строительстве, купить квартиру можно будет только в готовом доме. Изменения в законодательстве предполагают появление посредника - банка, который будет распоряжаться финансовыми потоками и контролировать деятельность застройщика на протяжении всего строительства объекта. В случае появления проблем с его финансовым положением или нарушения сроков сдачи объекта, достраивать проблемный проект будет другое юридическое лицо.

Отказ от привлечения средств дольщиков вынудит компании обращаться за кредитами в банки. При этом небольшие и средние компании могут попасть в сложную ситуацию, если не смогут найти денежные средства для старта своих проектов. Как следствие, наиболее вероятно сокращение темпов строительства в ближайшее время.

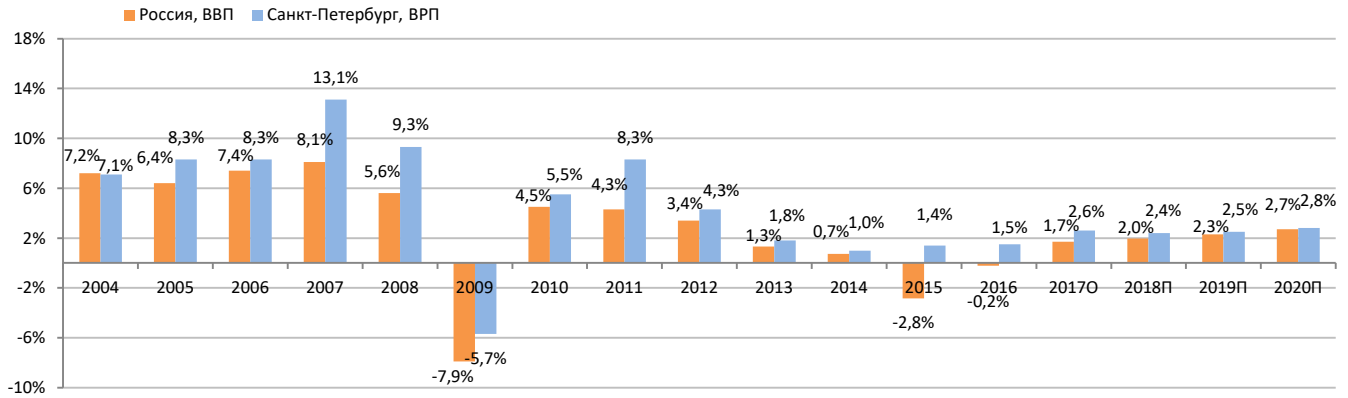
Напомним, в 2015 году в России было введено 85,3 млн кв. м жилой недвижимости, в 2016 году объем ввода жилья уменьшился на 6,4% до 79,8 млн кв. метров, в то время как в 2017 году ожидается сохранение объема ввода недвижимости на уровне предыдущего года.

## Особенности рынка недвижимости в Санкт-Петербурге

**Место Санкт-Петербурга в экономике России.** С численностью населения в 5,3 млн жителей Санкт-Петербург является вторым по величине городом России после Москвы (по официальным данным, численность населения столицы на начало 2017 года составляла 12,4 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 Эстонией и является «окном в Европу». Помимо этого, 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 2017 года экономика Санкт-Петербурга, измеряемая валовым региональным продуктом, несмотря на сокращение реального ВВП страны, должна вырасти, по оценке Комитета по экономической политике и стратегическому планированию Санкт-Петербурга, на 2,6% до 3 563,3 млрд руб. Если рассматривать период с 1999 года, то экономика Петербурга развивалась в 1,5 раза быстрее экономики России. В Петербурге ВРП на душу населения превосходит показатель ВВП на одного жителя России. Принимая во внимание оценки Минэкономразвития относительно динамики ВВП России, а также прогнозы социально-экономического развития Санкт-Петербурга от правительства города, можно сделать вывод о том, что превышение темпов роста экономики города над темпами роста экономики страны сохранится и в ближайшем будущем.

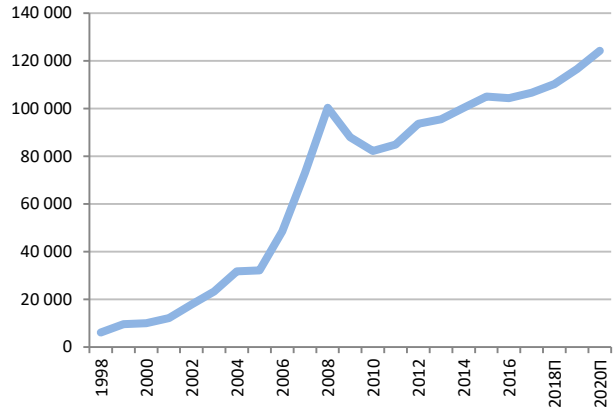
**Экономика Санкт-Петербурга развивается быстрее экономики России**




*Источники: Росстат, Минфин, Администрация Санкт-Петербурга, оценки УК «Арсагера»*

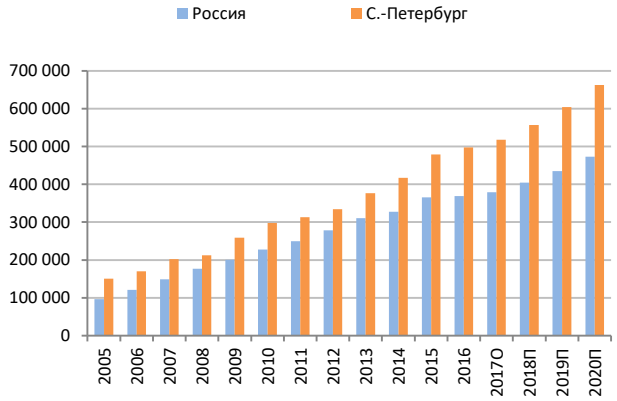
Среднедушевой доход жителя Санкт-Петербурга на 30-35% превышает среднедушевой доход в среднем по России. Величина номинального годового дохода жителя Санкт-Петербурга в 2017 году составит около 518 тыс. руб. (официальные доходы без учета теневой экономики), а в целом по России – 379 тыс. руб. К 2020 году средняя величина номинального дохода должна достичь, по нашим оценкам, 663 тыс. руб. в Санкт-Петербурге и 473 тыс. руб. в России. Рост доходов населения будет стимулировать спрос на недвижимость. Мы считаем, что и в дальнейшем Санкт-Петербург будет продолжать развиваться быстрее, чем Россия в среднем, в том числе благодаря реализации инфраструктурных проектов.

**Рост стоимости недвижимости в СПб в 1998-2020 гг., руб./кв. м**




*Источник: www.BN.ru*

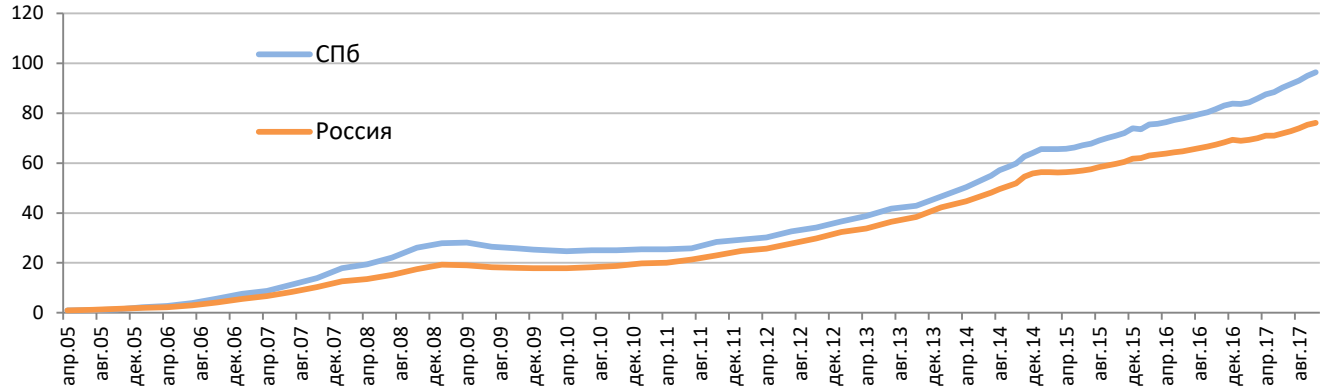
**Величина доходов населения в России и в СПб, руб.**




*Источники: Росстат, оценки экспертов*

**Развитие ипотеки в Санкт-Петербурге.** Темпы развития ипотечного кредитования в Санкт-Петербурге до кризиса существенно опережали средние темпы по России. Только начиная с лета 2010 года, ситуация изменилась и в течение года темпы развития ипотеки в России существенно превзошли аналогичный показатель для Санкт-Петербурга. В последние годы темпы развития ипотечного кредитования в Санкт-Петербурге вновь стали превышать темпы развития по России. В дальнейшем мы ожидаем сохранение сформировавшейся тенденции.

**Индекс накопленного объема выданных жилищных кредитов**




*Источник: ЦБ РФ*

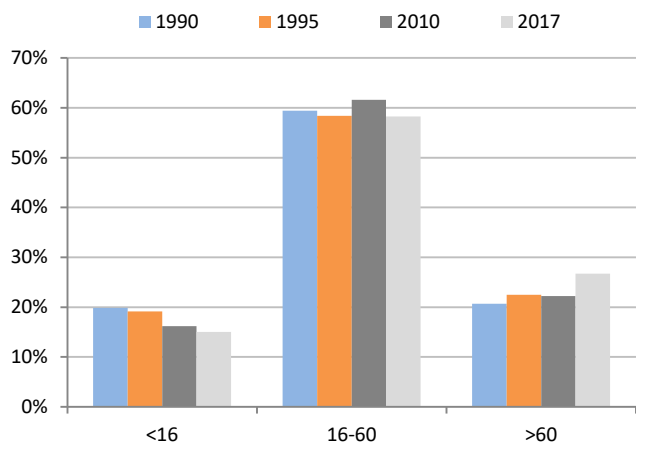
## Факторы, дополнительно стимулирующие рост спроса

**Изменение структуры населения Санкт-Петербурга.** До 2008 года в Санкт-Петербурге, как и в большинстве российских регионов, отмечалось снижение численности населения. Однако сейчас существует устойчивая тенденция к росту численности населения города. Важным моментом является изменение возрастной структуры населения. За последние 5 лет несколько снизилась доля жителей в городе в трудоспособном возрасте, а также доля жителей с возрастом ниже трудоспособного. Первая группа - это экономически активная часть населения, и люди, принадлежащие именно к этой возрастной категории, приобретают недвижимость. При этом доля жителей в возрасте выше трудоспособного увеличилась, что является тревожной тенденцией, так как это может привести к возникновению демографических проблем в будущем.

Кроме того, в 2017 году наметился перелом тенденции с увеличением рождаемости в Санкт-Петербурге и в целом по стране. Тем не менее, по оценке Росстата, в 2017 году уровень рождаемости в Санкт-Петербурге превысил средний

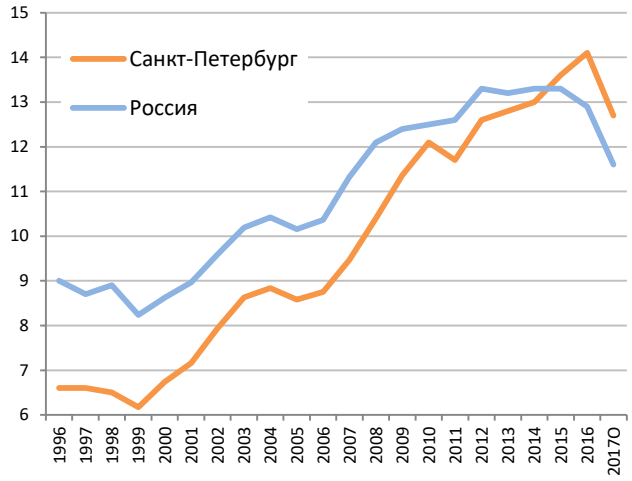
уровень по России (12,7 человек на 1000 жителей для Санкт-Петербурга против 11,6 - для России) Отчасти это объясняется тем, что городская экономика развивается быстрее, чем экономика страны в среднем. Жизненный уровень населения города увеличивается, и мы считаем, что в среднесрочной перспективе тенденция с ростом рождаемости в городе возобновится.

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




*Источник: Росстат*

**Уровень рождаемости из расчета на 1 000 человек**

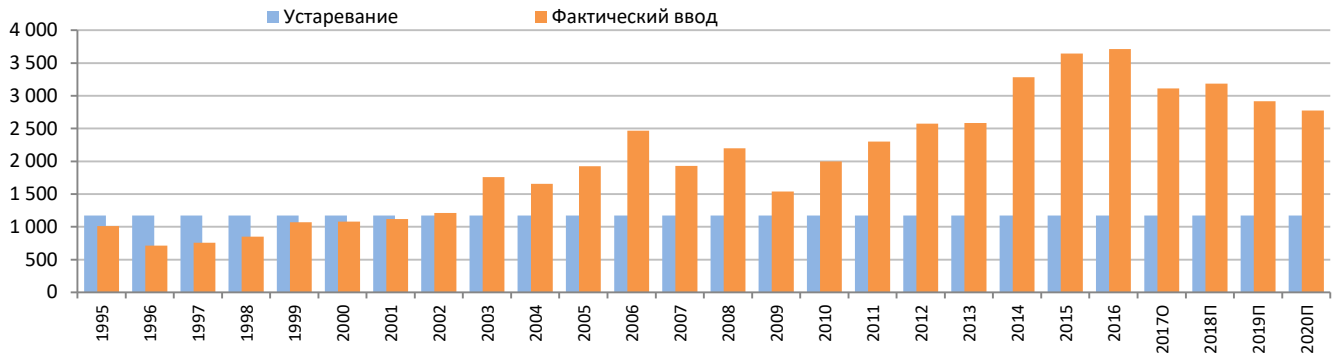



*Источник: Росстат*

Мы полагаем, что дальнейшее развитие экономики города будет способствовать увеличению доли экономически активного населения.

Еще одним фактором, стимулирующим спрос на недвижимость, является то, что в аварийном состоянии (износ составляет 60% и более) находится порядка 20% жилого фонда Санкт-Петербурга. Поэтому на каждого петербуржца приходится менее 20 кв. м жилой пригодной для проживания площади.

**Объем ввода нового жилья в сравнении с устареванием жилого фонда, 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, поэтому проблемы нехватки жилых площадей, а также 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, без учета устаревания жилых площадей и роста численности городского населения, необходимо вводить ежегодно 5,3 млн кв. м жилья. В 2017 году в Санкт-Петербурге будет введено, по нашим ожиданиям, 3,1 млн кв. м жилой площади (включая ввод в Ленобласти на границе с городом).

Даже если и после 2017 года объемы нового строительства будут оставаться на таком же уровне, как в последние годы, то, принимая во внимание существующее увеличение численности населения города, уровня Чехии (30 кв. м на человека) мы достигнем не ранее, чем через десять лет.

# Описание моделей и расчет динамики цен на рынке жилой недвижимости

ПАО «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.

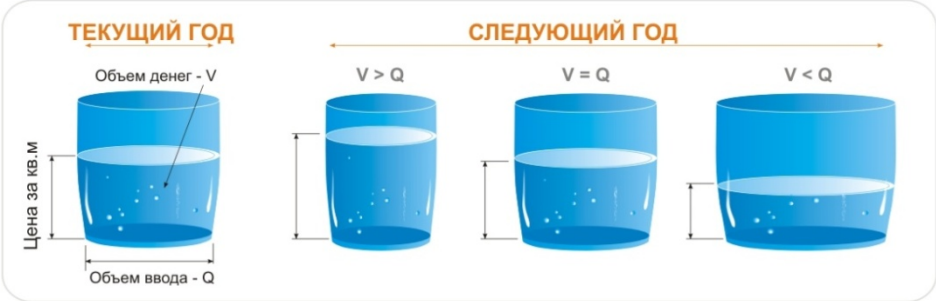
Разберемся, как именно «новые деньги» и предложение нового жилья участвуют в ценообразовании. Вот несколько простых сценариев:

- **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.

- Отток/приток частного капитала в страну. Приток частного капитала приводит к увеличению потребления и вложений, в том числе на рынке недвижимости. Отток, наоборот - к уменьшению (собственная оценка на основании прогноза компонентов платежного баланса).

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, часть из которого расходуется на:

- Обязательные платежи и взносы.
- Покупку товаров и услуг.

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

- Остаются в виде наличных рублей (оценка на основании данных баланса доходов и расходов населения).
- На них может быть приобретена наличная валюта.
- Они могут быть положены в банк на депозит.
- На них могут быть приобретены ценные бумаги и в том числе доли в бизнесе.
- На них может быть приобретена недвижимость.




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, млн руб.**

| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| ДОХОДЫ | | | | | |
| Денежные доходы населения | 54 102 500 | **55 844 160** | **59 631 682** | **64 188 015** | **69 908 169** |
| РАСХОДЫ | | | | | |
| Обязательные платежи и взносы | 6 167 685 | **6 645 455** | **6 709 485** | **6 932 306** | **7 480 174** |
| Покупка товаров и услуг | 39 278 415 | **41 603 899** | **44 089 896** | **47 100 087** | **50 909 805** |
| СБЕРЕЖЕНИЯ | | | | | |
| Прирост финансовых активов | 8 656 400 | **7 594 806** | **8 832 301** | **10 155 623** | **11 518 190** |
| 1. Изменение вкладов ФЛ | 981 245 | **873 542** | **1 258 214** | **1 746 581** | **2 156 510** |
| ИТОГО вклады | 24 200 322 | **25 073 864** | **26 332 078** | **28 078 658** | **30 235 169** |
| 2. Изменение кол-ва денег на руках населения | 432 820 | **558 442** | **476 608** | **406 767** | **347 160** |
| 3. Приток частного капитала | -1 324 063 | **-1 457 500** | **-1 724 400** | **-1 999 550** | **-2 265 600** |
| 4. Изменение задолженности по кредитам | 119 611 | **944 816** | **1 125 567** | **1 303 611** | **1 486 844** |
| Задолженность по кредитам (суммарно) | 10 803 942 | **11 748 758** | **12 874 325** | **14 177 936** | **15 664 781** |
| 5. Инвестиции в бизнес (в т.ч. ц/б) | 3 430 494 | **3 209 121** | **3 846 336** | **4 531 759** | **5 328 357** |
| **6. Расходы на приобретение недвижимости** | 2 607 389 | **2 441 017** | **2 652 310** | **2 774 578** | **2 907 407** |

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 2018-2020 годах (Таблица № 3.2).

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

| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| Расходы на приобретение недвижимости в РФ (Таблица № 3.1) | 2 607 389 | 2 441 017 | 2 652 310 | 2 774 578 | 2 907 407 |
| Доля Петербурга в общих расходах на приобретение недвижимости | 14,20% | 13,60% | 13,50% | 13,50% | 13,50% |
| **Расходы на приобретение недвижимости в Санкт-Петербурге и прилегающих районах Ленинградской области** | **370 288** | **331 978** | **358 062** | **374 568** | **392 500** |

## 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 нам 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

| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| Предложение на открытом рынке, кв. м | 3 715 777 | 3 112 000 | 3 184 500 | 2 915 700 | 2 776 000 |

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:

$НД = V_П * P_П^T + V_В * (P_В^T – P_В^{T-1})$, (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 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 увеличился до уровня 3,5% (с 3,1% в 2014 году) 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.

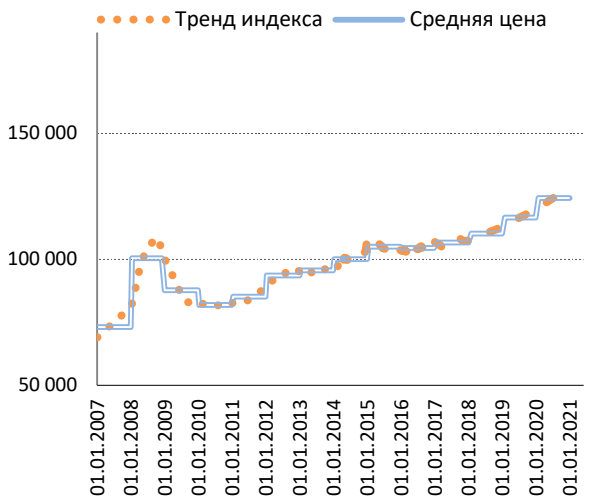
$V_В * (P_В^T – P_В^{T-1})$ – это объем денег который пойдет на изменение цен вторичного рынка.

Отдельно стоит отметить, что мы прогнозируем именно СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ цены первичного и вторичного рынков в прогнозном году. Впоследствии, на основе этого мы делаем заключение о ценах на конец года.

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

| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| Объем предложения на открытом рынке первичного жилья в СПб, млн кв. м | 3,72 | 3,11 | 3,18 | 2,92 | 2,78 |
| Объем выбытия ветхого жилья, тыс. кв. м (0,11% от объема жилого фонда на начало года) | 140 | 143 | 147 | 150 | 153 |
| Объем жилого фонда СПб, млн кв. м | 130,4 | 133,4 | 136,4 | 139,2 | 141,8 |
| Объем «новых денег» на рынке, млн руб. | 370 288 | 331 978 | 358 062 | 374 568 | 392 500 |
| Объем оборота вторичного рынка (процент от объема жилья) | 3,5% | 3,5% | 3,7% | 3,8% | 4,0% |
| «Новые деньги» на первичном рынке, млн руб. | 372 887 | 321 372 | 339 934 | 340 959 | 348 966 |
| «Новые деньги» на вторичном рынке, млн руб. | -2 599 | 10 607 | 18 127 | 33 609 | 43 534 |
| **Средневзвешенная цена кв. м на вторичном рынке, руб.** | **104 359** | **106 623** | **110 217** | **116 571** | **124 246** |
| **Изменение индекса средневзвешенных цен на вторичном рынке** | **-0,6%** | **2,2%** | **3,4%** | **5,8%** | **6,6%** |
| **Цена кв. м на вторичном рынке СПб на конец года, руб.** | **107 066** | **107 294** | **112 828** | **119 930** | **128 472** |
| **Изменение индекса цены на вторичном рынке** | **3,3%** | **0,2%** | **5,2%** | **6,3%** | **7,1%** |

**Прогноз индекса цен вторичного рынка жилья на 2018–2020 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 2018–2020 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. Как мы писали выше, 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.

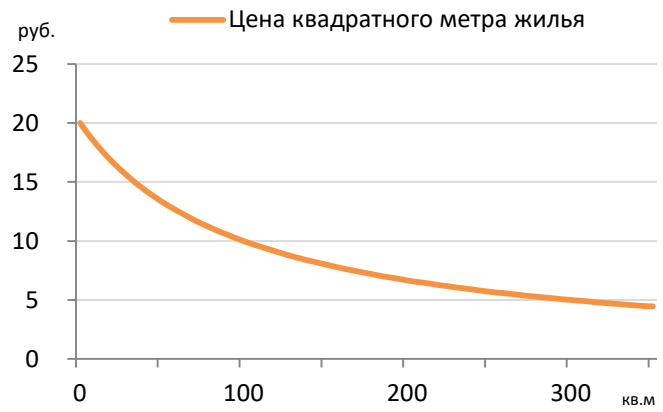
Таким образом, отсюда выражается X, который равен 15,15

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.

ПАО «УК «Арсагера» подготовила прогноз стоимости жилья до 2020 года включительно в среднем по России и по Санкт-Петербургу.

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

| Регион | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | *2017О* | *2018П* | *2019П* | *2020П* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Россия | 3 349 | 3 359 | 3 473 | 3 581 | 3 661 | 3 741 | 3 824 | 3 909 | 3 996 |
| СПб | 117,6 | 120,6 | 123,3 | 126,8 | 130,4 | 133,4 | 136,4 | 139,2 | 141,8 |

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

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

| Регион | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | *2017О* | *2018П* | *2019П* | *2020П* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Россия | 143 300 | 143 700 | 146 300 | 146 500 | 146 800 | 147 188 | 147 511 | 147 742 | 147 922 |
| СПб | 4 953 | 5 080 | 5 192 | 5 226 | 5 282 | 5 304 | 5346 | 5 386 | 5 421 |

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

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

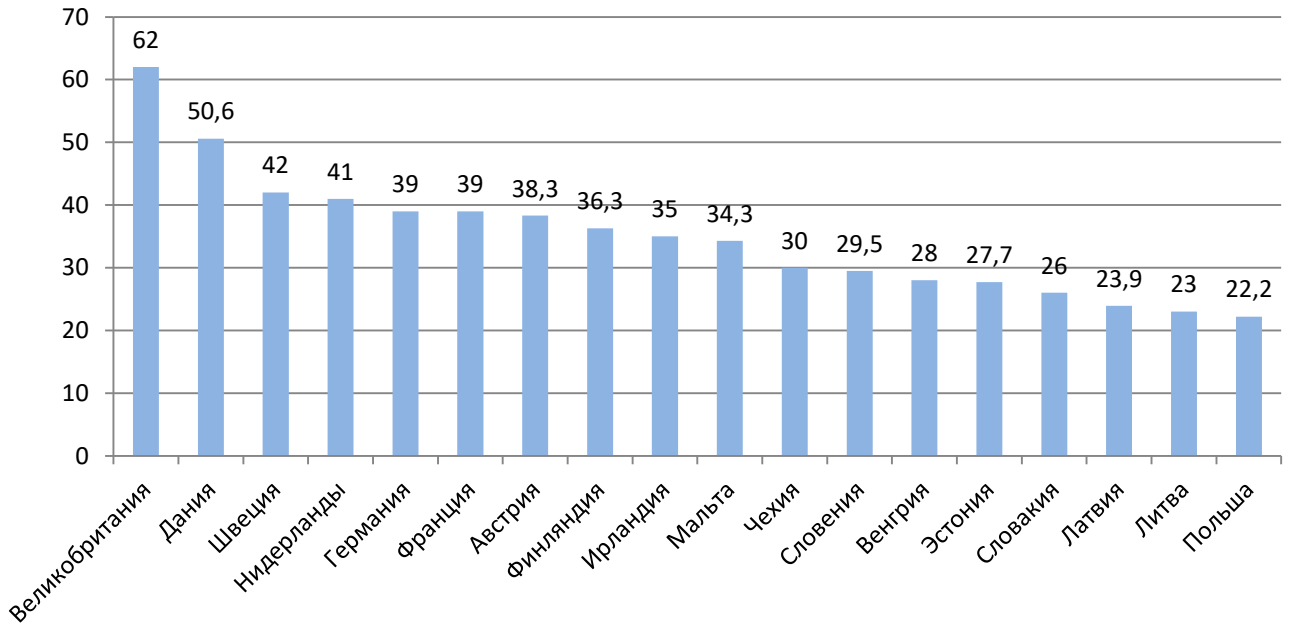
| Регион | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | *2017О* | *2018П* | *2019П* | *2020П* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Россия | 23,4 | 23,4 | 23,7 | 24,4 | 24,9 | 25,4 | 25,9 | 26,5 | 27,0 |
| СПб | 23,8 | 23,7 | 23,8 | 24,3 | 24,7 | 25,1 | 25,5 | 25,8 | 26,2 |

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

Как мы ранее указывали, согласно заявлениям правительства, к 2020 году в России должно вводиться порядка 100 млн кв. м жилья для того, чтобы было возможным ускорить приближение нормативов жилой недвижимости к среднеевропейским стандартам. Однако даже если не учитывать выбытие жилого фонда, то при таких объемах строительства наша страна сможет достигнуть текущего среднеевропейского уровня обеспеченности жильем не раньше, чем через десять лет.

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 далеко не самый оптимистичный прогноз развития демографической ситуации, притом, 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 2020 года включительно прогнозируются на базе оценок МЭР среднесрочного развития российской экономики и собственных моделей компании. При построении прогноза использованы следующие предпосылки:

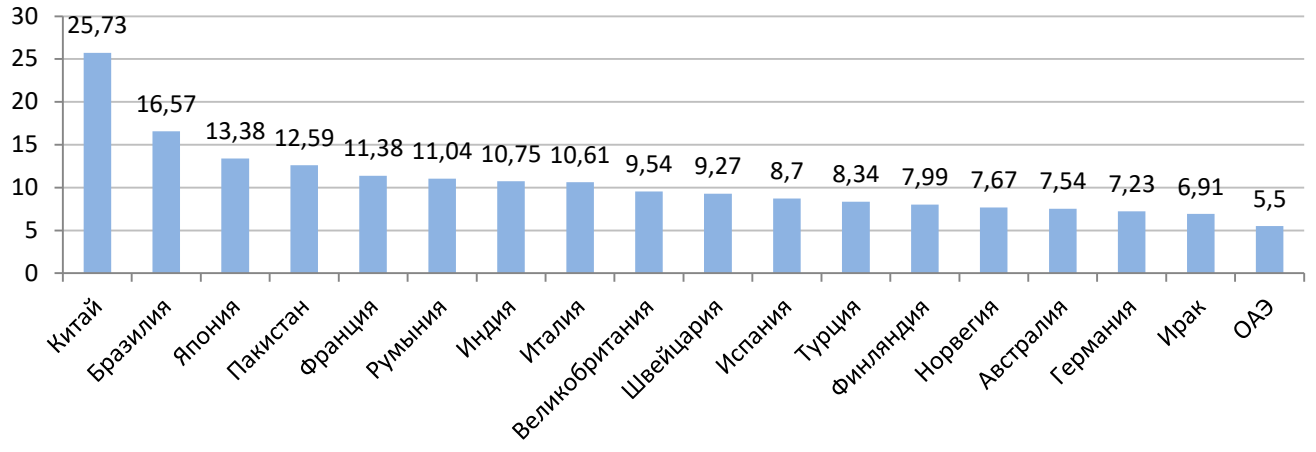
- Количество человек в домохозяйстве — 2,8 *(по данным UNECE The Statistical Yearbook of the Economic Commission for Europe 2005 – Average household size);*
- средняя площадь жилья домохозяйства — 55 кв. м *(исходя из среднего значения площади на человека и учета количества человек в одном домохозяйстве).*

Прогноз стоимости жилья строится на основе модели спроса и предложения.

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

- значительного базового спроса на жилье, обусловленного неудовлетворенной потребностью населения в жилье;
- тенденции к снижению уровня процентной ставки и росту объемов ипотеки (на конец 2017 года отношение всех ипотечных кредитов на жилье в России к ВВП составит, по нашим оценкам, около 5,5%, что гораздо меньше показателей развитых стран).

**Коэффициент доступности жилья в странах мира**




*Источники:Евростат, расчеты УК «Арсагера»*

Согласно нашим расчетам, в 2020 году коэффициент доступности жилья примет следующие значения:

- Россия – 2,1;
- Санкт-Петербург – 3,1.

На базе этих предпосылок рассчитан прогноз стоимости жилья в России и в Санкт-Петербурге до 2020 года включительно.

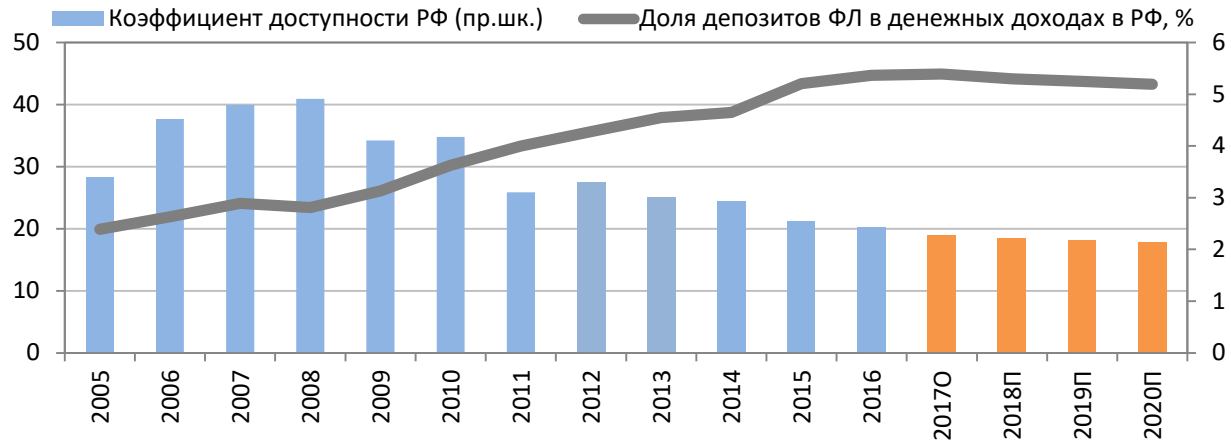
**Таблица № 3.8. Прогноз коэффициента доступности жилья**

| Показатель | 2015 | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Население, тыс. чел. | 146 500 | 146 800 | 147 188 | 147 511 | 147 742 | 147 922 |
| ВВП, млрд руб. | 83 233 | 86 044 | 89 175 | 94 115 | 100 126 | 107 779 |
| Доходы населения, млрд руб. | 53 526 | 54 103 | 55 844 | 59 632 | 64 188 | 69 908 |
| Доход на человека, руб./год | 365 364 | 368 546 | 379 407 | 404 252 | 434 460 | 472 600 |
| ВВП на человека, руб./год | 568 141 | 586 128 | 605 861 | 638 018 | 677 710 | 728 618 |
| Доход на человека + теневая экономика, руб./год | 434 957 | 438 745 | 451 675 | 481 253 | 517 215 | 562 619 |
| **Доход домохозяйства в год, руб.** | | | | | | |
| по России | 1 217 879 | 1 228 485 | 1 264 690 | 1 347 508 | 1 448 202 | 1 575 334 |
| по Санкт-Петербургу | 1 597 400 | 1 659 680 | 1 725 189 | 1 855 415 | 2 012 616 | 2 209 423 |
| **Коэффициент доступности жилья** | | | | | | |
| в России | 2,54 | 2,42 | 2,26 | 2,22 | 2,18 | 2,13 |
| в Санкт-Петербурге | 3,61 | 3,46 | 3,40 | 3,27 | 3,19 | 3,09 |
| **Стоимость квартиры (55 кв. м), руб.** | | | | | | |
| в России | 3 095 558 | 2 969 063 | 2 863 617 | 2 992 479 | 3 154 073 | 3 359 088 |
| в Санкт-Петербурге | 5 773 625 | 5 739 745 | 5 864 446 | 6 061 955 | 6 411 422 | 6 833 508 |
| **Процентное изменение среднегодовой стоимости жилья** | | | | | | |
| в России | -3,1% | -4,1% | -3,6% | 4,5% | 5,4% | 6,5% |
| в Санкт-Петербурге | 4,6% | -0,6% | 2,2% | 3,4% | 5,8% | 6,6% |

Мы считаем, что в текущих сложных геополитических условиях России не стоит рассчитывать на большой приток иностранного капитала, и, как следствие, на значительное увеличение объема инвестиций в отечественной экономике и высоких темпов экономического роста. На этом фоне мы не ожидаем роста склонности населения к существенному увеличению потребления.

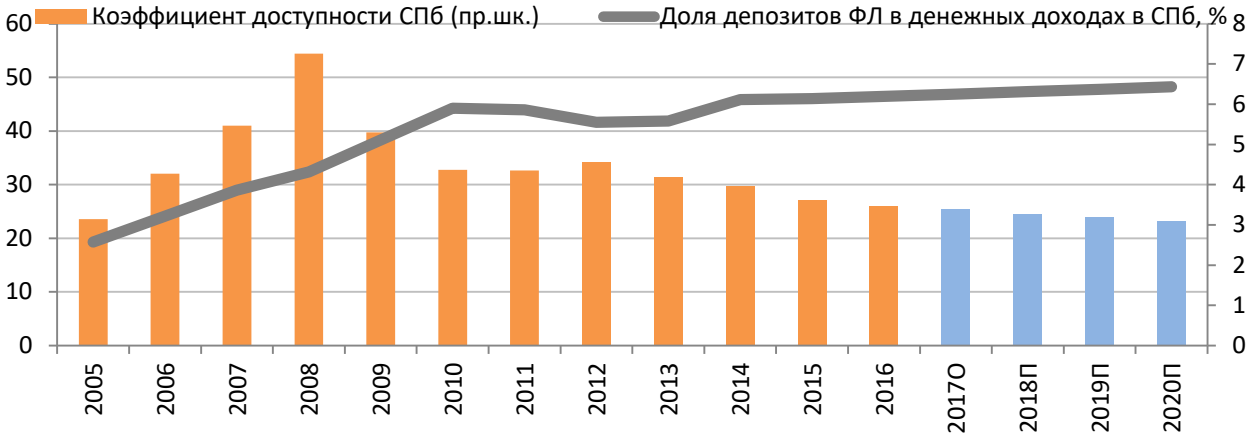
Ситуация может измениться только с изменением экономической политики государства (имеется в виду создание внутренних источников инвестиций в качестве альтернативы текущей нацеленности исключительно на приход иностранных инвестиций), но пока мы не видим существенных предпосылок к такому изменению.

**Коэффициент доступности жилья в России и доля депозитов физических лиц[5]**




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

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




*Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсагера»*

[5] 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.

## Инфляционная модель

Инфляционная модель позволяет спрогнозировать изменение себестоимости строительства. Методика предполагает определение всех затратных статей строительства и расчет количества каждого из компонентов затрат, приходящихся 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. В расчетах принимает участие «синтетический» квадратный метр, отражающий структуру нового строительства.

При этом мы обращаем внимание на то, что разброс себестоимости может быть очень большой в зависимости от технологии строительства и локации. Кроме того, необходимо отметить, что отдельные строительные компании, испытывающие трудности с финансированием строительства, могут продавать квартиры по цене, близкой к себестоимости, или даже ниже.

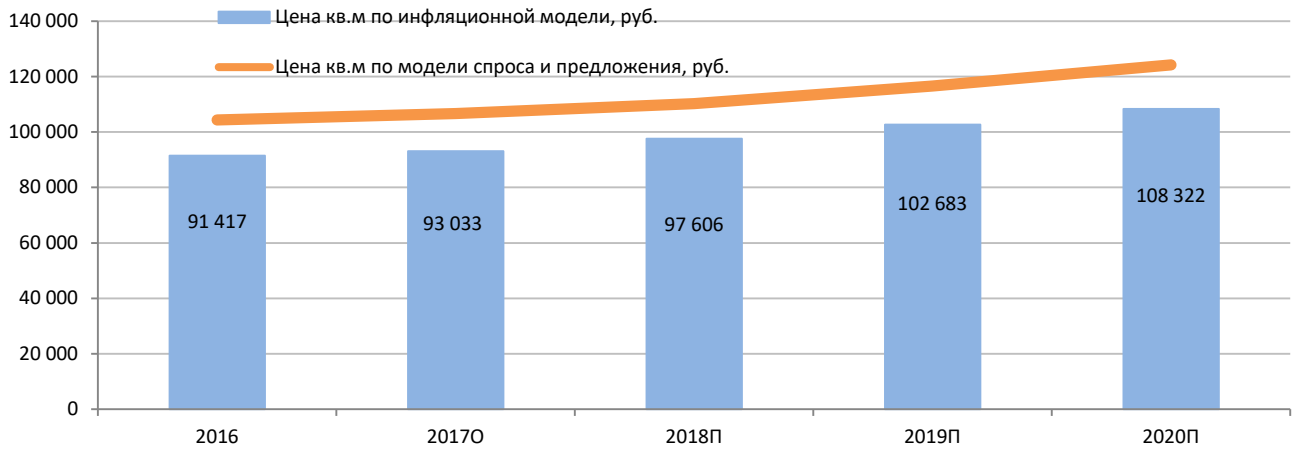
**Таблица № 3.9. Оценка себестоимости строительства кв. м**

| | 2016 | 2017О | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|---|---|
| Проектирование | 3 047 | 3 123 | 3 262 | 3 410 | 3 560 |
| СМР и материалы[6] | 39 202 | 40 190 | 42 617 | 45 067 | 47 775 |
| Приобретение права на землю | 9 625 | 9 837 | 10 349 | 11 001 | 11 782 |
| Инженерное обеспечение | 7 940 | 8 139 | 8 500 | 8 886 | 9 278 |
| Общехозяйственные расходы | 3 876 | 3 973 | 4 150 | 4 338 | 4 530 |
| Проценты по кредитам | 2 406 | 1 925 | 1 636 | 1 473 | 1 325 |
| Коммерческие расходы | 7 705 | 7 898 | 8 248 | 8 624 | 9 004 |
| Страхование (с 1 ноября 2017 года - взносы в государственный компенсационный фонд) | 5 006 | 5 116 | 5 382 | 5 721 | 6 127 |
| **СЕБЕСТОИМОСТЬ** | **78 808** | **80 201** | **84 143** | **88 520** | **93 381** |
| Минимальная требуемая рентабельность (для проектов на 2 года) | 12 609 | 12 832 | 13 463 | 14 163 | 14 941 |
| **Стоимость квадратного метра с учетом рентабельности** | **91 417** | **93 033** | **97 606** | **102 683** | **108 322** |
| Процентное изменение стоимости жилья | | 1,8% | 4,9% | 5,2% | 5,5% |

Средняя цена квадратного метра на первичном рынке по состоянию на 1 декабря 2017 года – 100 519 руб./кв. м (по данным www.BN.ru).

[6] В эту статью включаются и социальные расходы (обязательства по возведению школ, детских садов, поликлиник и т.д.). По оценкам участников рынка социальные расходы могут увеличивать себестоимость проекта вплоть до 15%.

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




*Источники: прогнозы УК «Арсагера»*

Таким образом, мы видим, что процентные изменения стоимости жилья по модели спроса и предложения превышают прогнозные темпы роста цен на жилье, полученные с помощью инфляционной модели. Итак, мы спрогнозировали изменение индекса цен на рынке жилой недвижимости. Однако это не единственная составляющая получения дохода от инвестиций в жилую недвижимость.

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. Следующий раздел и будет посвящен расчету доходности инвестирования в строящуюся 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 4–6% 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 текущих сложных экономических условиях 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.

## 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.

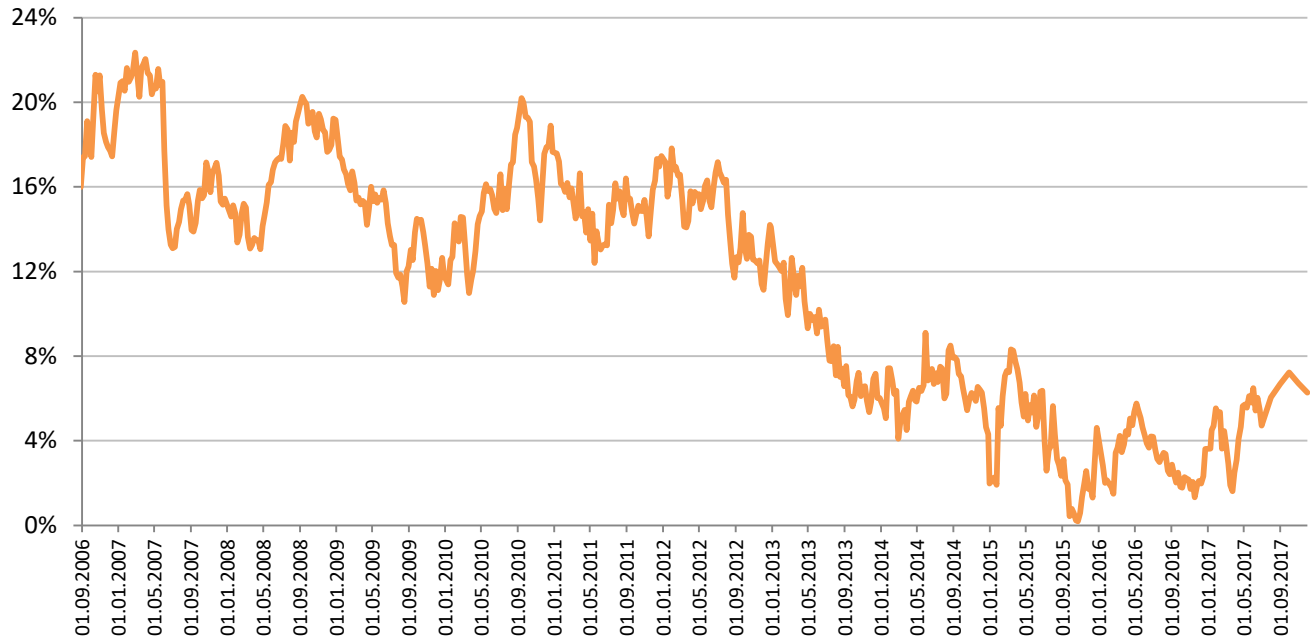
**Таблица № 4.1. Прогноз доходности от этапности строительства**

| Группа* застройщика | Арендная ставка, % годовых | Премия за риск застройщика, % годовых | Доходность, % годовых |
|---|---|---|---|
| 7.1 | 4–5 | 0–1 | 4–6 |
| 7.2 | 4–5 | 1–4 | 5–9 |
| 7.3 | 4–5 | 4+ | 9+ |

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

На текущий 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, %**

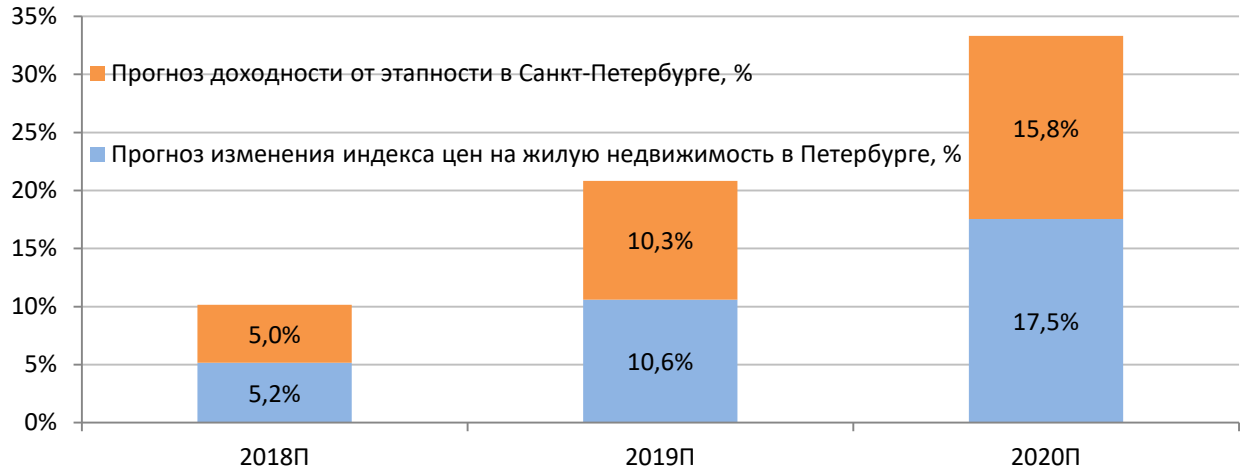



*Источник: www.BN.ru*

## 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 2020 года может составить 9-11% 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, % | 2018П | 2019П | 2020П |
|---|---|---|---|
| Прогноз изменения индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге | 5,2% | 10,6% | 17,5% |
| Прогноз доходности от этапности в Санкт-Петербурге | 5,0% | 10,3% | 15,8% |
| **Прогнозируемая доходность инвестиций** | **10,2%** | **20,8%** | **33,3%** |

Еще раз обратим Ваше внимание на то, что наш прогноз средних цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге отражает наше мнение о предполагаемой динамике именно средних цен. 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.

Стоит отметить, что значения доходности приведены без учета транзакционных издержек, связанных с инвестициями в недвижимость, которые составляют в среднем 2-3% в год и включают в себя комиссию при продаже и скидки.