

В последнем выпуске Аналитического обзора мы:

1. Повысили прогнозы по темпам роста ВВП и понизили значение инфляции, что привело к росту абсолютной величины денежных доходов населения.
2. Пересмотрели прогнозы по темпам изменения обязательных платежей и взносов.
3. Увеличили прогноз по росту вкладов населения в банках, в связи с повышением прогноза по росту цен на сырьевые товары и как следствие доходов населения.

В целом можно отметить, что все показатели претерпели незначительные изменения. В результате произошло небольшое перераспределение объема средств, направляемых на приобретение недвижимости, с 2010 на 2012 год. Даже несмотря на увеличение безработицы, мы все равно считаем, что на рынке недвижимости Санкт-Петербурга будет наблюдаться дисбаланс между спросом и предложением. К людям, которые начнут получать летом 2010 года ипотечные кредиты, добавятся те, кто откладывал приобретение недвижимости на более позднее время в надежде купить жилье дешевле. В результате из-за ограниченного предложения, за жилую недвижимость смогут конкурировать только обладатели кредитного ресурса, что может привести к скачку цен на недвижимость, который сделает в принципе невозможным приобретение квартиры без использования ипотеки.

Жилая строящаяся недвижимость Санкт-Петербурга – перспективы развития

- В 3 квартале 2009 года в России началось восстановление экономики.** Об этом можно говорить на основе статистики по индексу промышленного производства. Такое развитие ситуации полностью соответствует предположениям, высказанным нами в предыдущем обзоре. Тогда мы говорили о том, что рост производства начнется уже в 3 квартале. В ближайшие 1,5 – 2 года мы, скорее всего, не увидим тех темпов роста экономики, которые были до кризиса.

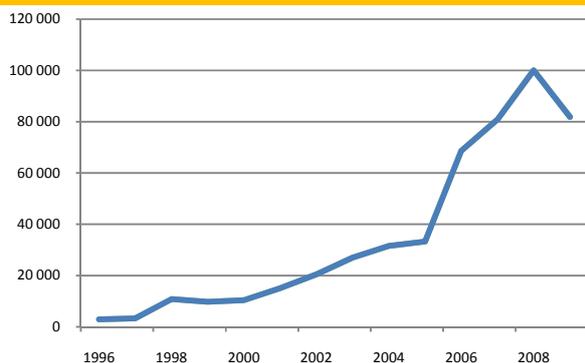
Индексы промышленного производства, в % к среднемесячному значению 2007 г.



Источники: Росстат

- Но в перспективе 2 – 3 лет, мы вполне можем рассчитывать на то, что темп роста российской экономики вернется к докризисным значениям. Во-первых, это произойдет вследствие огромного неудовлетворенного внутреннего спроса, который поддержит темпы роста промышленного производства. Во-вторых, мы прогнозируем существенное снижение уровня процентных ставок в России. Произойдет это как вследствие снижения уровня инфляции (которое мы наблюдаем уже сейчас), так и благодаря возобновлению масштабного притока иностранного капитала (результаты расчетов по нашим моделям показывают, что в перспективе ближайших трех лет нас ждут высокие цены на нефть). [стр.7]
- Спрос на недвижимость.** Мировой финансовый кризис сделал кредитные ресурсы недоступными для российского бизнеса. В результате строительные компании сосредоточили все свои усилия на достройке уже возводимых объектов, одновременно отказываясь от новых проектов. Банки практически прекратили выдачу ипотечных кредитов. Когда ситуация на международных рынках капитала нормализуется кредитные ресурсы станут вновь доступны и населению и строительным компаниям. Но в отличие от населения, которое мгновенно увеличит спрос, как только станут снова доступны ипотечные кредиты, строительные компании в течение еще как минимум двух лет (среднее время возведения дома) предложение нарастить не смогут. Как мы уже писали выше, по нашим прогнозам это произойдет в 2010 году. В результате на рынке будет наблюдаться очень большой дисбаланс между спросом и предложением. К людям, получившим ипотечные кредиты, добавятся те, кто откладывал приобретение недвижимости на более позднее время в надежде купить жилье дешевле. В результате из-за ограниченного предложения, за жилую недвижимость смогут конкурировать только обладатели кредитного ресурса, что может привести к скачку цен на недвижимость, который сделает в принципе невозможным приобретение квартиры без использования ипотеки. [стр.10]

Рост стоимости недвижимости в СПб за 11 лет, руб./кв. м



Источник: «Бюллетень недвижимости»

Прогноз индекса цен вторичного рынка жилья на 2010–2012 годы, руб./кв. м



Источник: УК «Арсатера»

- Нецивилизованность аренды.** Основной объем арендодателей – это физические лица, сдающие в аренду лишнюю квартиру, не используемую под свои нужды. Это порождает отсутствие стандартов для сдаваемых квартир (за одни и те же деньги на рынке могут быть представлены и отремонтированная квартира в новом доме, и жилье, ремонт в котором не делался больше 20 лет, в сильно изветшалом доме с доисторической мебелью). Помимо этого существуют риски для арендатора, связанные с досрочным прекращением аренды со стороны арендодателя в силу изменившихся планов последнего. [стр.33]
- Рынок аренды** будет приближаться к европейскому уровню, и повышение его цивилизованности будет приводить к относительному росту арендных ставок. В ближайшее время мы ожидаем доходность от аренды на уровне 5–7% годовых от стоимости жилья. [стр.33]

Оглавление

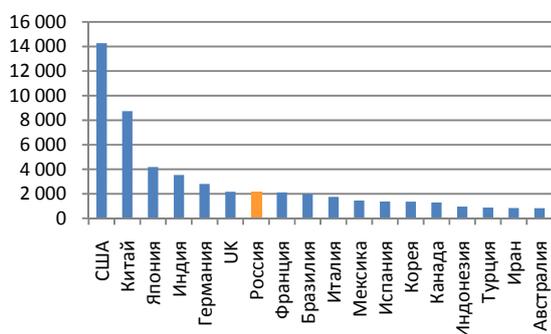
Оценка перспектив региональных рынков	5
Анализ макроэкономических факторов, оказывающих влияние на сектор жилой недвижимости России	5
Анализ факторов спроса и предложения на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга, прогноз цен на недвижимость	11
Факторы, сдерживающие рост объема предложения	12
Факторы, стимулирующие рост спроса	13
Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге	16
Модель оценки совокупного спроса и предложения	16
Инфляционная модель	23
Анализ сектора строящейся недвижимости Санкт-Петербурга	28
Особенности строящейся недвижимости как класса активов	28
Специфика рынка строящейся недвижимости Санкт-Петербурга	29
Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость	30
Прогноз доходности инвестиций в строящуюся недвижимость	30
Особенности рентной недвижимости как класса активов	31
Специфика рынка аренды недвижимости Санкт-Петербурга	32
Прогноз доходности инвестиций в рентную жилую недвижимость	35
Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости	35
Приложение 1. Международная и российская практика инвестиций в фонды недвижимости	37

Оценка перспектив региональных рынков

Анализ макроэкономических факторов, оказывающих влияние на сектор жилой недвижимости России

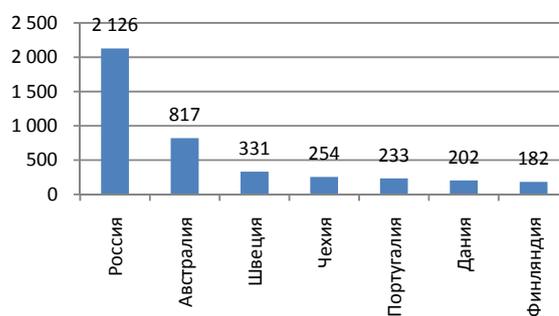
ВВП и располагаемый доход. Начиная с 1999 года и на протяжении последующих десяти лет, российская экономика была одной из самых быстрорастущих в мире. И хотя этот рост во многом поддерживался высокими ценами на нефть, экономическое развитие страны все же впечатляет. В 1999 году ВВП России был сравним с ВВП Дании. Сейчас же величина ВВП России превышает величину ВВП Дании, Финляндии, Швеции, Португалии, Чехии и Австралии вместе взятых. По предварительным данным по итогам 2009 года Россия по величине ВВП по паритету покупательной способности заняла седьмое место в мире.

ВВП по ППП в 2009 году, млрд USD



Источники: МВФ

ВВП по ППП в 2009 году, млрд USD



Источники: МВФ

Быстрый экономический рост привел к значительному увеличению потребления. В результате Россия с ее населением в 142 млн человек, стабильной экономической ситуацией и снижающимися политическими рисками привлекла внимание инвесторов.

И сейчас, несмотря на еще не закончившийся мировой экономической кризис, из опросов инвесторов следует, что после стабилизации экономической ситуации в мире, Россия будет в числе стран, на которые международные инвесторы обратят свое внимание в первую очередь. Результаты опросов подтверждаются фактами: за 9 месяцев 2009 года Россия вошла в тройку лидеров по объему притока иностранных инвестиций среди стран с развивающейся экономикой.

Важно, что, несмотря на впечатляющие темпы экономического роста в прошлом, российская экономика все еще обладает огромным потенциалом роста в отличие от экономик стран Западной Европы и особенно США. В этих странах наблюдавшийся в последние годы рост был обусловлен чрезмерным стимулированием потребительского спроса через кредитование населения. В России же ситуация в корне отличается от ситуации, наблюдаемой в развитых экономиках. В нашей стране спрос населения на большинство товаров и услуг не удовлетворен. Ярким примером является спрос на жилую недвижимость (базовая потребность): в России количество квадратных метров жилой площади, приходящихся на одного человека, в 2 раза ниже, чем в Европе, в 3,5 ниже, чем в США и на 30% ниже, чем на Украине. Похожая ситуация наблюдается и с легковыми автомобилями: в России на 1000 жителей приходится 159 автомашин, в то время как среднее значение по Европейскому союзу составляет 463 на 1000 жителей. Таким образом, и в будущем российская экономика останется одной из самых быстрорастущих экономик мира только благодаря огромному потенциалу внутреннего рынка.

ВВП и потенциальное импортозамещение

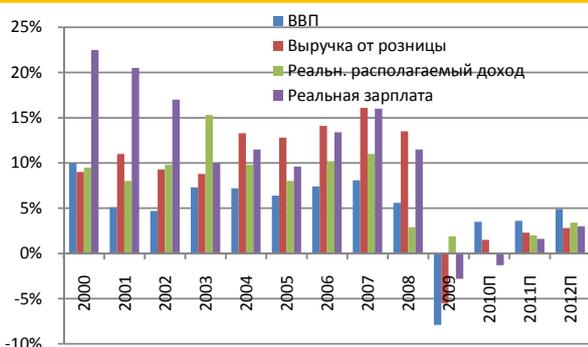


Источник: ГКС, ЦБ РФ

Не стоит забывать и о существенном потенциале роста объема внутреннего производства, связанном с импортозамещением. Так только благодаря замещению импортных товаров отечественными ВВП России может увеличиться на 30%.

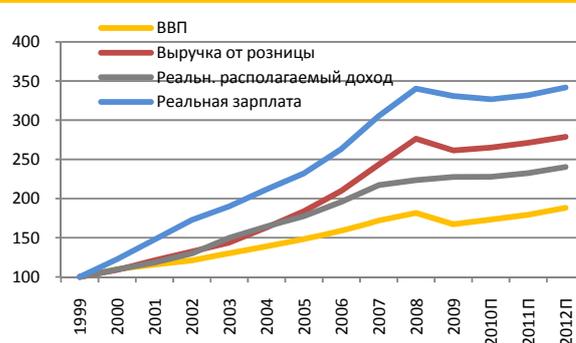
Со времени кризиса 1998 года и до 2009 года в России наблюдался непрерывный экономический рост, и в частности рост показателей, влияющих на спрос. С 1999 года ВВП рос в среднем на 5,4% в год. В тот же период реальные располагаемые доходы населения и товарооборот розничной торговли росли в среднем на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

Экономический рост, %



Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсатера»

Рост показателей, влияющих на спрос, индекс



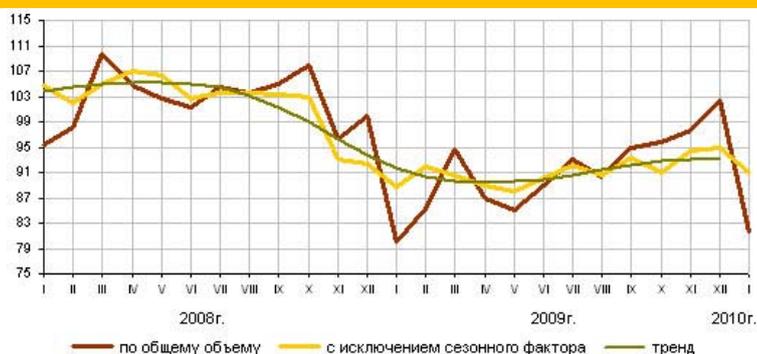
Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсатера»

Несмотря на кризис, начавшийся в конце 2008 года, экономический рост предыдущих лет создал предпосылки для увеличения покупательской способности населения России. С 2000 года среднегодовая величина номинального дохода в расчете на одного человека увеличилась с \$972 до \$6 800. В то же время ВВП в расчете на одного жителя увеличился с \$1 783 до \$9 163.

В 3 квартале 2009 года в России началось восстановление экономики. Об этом можно говорить на основе статистики по индексу промышленного производства. Такое развитие ситуации полностью соответствует предположениям, высказанным нами в предыдущем обзоре. Тогда мы говорили о том, что рост производства начнется уже в 3 квартале. В ближайшие 1,5 – 2 года мы, скорее всего, не увидим тех темпов роста экономики, которые были до кризиса. Но в перспективе 2 – 3 лет, мы вполне можем рассчитывать на то, что темп роста российской экономики вернется к докризисным значениям. Во-первых, это произойдет вследствие огромного неудовлетворенного внутреннего спроса, который поддержит темпы роста промышленного производства. Во-вторых, мы прогнозируем существенное снижение уровня процентных ставок в России. Произойдет это как вследствие снижения уровня инфляции (которое мы наблюдаем уже сейчас), так и благодаря возобновлению масштабного притока иностранного капитала (результаты расчетов по нашим моделям показывают, что в перспективе ближайших трех лет нас ждут высокие цены на нефть).

По нашим прогнозам по итогам 2012 года, номинальный доход в расчете на одного жителя увеличится на 44,5% (к 2009), в то время как ВВП России в расчете на душу населения увеличится на 45,4%.

Индексы промышленного производства, в % к среднемесячному значению 2007 г.



Источники: Росстат

Россия переживет кризис гораздо легче, чем развитые экономики %



Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсатера»

Прогноз увеличения динамики ВВП и доходов на душу населения, \$

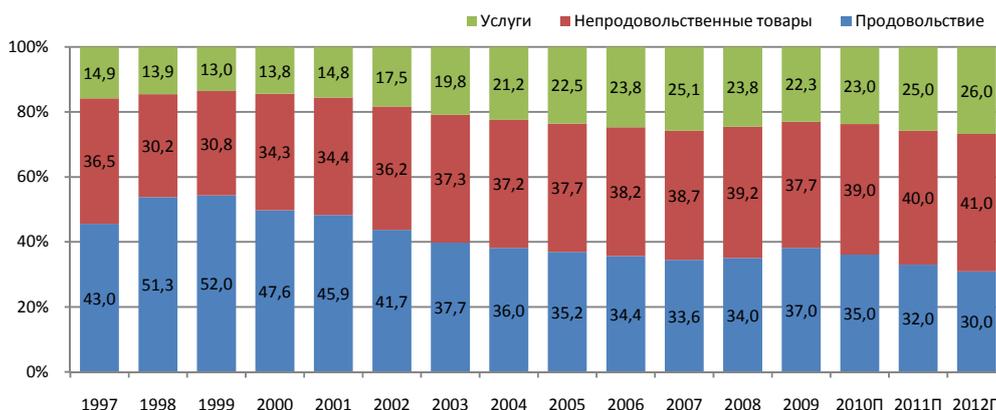


Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсатера»

Структура ВВП. В 2009 году доля добычи полезных ископаемых в структуре ВВП составила 8,1% по сравнению с 9,5% в 2008-м и 10,4% в 2007-м.

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. К сожалению, с началом кризиса эта тенденция изменилась.

Структура потребления смещается в сторону товаров и услуг. %



Источники: Росстат, оценки экспертов

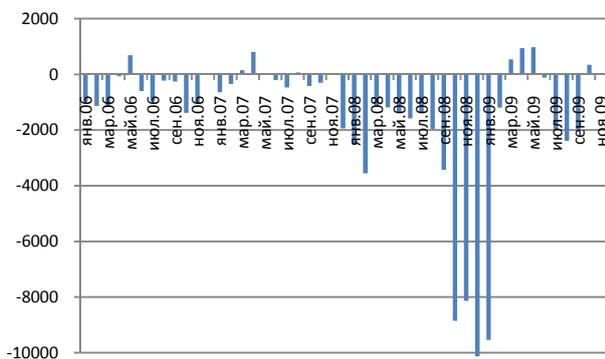
В результате мирового экономического кризиса резко уменьшилась доступность иностранных кредитов для российских банков. Как результат выдача новых кредитов населению и бизнесу практически прекратилась, что привело к значительному снижению объема продаж автомобилей и недвижимости, как товаров, спрос на которые во многом обусловлен доступностью кредитов для населения. Тем не менее, мы считаем, что в отношении недвижимости падение спроса связано с так называемым отложенным спросом. Дело в том, что в России с использованием ипотечных кредитов совершалось только 18% всех сделок с жилой недвижимостью. Сейчас же падение спроса составляет гораздо большую величину. По нашему мнению сейчас мы наблюдаем ни что иное как эффект отложенного спроса, когда население откладывает ранее планировавшееся приобретение недвижимости в надежде на снижение цен. Похожую ситуацию мы наблюдали в Санкт-Петербурге в 2005 году, когда практически целый год потенциальные покупатели откладывали покупки, ожидая снижения цен. Тем не менее, цены на недвижимость по итогам 2005 года все равно выросли. А в 2006 году, когда весь отложенный спрос выплеснулся на рынок, цены увеличились более чем в два раза.

Мы считаем, что похожий сценарий может повториться и в этот раз. Тем более что по опросам ВЦИОМ более 40% населения России наиболее надежным способом сохранения своих сбережений в условиях кризиса считает приобретение недвижимости.

Структура сбережений. Текущий кризис довольно сильно повлиял на структуру сбережений населения. Если в последние годы приобретение валюты населением практически прекратилось, то с падением фондовых индексов, начавшимся во второй половине 2008 года, ослаблением курса рубля и общим негативным новостным фоном население начало активно скупать иностранную валюту. В первую очередь доллары и евро. А так же забирать деньги из банков, предпочитая иметь денежные средства на руках. Однако уже в ноябре-декабре 2008 года оттока денег населения из банков не наблюдалось.

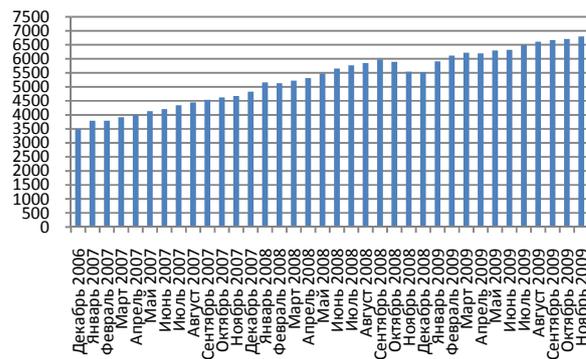
Одновременно с этим произошло сокращение количества желающих приобрести недвижимость. Случилось это по двум причинам: во-первых, банки существенно сократили объемы выдачи ипотечных кредитов, во-вторых, многие покупатели решили отсрочить приобретение квартиры в надежде на снижение цен. Эти покупатели сформировали упоминаемый выше отложенный спрос, который позже может выплеснуться на рынок недвижимости. Тем не менее существенное сокращение числа желающих приобрести квартиру не вызвало обвального падения цен. В целом за 2009 год цены на жилую недвижимость в Петербурге снизились на 18,1%.

Сальдо покупки-продажи ин. валюты физ. лицами, \$ млн



Источник: ЦБ РФ

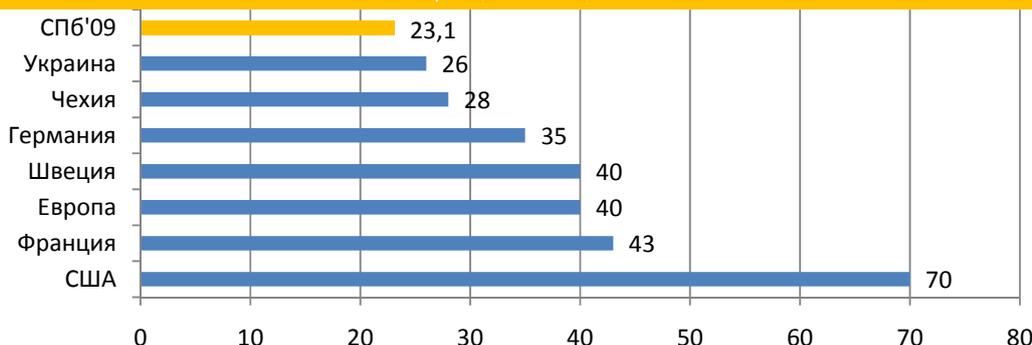
Объем банковских депозитов физ. лиц, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ

Базовый спрос. Спрос на жилую недвижимость в России обусловлен неудовлетворенной потребностью населения в жилье. Показатель количества жилой площади на человека по состоянию на 2009 год в России составил 22,7 кв. м по сравнению с 40 кв. м на человека в Европе и 70 кв. м на человека в США. Развитие экономической ситуации и рост доходов населения приведет к тому, что большая часть жителей России будет улучшать свои жилищные условия.

Жилой фонд, кв. м/чел., 2009 год

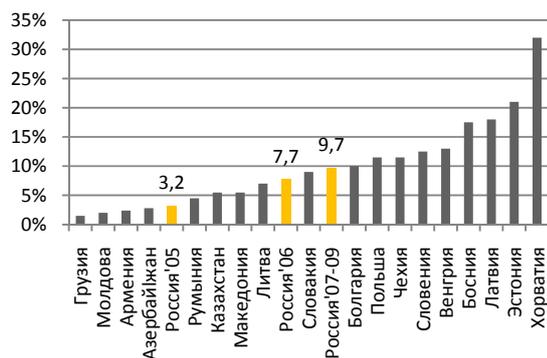


Источники: Росстат, национальные статистические агентства

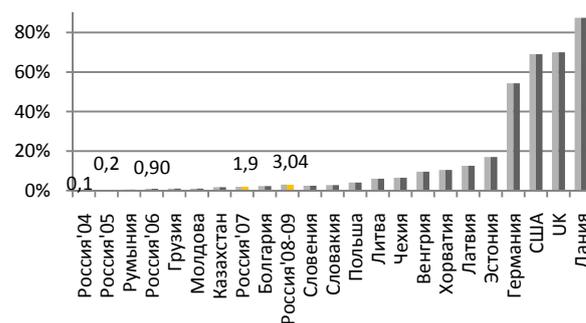
Развитие ипотеки в России. Потенциал роста рынка недвижимости во многом зависит от деятельности банков, в частности от суммы выдаваемых на покупку недвижимости кредитов. Поэтому доступность ипотечных кредитов является для развития рынка жилой недвижимости крайне важным фактором, который усиливает спрос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

Несмотря на то, что в связи с мировым финансовым кризисом доступность банковских кредитов значительно снизилась, мы ожидаем, что ситуация изменится к лучшему в течение 2010 года.

В целом рынок кредитования еще очень далек от насыщения. Подтверждением этому служит довольно низкий по сравнению с международными стандартами объем выданных физическим лицам кредитов: в 2008 году он составил около \$138 млрд, что соответствует примерно 9,7% ВВП (из них ипотечных кредитов — \$35 млрд, или 2,8% ВВП). В 2009 году банки кредиты практически не выдавали. Но ЦБ РФ ожидает, что в уже 2010 году объем кредитного портфеля банков вырастет на 15-20%.

Объем кредитов физическим лицам, 2009 год, % ВВП


Источники: ЦБ РФ, ЕБПР, МВФ

Объем выданных ипотечных кредитов, 2009 год, % ВВП


Источники: ЦБ РФ, ЕБПР, МВФ

Мы ожидаем, что после паузы, вызванной мировым финансовым кризисом, дальнейшее развитие кредитования населения возобновится. До сих пор мы ожидали, что выдача ипотечных кредитов возобновится в конце осени 2009 года. И действительно банки начали активные рекламные кампании, по продвижению кредитных услуг (в попытке нарастить объем кредитов, выданных по повышенным ставкам). Однако уже население и компании в свою очередь не готовы кредитоваться под предлагаемые ставки. Сейчас мы наблюдаем снижение ставок по кредитам реальному сектору экономики. В тот момент, когда население и предприятия сочтут предлагаемые ставки приемлемыми для себя, они начнут активно пользоваться предложениями банков. В этот момент мы увидим существенное увеличение объема выданных кредитов. Скорее всего, это произойдет в конце первого начале второго квартала 2010 года. Более того, мы считаем, что темп роста объема выдачи ипотечных кредитов будет опережать темп роста общего объема выданных населению кредитов.

По нашим оценкам, прирост объема выданных кредитов в период с 2010 по 2013 год будет увеличиваться в среднем на 36% ежегодно. При этом объем выданных ипотечных кредитов будет ежегодно удваиваться, что подтверждается докризисной динамикой. К 2012-2013 году объем выданных кредитов населению составит 16,7% ВВП, что соответствует текущим уровням этого показателя в Чехии, Венгрии, Польше, Словении и прибалтийских государствах, а объем выданных ипотечных кредитов достигнет уровня 6,5% ВВП, что соответствует текущему уровню этого показателя в Чехии, но гораздо ниже уровня этого показателя в развитых экономиках.

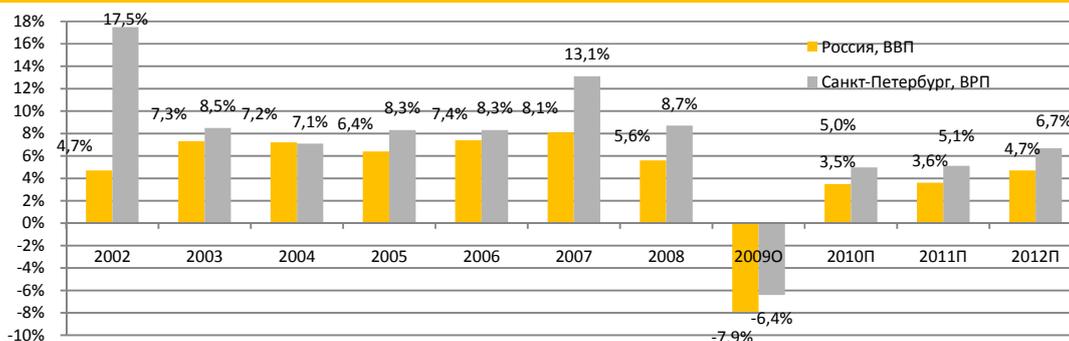
Рост спроса на недвижимость. Мировой финансовый кризис сделал кредитные ресурсы недоступными для российского бизнеса. В результате строительные компании сосредоточили все свои усилия на достройке уже возводимых объектов, одновременно отказываясь от новых проектов. Банки практически прекратили выдачу ипотечных кредитов. Когда ситуация на международных рынках капитала нормализуется кредитные ресурсы станут вновь доступны и населению и строительным компаниям. Но в отличие от населения, которое мгновенно увеличит спрос, как только станут снова доступны ипотечные кредиты, строительные компании в течение еще как минимум двух лет (среднее время возведения дома) предложение нарастить не смогут. Как мы уже писали выше, по нашим прогнозам это произойдет в 2010 году. В результате на рынке будет наблюдаться очень большой дисбаланс между спросом и предложением. К людям, получившим ипотечные кредиты, добавятся те, кто откладывал приобретение недвижимости на более позднее время в надежде купить жилье дешевле. В результате из-за ограниченного предложения, за жилую недвижимость смогут конкурировать только обладатели кредитного ресурса, что может привести к скачку цен на недвижимость, который сделает в принципе невозможным приобретение квартиры без использования ипотеки.

Анализ факторов спроса и предложения на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга, прогноз цен на недвижимость

Место Санкт-Петербурга в экономике России. С численностью населения в 4,6 млн жителей Санкт-Петербург является вторым по величине городом России после Москвы (по официальным данным, в столице проживает 10,5 млн человек). Санкт-Петербург – второй по значимости розничный рынок в России, обладающий выгодным географическим положением: город находится на северо-западе России недалеко от границы с Финляндией и является «окном в Европу». Кроме того, среднедушевой доход жителя Санкт-Петербурга, так же как и валовый региональный продукт (ВРП) на душу населения, выше, чем в среднем по России.

Экономика Петербурга развивается быстрее, чем в среднем по России. По итогам 2009 года экономика Санкт-Петербурга, измеряемая валовым региональным продуктом, сократилась на 6,4% по сравнению с сокращением ВВП России на 7,9%. Если рассматривать период с 1999 года, то экономика Петербурга развивалась почти в 1,5 раза быстрее экономики России. В Петербурге ВРП на душу населения превосходит показатель ВВП на одного жителя России. Принимая во внимание прогнозы Минфина России относительно динамики ВВП России и планы международных корпораций по открытию в Санкт-Петербурге своих производственных подразделений, можно сделать вывод о том, что такая ситуация сохранится и в ближайшем будущем.

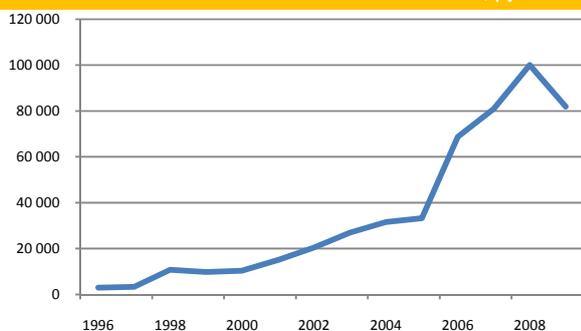
Экономика Санкт-Петербурга развивается быстрее экономики России



Источники: Росстат, Минфин, оценки УК «Арсагера»

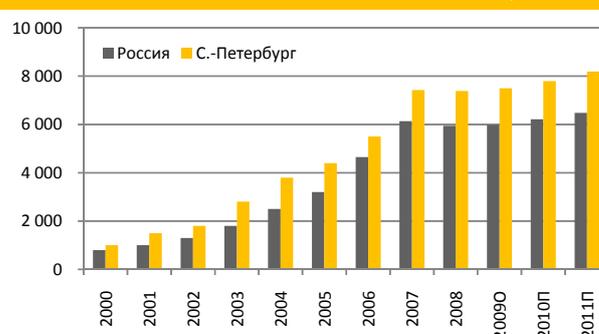
Среднедушевой доход жителя Санкт-Петербурга на 25–30% выше среднедушевого дохода в среднем по России. Величина номинального дохода жителя Санкт-Петербурга в 2009 году составила \$7 498 (официальные доходы без учета теневой экономики), а в целом по России – \$5 986. К 2011 году средняя величина номинального дохода должна достичь, по нашим оценкам, \$8 188 в Санкт-Петербурге и \$6 481 в России. Рост доходов населения будет стимулировать спрос на недвижимость.

Рост стоимости недвижимости в СПб за 11 лет, руб./кв. м



Источник: «Бюллетень недвижимости»

Величина доходов населения в России и в СПб, \$

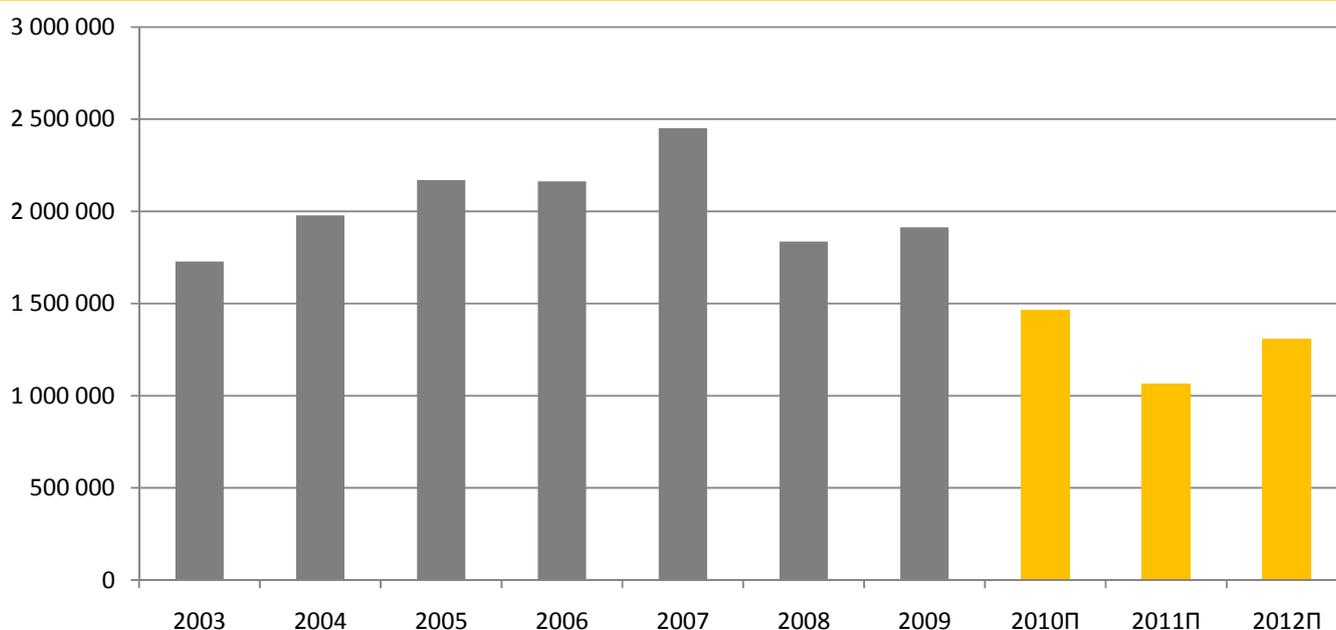


Источники: Росстат, оценки экспертов

Стоит заметить, что представленные выше данные взяты из официальных источников. В России сектор теневой экономики достаточно велик, и, для того чтобы избежать уплаты налогов, работникам зачастую выдают заработную плату «в конверте». Теневые доходы и «чулочные» сбережения уже достаточно давно подпитывают экономику России: так, в основном именно за счет них совершаются крупные покупки (автомобили и квартиры).

Факторы, сдерживающие рост объема предложения

Распределение объемов первичного рынка недвижимости по срокам ввода, кв. м¹



Источники: «Петербургская Недвижимость», данные Правительства Санкт-Петербурга, прогнозы УК «Арсатера»

Существенное влияние на объем предложения первичного рынка недвижимости окажет мировой экономический кризис, в результате которого доступ строительных компаний к финансовым ресурсам резко ограничился. Так, с лета 2007 года значительно снизился объем выпуска облигаций. Для большинства застройщиков условия банковских кредитов ужесточились до запретительного уровня. На сегодняшний день, строительный сектор все еще может рассчитывать лишь на государственную поддержку. Но финансировать новое строительство только за счет государственных кредитов не представляется возможным. В результате существенная часть застройщиков была вынуждена заморозить новые проекты и направить имеющиеся ресурсы на завершение начатых проектов. Таким образом, в ближайшие годы нас ожидает значительный провал в объемах ввода нового жилья.

Наряду с недостатком финансирования существуют многочисленные инфраструктурные проблемы, большие бюрократические издержки (получение всей необходимой для строительства разрешительной документации занимает до двух лет), а также дефицит пятен под застройку. Сегодня данные проблемы отошли на второй план, но их актуальность вновь заявит о себе после восстановления активности строительных компаний.

Говоря о перечисленных проблемах, необходимо указать на то, что в настоящее время в Санкт-Петербурге практически не осталось подготовленных для жилищной застройки пятен. Подготовка инфраструктуры (электричество, канализация, строительство дорог), которая предшествует строительству дома, в среднем занимает 1,5-2 года.

¹ Приводятся объемы ввода, выходящие на открытый рынок, т.е. за вычетом социального жилья

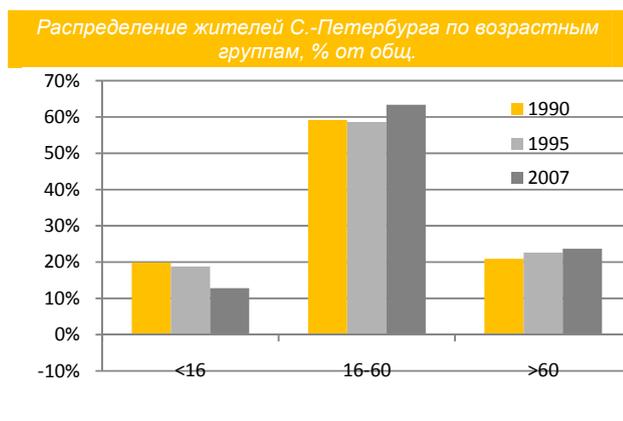
Из сложившейся ситуации можно сделать вывод о том, что даже с активизацией строительных компаний **нарастить объемы ввода удастся не ранее 2012-2013 годов**. В результате этого в ближайшие 3-4 года может образоваться дисбаланс между спросом и предложением.

Стоит также отметить тот факт, что далеко не все объекты недвижимости, которые считаются сданными, пригодны для заселения. **Часто на «доведение» уже сданного дома у строительных компаний уходит от полугода до полутора лет.**

Факторы, стимулирующие рост спроса

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

Несмотря на то, что наблюдалось снижение числа жителей в возрасте до 16 лет (что может привести к демографическим проблемам в будущем), в настоящее время Санкт-Петербург переживает подъем – уровень рождаемости в городе ниже среднего по России, но растет быстрыми темпами. Отчасти это объясняется тем, что городская экономика развивается быстрее, чем экономика страны в среднем. Жизненный уровень населения города увеличивается (по итогам кризисного 2009 года реальные располагаемые доходы населения выросли на 1,9%), и мы считаем, что в среднесрочной перспективе данная тенденция сохранится. Относительно уровня рождаемости наши прогнозы столь же позитивны.



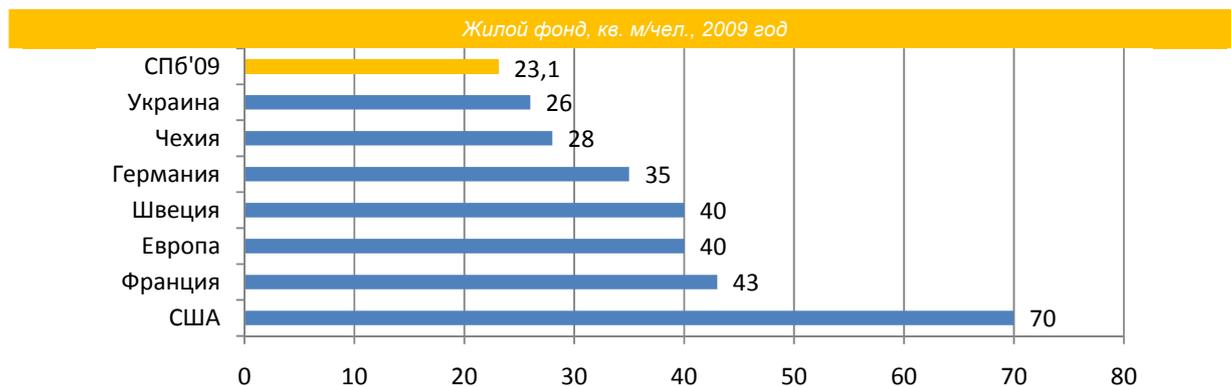
Источники: Росстат



Источники: Росстат

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

Мощный базовый спрос. Спрос на жилую недвижимость обусловлен неудовлетворенной потребностью населения в жилье. Показатель количества жилой площади на человека по состоянию на 2009 год в Санкт-Петербурге составил 23,1 кв. м по сравнению с 40 кв. м на человека в Европе и 70 кв. м на человека в США.

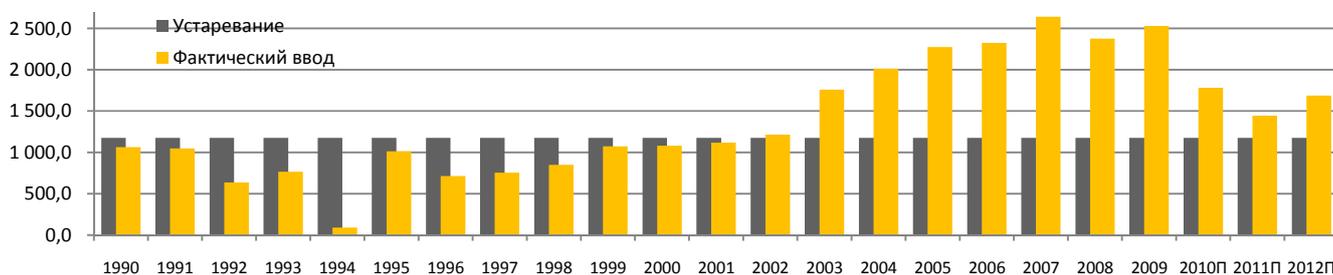


Источники: Росстат, национальные статистические агентства

Следует добавить, что в аварийном состоянии (износ составляет 60% и более) находится порядка 25–30% жилого фонда Санкт-Петербурга. Это один из самых высоких показателей аварийного состояния жилого фонда в России. Поэтому на каждого петербуржца приходится менее 23,1 кв. м жилой пригодной для проживания площади.

Большой объем неудовлетворенного спроса со стороны населения предьявляется 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 в последние шесть лет жилой фонд города начал увеличиваться.

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



Источники: Росстат, оценки УК «Арсагера»

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

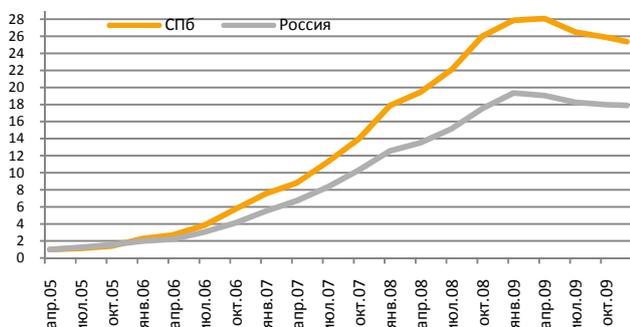
Для того чтобы жилой фонд в расчете на одного жителя Санкт-Петербурга увеличивался на 1 кв. м в год, необходимо вводить ежегодно 5,7 млн кв. м жилья (4,6 млн человек – население города, 1,1 млн кв. м — ежегодное устаревание жилых площадей). В наиболее успешном для петербургских строителей 2007 году было введено 2,6 млн кв. м жилой площади. В 2010 и особенно в 2011 году нас ожидает провал в объемах нового строительства. Ввод новых объектов начнет увеличиваться только в 2012 году. Таким образом, сколько-нибудь существенного улучшения ситуации на рынке жилой недвижимости Петербурга в течение следующих 3-4 лет ожидать не приходится.

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

Темпы развития ипотечного кредитования в Санкт-Петербурге опережают средние темпы по России. По прогнозам ЦБ РФ, объем выданных ипотечных кредитов в 2006 году должен был в два раза превзойти аналогичный показатель 2005 года. На практике объем выданных ипотечных кредитов вырос в 2,8 раза в 2006 году, в 2,15 раза в 2007 году и в 1,83 раза в 2008 году. При этом

темпы роста объема выданных ипотечных кредитов в Санкт-Петербурге на 40% превысили темпы роста этого показателя в среднем по России.

Ипотека в СПб развивается быстрее, чем в среднем по России



Источник: ЦБ РФ

В текущей ситуации выдача ипотечных кредитов практически остановилась (в результате из-за погашения ранее выданных кредитов на графике мы видим снижение общего объема выданных кредитов). Однако, в случае оживления рынка ближе ко второму кварталу 2010 года, кредитование в Петербурге будет вновь развиваться более быстрыми темпами, чем в целом по России.

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

Официальная заработная плата в Санкт-Петербурге в 2009 году составила 20 тысяч рублей, что на 30–40% меньше, чем фактическая заработная плата в городе. Это еще раз демонстрирует тот факт, что большая часть зарплат выдается «в конвертах». Согласуются с этим и приводимые некоторыми экспертами оценки средней зарплаты в городе – на уровне 26–28 тысяч рублей в месяц.

Учитывая последние инициативы правительства по борьбе с «серыми» заработными платами, можно ожидать ускорения темпов «обеления» зарплат и, как следствие, удешевления и расширения кредитных ресурсов для населения. Конечно, экономический кризис внесет свои коррективы в эту тенденцию, поскольку в кризисы доля теневой экономики всегда увеличивается. Тем не менее, в среднесрочной перспективе тенденция по обелению заработных плат продолжится.

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

Изменение структуры сбережений населения в пользу жилья на фоне сокращения объемов строительства. В разделе «Макроэкономические факторы, оказывающие влияние на сектор жилой недвижимости России» мы уже отмечали, что наиболее надежной защитой сбережений от кризиса население считает приобретение недвижимости. При этом из-за недоступности финансовых ресурсов в 2010-2012 годах велика вероятность, что произойдет провал ввода новых объектов жилой недвижимости.

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

Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге

ОАО «УК «Арсатера» прогнозирует изменение общей динамики цен на жилую недвижимость на основании инфляционной модели, модели оценки совокупного спроса и предложения 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, Петербург и т.д.) сложно представить себе ситуацию, когда люди в массовом порядке продают жилье для того, чтобы «проесть» эти деньги.

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

Оценка совокупного спроса

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

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

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

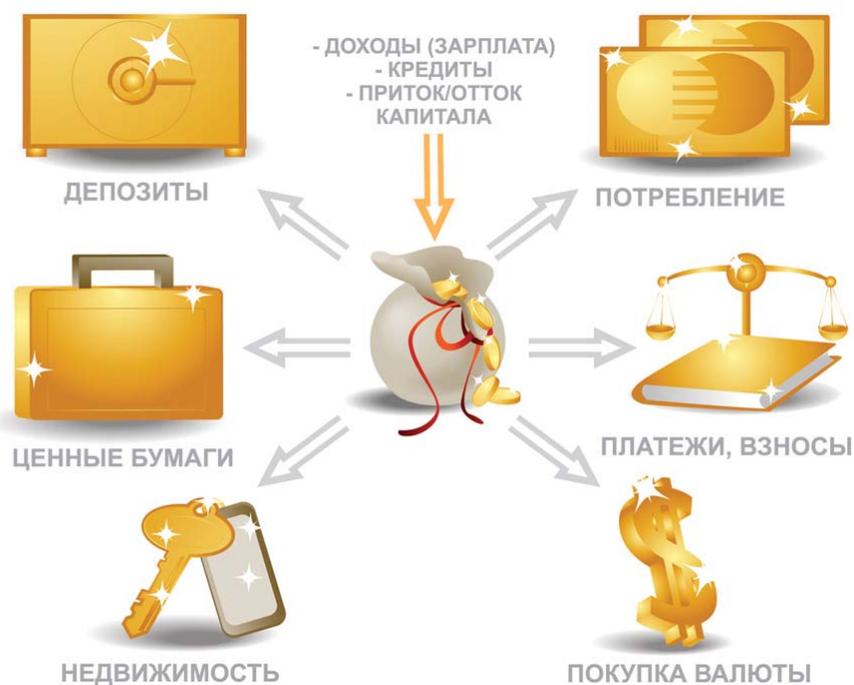
Все население страны получает совокупный доход (собственная оценка), часть из которого расходуется на:

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

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

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

Более никаким образом население потратить свои сбережения не может.



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

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

Описанные выше данные позволяют спрогнозировать, какой объем «новых денег» придет на рынок жилой недвижимости (Таблица № 1).

Таблица 1. Оценка расходов на приобретение жилья в РФ (Часть I), млн руб.

млн руб.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ДОХОДЫ						
Денежные доходы населения	21 311 500	25 561 200	28 952 542	29 530 534	33 187 861	37 419 977
РАСХОДЫ						
Обязательные платежи и взносы	2 514 757	3 322 956	3 539 793	3 838 969	4 314 422	4 864 597
Покупка товаров и услуг	14 832 804	18 710 798	20 248 794	20 966 679	23 231 503	25 819 784
СБЕРЕЖЕНИЯ						
Прирост финансовых активов	3 963 939	3 527 446	5 163 955	4 724 885	5 641 936	6 735 596
1. Изменение вкладов ФЛ	1 343 305	770 202	1 091 761	1 259 775	2 027 399	1 227 111
ИТОГО вклады	5 136 788	5 906 990	6 998 751	8 258 526	10 285 925	11 513 036
2. Изменение кол-ва денег на руках населения	504 173	526 366	228 799	1 081 575	729 590	662 139
3. Приток частного капитала	1 984 528	-3 341 000	-1 669 464	0	1 070 000	1 575 000
4. Изменение задолженности по кредитам	1 088 421	1 046 087	-430 965	645 524	1 462 042	1 248 653
Задолженности по кредитам (суммарно)	2 971 125	4 017 212	3 586 247	4 231 771	5 693 813	6 942 466
5. Инвестиции в бизнес (в т.ч. ц/б)	1 725 588	-3 053 451	226 661	1 402 969	2 359 023	3 444 911
6. Расходы на приобретение недвижимости	3 463 822	3 515 772	1 516 305	1 626 090	3 057 965	4 225 089
Доля расходов на RE в ФР+RE	66,7%	760,5%	87,0%	54,4%	57,2%	59,6%

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

По сравнению с предыдущим прогнозом мы:

1. Пересмотрели прогнозы по темпам изменения обязательных платежей и взносов.
2. Увеличили прогноз по росту вкладов населения в банках, в связи с повышением прогноза по росту цен на сырьевые товары и как следствие, доходов населения.

В целом можно отметить, что все показатели претерпели незначительные изменения. В результате произошло небольшое перераспределение объема средств, направляемых на приобретение недвижимости, с 2010 на 2012 год.

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 2010-2012 годах (См. Таблицу № 2)

Таблица № 2. Расходы на приобретение недвижимости в Санкт-Петербурге, млн руб.

	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Расходы на приобретение недвижимости в РФ (Табл. № 1)	2 272 322	3 463 822	3 524 463	2 084 873	1 626 090	3 057 965	4 225 089
Доля Петербурга в общих расходах на приобретение недвижимости	6,0%	6,4%	6,6%	5,2%	6,9%	6,9%	6,9%
Расходы на приобретение недвижимости в Санкт-Петербурге	137 361	220 854	234 105	109 254	112 200	211 000	291 531

Оценка предложения первичного рынка

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

При этом следует учесть, что некоторый объем жилья, построенного на первичном рынке, приобретает город, для реализации различных программ, и это жилье не попадает на открытый

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

Таблица № 3. Объем ввода жилья на первичном рынке Санкт-Петербурга

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Предложение на открытом рынке, кв. м.	1 836 756	1 913 652	1 461 670	1 300 000*	1 306 889

* Стоит обратить внимание, что предложение на открытом рынке в 2011 году отличается от приведенных выше данных. Это связано с тем, что по нашему мнению, на рынок будут выходить новые проекты, которые увеличат предложение. Таким образом, увеличивая объем ввода мы пытаемся учесть предложение новых проектов.

Таким образом, 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 о том, 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.
- 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 ($P_{\text{п}}^T$), которая установится в прогнозном году, соответственно, и продажи на вторичном рынке также будут осуществляться по средневзвешенной цене ($P_{\text{в}}^T$).

Средневзвешенные цены первичного ($P_{\text{п}}^T$) и вторичного ($P_{\text{в}}^T$) 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) (См. Таблицу 4). $P_{\text{в}}^T = P_{\text{п}}^T * (1+r * D)$, 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:

$$\text{НД} = V_{\text{п}} * P_{\text{п}}^T + V_{\text{в}} * (P_{\text{в}}^T - P_{\text{в}}^{T-1}), \quad (1) \text{ где}$$

НД – объем «новых денег» (Таблица № 2)

$V_{\text{п}}$ – объем первичного ввода, попавшего на открытый рынок (Таблица № 3)

$P_{\text{п}}^T$ – средневзвешенная цена продаж на первичном рынке в прогнозном году T (неизвестная величина, зависящая от $P_{\text{в}}^T$)

$V_{\text{в}}$ – оборот вторичного рынка. Он, как правило, постоянен и составляет некоторую долю от объема жилого фонда. Годовой оборот вторичного рынка по сути иллюстрирует, насколько часто среднестатистический житель города меняет жилье. Для Санкт-Петербурга в последние годы этот показатель находится на уровне 4,5% от объема жилого фонда в год (Таблица №4).

$P_{\text{в}}^T - P_{\text{в}}^{T-1}$ – разница средневзвешенных цен вторичного рынка в прогнозном году T и году $T-1$, которая определяет величину изменения цен вторичного рынка ($P_{\text{в}}^T$ – неизвестная величина; $P_{\text{в}}^{T-1}$ – см. Таблицу №4).

$V_{\Pi} * P_{\Pi}^T$ – это объем денег, который будет потрачен для поглощения объема первичного рынка и в том числе на увеличение его цены.

$V_{\text{В}} * (P_{\text{В}}^T - P_{\text{В}}^{T-1})$ – это объем денег который пойдет на изменение цен вторичного рынка.

Отдельно стоит отметить, что мы прогнозируем не цены на конец прогнозного года, а именно СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ цены первичного и вторичного рынков в прогнозируемом году, потому что мы не знаем, как именно распределится спрос и предложение внутри года.

Таблица № 4. Прогноз цен вторичного рынков жилья Санкт-Петербурга

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Объем предложения на открытом рынке первичного жилья в СПб, млн кв. м	1,84	1,79	1,37	1,30	1,31
Объем «новых денег» на рынке, млн руб.	234 105	109 254	112 200	211 000	291 531
Объем жилого фонда СПб, кв. м	103 674 235	106 203 868	107 985 538	109 429 402	111 219 793
Объем оборота вторичного рынка (процент от объема жилья)	2,7%	2,1%	2,6%	2,6%	2,5%
«Новые деньги» на первичном рынке, млн руб.	157 544	137 777	107 417	133 389	179 805
«Новые деньги» на вторичном рынке, млн руб.	76 561	-28 522	4 783	77 611	111 726
Средневзвешенная цена кв. м на вторичном рынке СПб, руб.	100 367	87 634	89 342	117 060	156 963
Изменение индекса средневзвешенной цены на вторичном рынке	37,4%	-12,7%	1,9%	31,0%	34,1%

Прогноз индекса цен вторичного рынка жилья на 2010–2012 годы



Источник: прогноз УК «Арсатера»

- 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 прогнозируемом 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.

$$\text{НД} = V_{\Pi} * P_{\Pi}^T + V_{\text{В}} * (P_{\text{В}}^T - P_{\text{В}}^{T-1}) \quad (1)$$

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

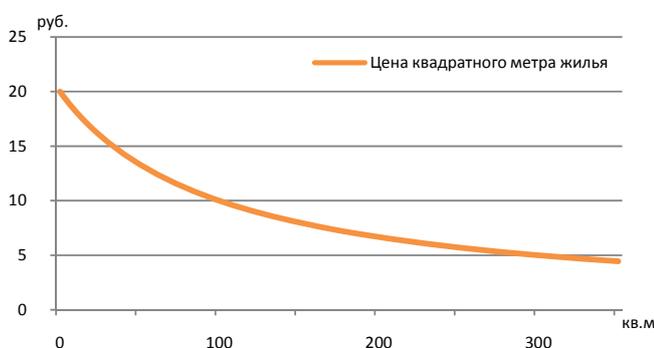
Таким образом, отсюда выражается X , который равен 15,15

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 «выпуклость» графика зависит от соотношения первичного и вторичного рынков. Чем больше доля первичного рынка к 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 нелинейна, 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

Инфляционная модель

Данная модель позволяет спрогнозировать изменение себестоимости строительства. Методика предполагает определение всех затратных статей строительства и расчет количества каждой компоненты затрат, приходящейся на квадратный метр построенной площади, в абсолютных единицах и для всевозможных типов домов. Эта модель позволяет определить нижнюю границу цены квадратного метра жилой недвижимости, поскольку застройщики не будут продавать построенную недвижимость по цене ниже себестоимости, увеличенной на величину минимально допустимой рентабельности. Необходимо отметить, что отдельные строительные компании, испытывающие трудности с финансированием строительства могут продавать квартиры по цене себестоимости.

Таблица 5.1. Оценка себестоимости строительства квадратного метра

	2008		2009		2010П		2011П		2012П	
Инфляция	13,30%		8,80%		9,00%		7,80%		6,60%	
Проценты по кредитам	6 364	9%	8 609	14%	7 318	12%	6 220	10%	5 287	8%
Управление проектом	1 636	2%	1 780	3%	1 940	3%	2 091	3%	2 230	3%
Приобретение права на землю	14 948	22%	14 948	25%	13 453	22%	12 108	19%	12 108	19%
Проектирование	2 093	3%	2 277	4%	2 482	4%	2 675	4%	2 852	4%
Инженерное обеспечение	9 040	13%	9 836	16%	10 721	17%	11 557	18%	12 320	19%
Строительно-монтажные работы	31 236	45%	18 209	30%	21 324	34%	23 039	37%	25 064	38%
Охрана объекта	390	1%	424	1%	463	1%	499	1%	531	1%
Коммерческие расходы	3 693	5%	4 018	7%	4 380	7%	4 721	8%	5 033	8%
СЕБЕСТОИМОСТЬ	69 399	100%	60 102	100%	62 080	100%	62 910	100%	65 424	100%
Требуемая рентабельность	10 410		9 015		9 312		9 437		9 814	
Стоимость квадратного метра с учетом рентабельности	79 809		69 117		71 392		72 347		75 238	

Средняя цена квадратного метра на первичном рынке на 8 марта 2010 года – 72 805,9 руб./кв. м (по данным www.bn.ru).

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.

На базе оценки коэффициента доступности жилья ОАО «УК «Арсатера» подготовила прогноз стоимости жилья до 2012 года включительно в среднем по России и по Санкт-Петербургу.

Таблица 5.2. Прогноз объемов ввода жилья (вместе с бюджетным строительством), тыс. кв. м

Регион	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Россия	36 449	41 040	43 560	50 173	60 350	64 058	59 800	47 840	44 656	55 820
СПб	1 758	2 012	2 273	2 376	2 637	2 376	2 530	1 782	1 444	1 687

Источник: прогнозы УК «Арсатера», прогнозы Министерства регионально развития

Таблица 5.3. Прогноз жилого фонда, тыс. кв. м

Регион	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Россия	2 885 000	2 917 000	2 956 000	3 006 173	3 066 523	3 130 581	3 190 381	3 238 221	3 282 877	3 338 697
СПб	92 000	94 012	96 286	98 661	101 298	103 674	106 204	107 986	109 429	111 220

Источник: информация Федеральной службы статистики (www.gks.ru)

Таблица 5.4. Прогноз демографической ситуации, тыс. чел.

Регион	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Россия	144 964	144 168	143 474	142 754	142 200	141 904	141 478	141 054	140 631	140 209
СПб	4 656	4 624	4 600	4 581	4 560	4 582	4 600	4 600	4 600	4 600

Источники: информация Федеральной службы статистики (www.gks.ru), собственные оценки

Таблица 5.5. Прогноз нормативов жилой недвижимости на человека, кв. м/чел.

Регион	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Россия	19,9	20,2	20,6	21,1	21,6	22,1	22,6	23,0	23,3	23,8
СПб	20,2	20,6	21,1	21,7	22,2	22,6	23,1	23,5	23,8	24,2

Источники: информация Федеральной службы статистики (www.gks.ru), собственные оценки

Стоит отметить, что из-за недостатка инвестиций в инфраструктуру в предыдущие годы (электричество, коммунальное хозяйство, дороги и пр.) существенно увеличить объемы строительства не представляется возможным.

При этом видно (см. табл. 5.2–5.5), что оптимистичные прогнозы правительства по объемам ввода жилья не позволят увеличить норматив жилой площади на человека в России к 2012 году даже до

текущего уровня в странах Восточной Европы (см. табл. 5.6), не говоря уже о развитых экономических странах.

Заметим, что в расчетах по Санкт-Петербургу не учитывалось выбытие жилья вследствие устаревания, которое ежегодно составляет 1,1 млн кв. м.

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

Таблица 5.6. Статистика по объему жилья на человека в Европе

Страна	Площадь, кв. м/чел.
Польша	22,2
Литва	23,0
Латвия	23,9
Словакия	26,0
Эстония	27,7
Венгрия	28,0
Чехия	28,7
Словения	29,5
Мальта	34,3
Ирландия	35,0
Финляндия	36,3
Франция	37,5
Австрия	38,3
Германия	40,1
Нидерланды	41,0
Великобритания	44,0
Швеция	44,4
Дания	50,6

Источник: *Housing Statistics in the European Union 2007*

Средние доходы домохозяйств до 2012 года включительно прогнозируются на базе оценок МЭРТ среднесрочного развития российской экономики. 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 осуществляется через прогнозирование коэффициента доступности жилья на 2010–2012 годы путем сопоставления со значениями данного отношения с показателями развитых стран (см. табл. 5.7) и с учетом следующих факторов:

- мощного базового спроса на жилье, обусловленного неудовлетворенной потребностью населения в жилье;
- долгосрочной тенденции к снижению уровня процентной ставки и росту объемов ипотеки (на конец 2009 года отношение всех ипотечных кредитов на жилье в России к ВВП составляло, по данным ЦБРФ 2,8%, что гораздо меньше показателей развитых стран).

Таблица 5.7. Средний коэффициент доступности жилья по странам

Страна	Коэффициент доступности жилья
Австрия	1,74
Бразилия	4,66
Германия	1,71
Китай	15,67
Латвия	4,96
Литва	5,54
Мексика	2,09
Нидерланды	2,44
Польша	7,57
Словакия	4,84
Словения	3,30
Украина	21,34
Финляндия	3,53
Франция	5,20
Чехия	5,96
Швейцария	3,42
Эстония	3,26

Источники: 6th Annual Demographia International Housing Affordability Survey: 2009, собственные оценки

При прогнозе коэффициента доступности жилья заложены следующие значения:

- Россия –5,0;
- Санкт-Петербург – 8,0.

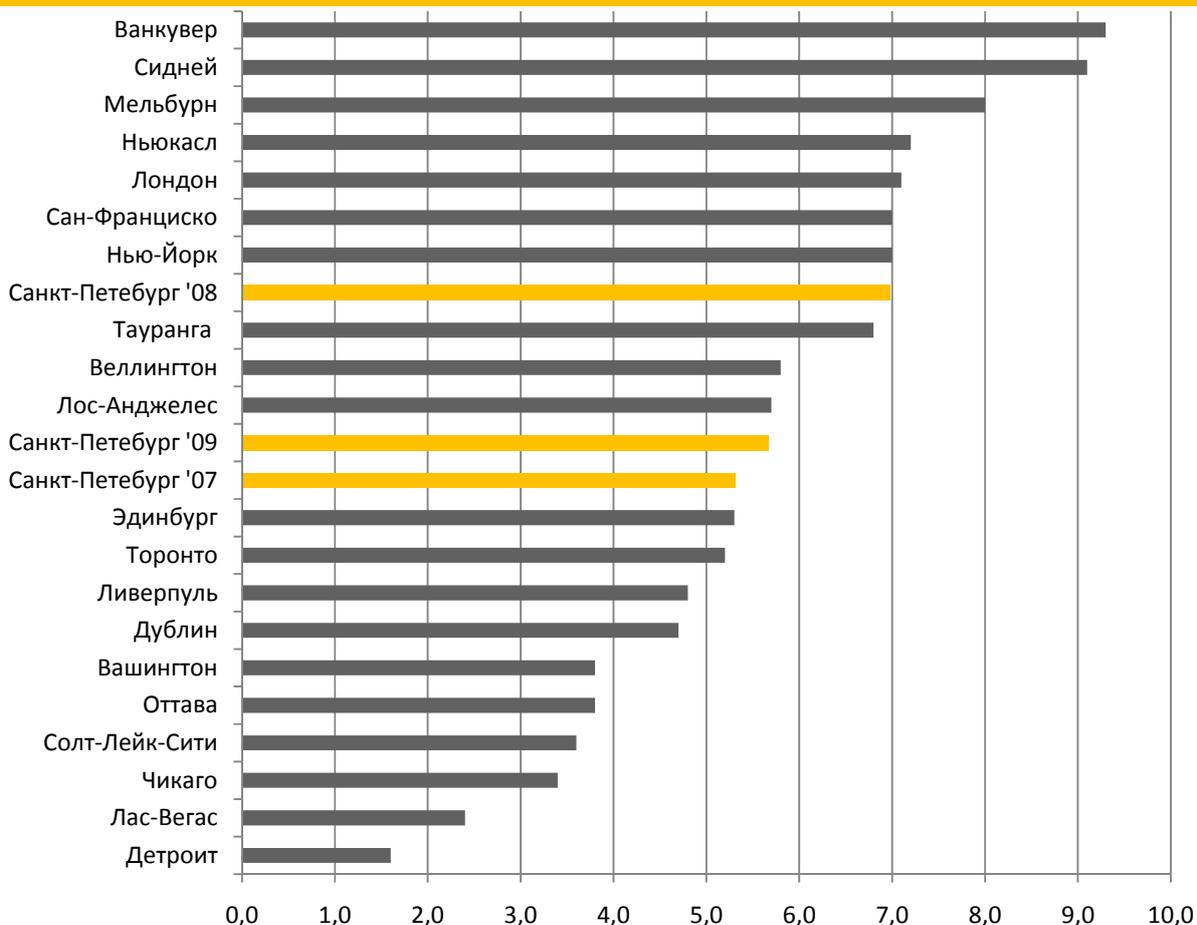
На базе этих предпосылок рассчитан прогноз стоимости жилья в России и в Санкт-Петербурге до 2012 года включительно.

Таблица 5.8. Прогноз стоимости жилья

Показатель	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Население, тыс. чел.	142 221	142 009	141 904	141 478	141 054	140 631	140 209
ВВП, млрд руб.	26 870	32 987	41 256	39 016	45 079	51 268	57 384
Доходы населения, млрд руб.	17 290	21 312	25 561	28 953	29 531	33 188	37 420
Доход на человека, руб./год	121 572	150 072	180 130	204 643	209 356	235 993	266 888
ВВП на человека, руб./год	188 931	232 288	290 732	275 774	319 588	364 558	409 277
Доход на человека + теневая экономика, руб./год	162 096	200 096	240 174	272 857	279 142	306 484	333 609
Доход домохозяйства в год, руб.							
по России	453 869	560 267	672 486	764 001	781 598	858 157	934 106
по Санкт-Петербургу	633 839	756 063	790 662	849 961	869 538	954 711	1 039 206
Коэффициент доступности жилья							
в России	3,72	4,35	4,51	3,95	4,00	4,60	5,00
в Санкт-Петербурге	4,21	5,31	6,98	5,67	5,50	6,50	8,00
Стоимость квартиры (55 кв. м), руб.							
в России	1 688 593	2 439 525	3 034 560	3 021 398	3 126 390	3 947 520	4 670 532
в Санкт-Петербурге	2 669 255	4 016 298	5 520 192	4 819 870	4 782 460	6 205 622	8 313 651
Процентное изменение стоимости жилья							
в России		44,5%	24,4%	-0,4%	3,5%	26,3%	18,3%
в Санкт-Петербурге		50,5%	37,4%	-12,7%	-0,8%	29,8%	34,0%

Таблица 5.9. Коэффициент доступности жилья

Коэффициент доступности жилья по локальным рынкам США, Канады, Великобритании, Австралии, Ирландии и Новой Зеландии



Источник: 6th Annual Demographia International Housing Affordability Survey: 2009

В связи с сильной неудовлетворенной потребностью в жилье, увеличением номинальных доходов населения (4,7% за 2009 год) и объемов ипотечного кредитования, рост которых остановился в период кризиса, но по нашим прогнозам, должен восстановиться ближе к лету 2010 года, можно ожидать роста цен на жилье в среднесрочной перспективе. Глядя на ситуацию в развитых странах, следует отметить, что в городах – центрах деловой активности страны уровень жизни и цены на жилье могут расти опережающими темпами.

Анализ сектора строящейся недвижимости Санкт-Петербурга

Особенности строящейся недвижимости как класса активов

Доходность инвестиций в строящуюся жилую недвижимость зависит от:

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

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

Существование данной разницы можно объяснить с двух точек зрения:

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

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

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

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

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

Таким образом, с точки зрения застройщика, деньги дольщиков являются более гибким инструментом, что позволяет этому инструменту быть более дорогим по сравнению с кредитами. Следует отметить, что для небольших строительных компаний банковское кредитование зачастую недоступно, что делает для них средства дольщиков единственным источником финансирования.

Это приводит к дополнительной премии для покупателя в цене продажи строящихся квартир, что отражается на ценах первичного рынка в целом.

Специфика рынка строящейся недвижимости Санкт-Петербурга

Сегментация рынка по застройщикам (влияние 214-ФЗ). В отличие от рынка недвижимости Москвы, где 70–80% рынка строящейся жилой недвижимости контролируется несколькими олигополиями, на рынке Санкт-Петербурга такой же монополизации не наблюдается. На рынке Петербурга на пятерку крупнейших застройщиков приходится лишь около 40% рынка.



Источники: данные строительных компаний

Источник: СоюзПетроСтрой

Различие структуры рынков Москвы и Санкт-Петербурга обуславливает их разную реакцию на вступивший в силу в апреле 2005 года закон «О долевом строительстве» (214-ФЗ). Обладая большими финансовыми ресурсами, застройщики Москвы менее болезненно отреагировали на новые требования законодательства.

Что же касается строительных компаний Санкт-Петербурга, то в силу их небольшого размера (в сравнении с московскими застройщиками) и, как следствие, небольших финансовых ресурсов средства дольщиков для них являются фактически безальтернативным источником финансирования текущей деятельности. Таким образом, переход на новую схему работы, ужесточившую привлечение и использование средств дольщиков, вызвал у застройщиков затруднения с финансированием.

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.

Прогноз доходности от этапности строительства (2010-2012 гг)

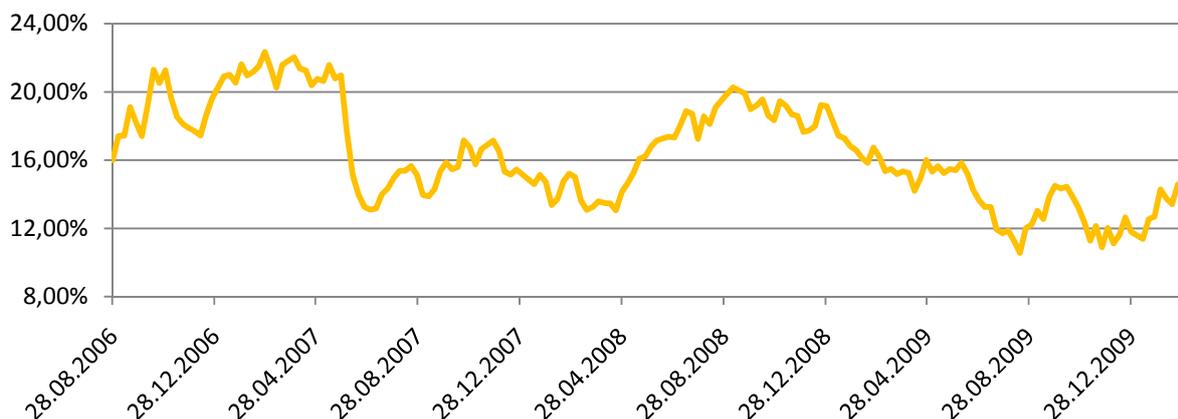
Группа* застройщика	Арендная ставка, % годовых	Премия за риск застройщика, % годовых	Доходность, % годовых
7.1	5–7	5–10	10–17
7.2	5–7	10–15	15–22
7.3	5–7	15+	20+

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

В условиях дефицита финансирования застройщики с целью стимулирования продаж предлагали существенные скидки, что приводило к росту доходности от этапности до 20%. Мы считаем, что такая ситуация имело место только в 2009 году, далее доходность вернется на уровень 15%.

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

Премия средней цены кв. метра первичного рынка ко вторичному, %

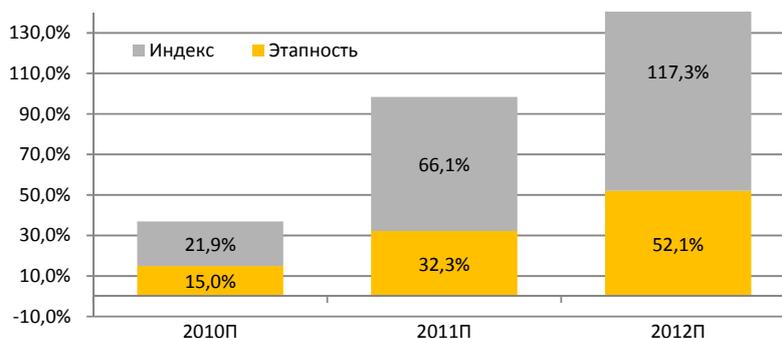


Источник: www.bn.ru

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 2012 года может составить 40-50% годовых.

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



Источник: прогноз ОАО «УК «Арсатера»

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся недвижимость

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость Петербурга	2010П	2011П	2012П
Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге, %	21,9	36,2	30,8
Прогноз доходности от этапности в Петербурге, %	15,0	15,0	15,0
Прогнозируемая доходность инвестиций, % годовых	36,9	51,2	45,8

Анализ сектора рентной жилой недвижимости Санкт-Петербурга

Особенности рентной недвижимости как класса активов

Доходность инвестиций в рентную жилую недвижимость зависит от:

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

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

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

Еще несколько лет назад ипотечное кредитование было практически недоступно широкому кругу, и в большинстве своем люди просто не имели возможности одновременно выплатить полную стоимость квартиры. Это лишало граждан, не имеющих собственного жилья, альтернативы аренде (что находило свое выражение в размере арендных платежей). К настоящему времени существенно возросла доступность ипотечного кредитования, даже, несмотря на финансовый кризис, ипотечный кредит можно получить под 13–16% годовых. Это дает возможность людям, не имеющим жилья в собственности, выбирать между ипотекой и арендой. С октября 2008 года выдача ипотечных кредитов практически прекратилась, однако, нормализация ситуации с ликвидностью в банковской сфере и увеличение уверенности в прекращении девальвации рубля, позволяют надеяться на возобновление ипотечного кредитования в ближайшее время.

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

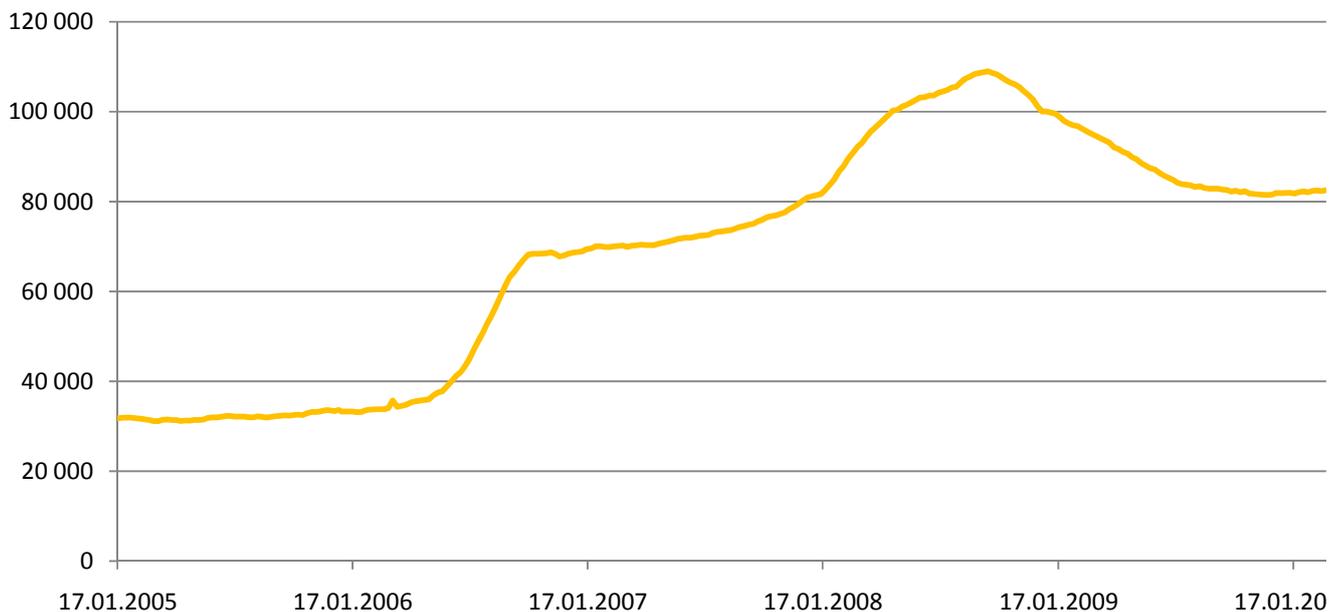
На Западе, где аренда, помимо удобства при переездах, рассматривается как возможность не принимать на себя обременение собственностью и, как следствие, не нести риски, связанные с недвижимым имуществом, ставки по аренде, наоборот, несколько превышают ставки по ипотечным кредитам.

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



Источник: www.bn.ru

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

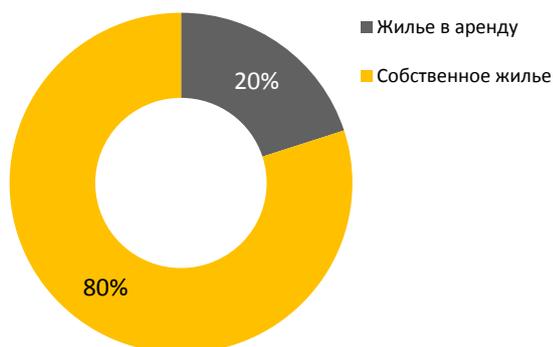


Источник: www.bn.ru

Специфика рынка аренды недвижимости Санкт-Петербурга

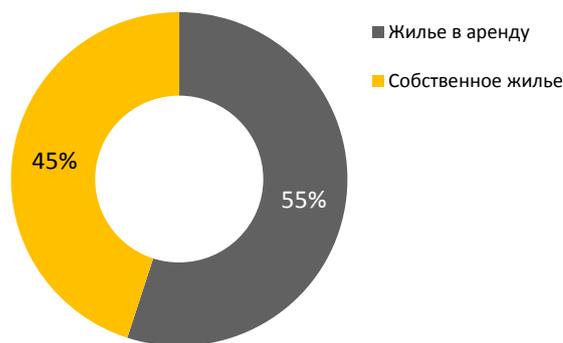
Нецивилизованность аренды. По исследованиям www.bn.ru («Бюллетень Недвижимости»), всего около 20% жилого фонда Санкт-Петербурга сдается в аренду (сравните, например, с 55% в Германии). Стоит отметить, что основной объем арендодателей – это физические лица, сдающие в аренду лишнюю квартиру, не используемую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

Жилой фонд Санкт-Петербурга



Источник: оценки BN

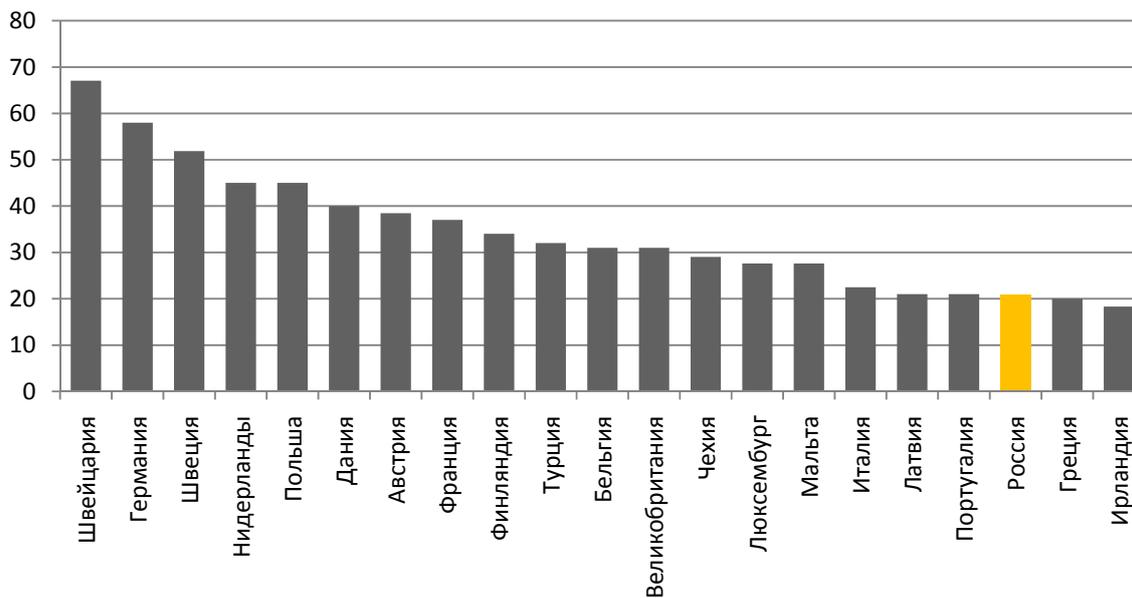
Жилой фонд Германии



Источник: Knight Frank European residential investment 2007

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

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



Источник: Knight Frank European residential investment 2008

Арендные ставки по европейским городам в 2009 году, % от стоимости жилья



Источник: Global Property Guide (<http://globalpropertyguide.com>), на примере апартментов 120 кв. м luxury-класса

Прогноз доходности инвестиций в рентную жилую недвижимость

На основании прогноза индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге (см. раздел «Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге») и оценки доходности от аренды мы прогнозируем, что средняя доходность инвестиций в рентную жилую недвижимость на период до 2012 года может составить 25-30% годовых.



Источник: прогноз УК «Арсасгера»

Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости

Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости Петербурга	2010П	2011П	2012П
Прогноз доходности от аренды в Петербурге, %	7,0	7,0	7,0
Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге, %	21,9	36,2	30,8
Прогнозируемая доходность инвестиций, % годовых	28,9	43,2	37,8

Как прогнозируется доходность от аренды?

Доход от сдачи в аренду жилой недвижимости напрямую зависит от стоимости этой недвижимости и в настоящее время составляет 5–7% годовых от стоимости квартиры (в случае долгосрочной аренды доходность находится у верхней границы диапазона). Уровень доходности от сдачи жилья в аренду является единым для всего рынка в регионе².

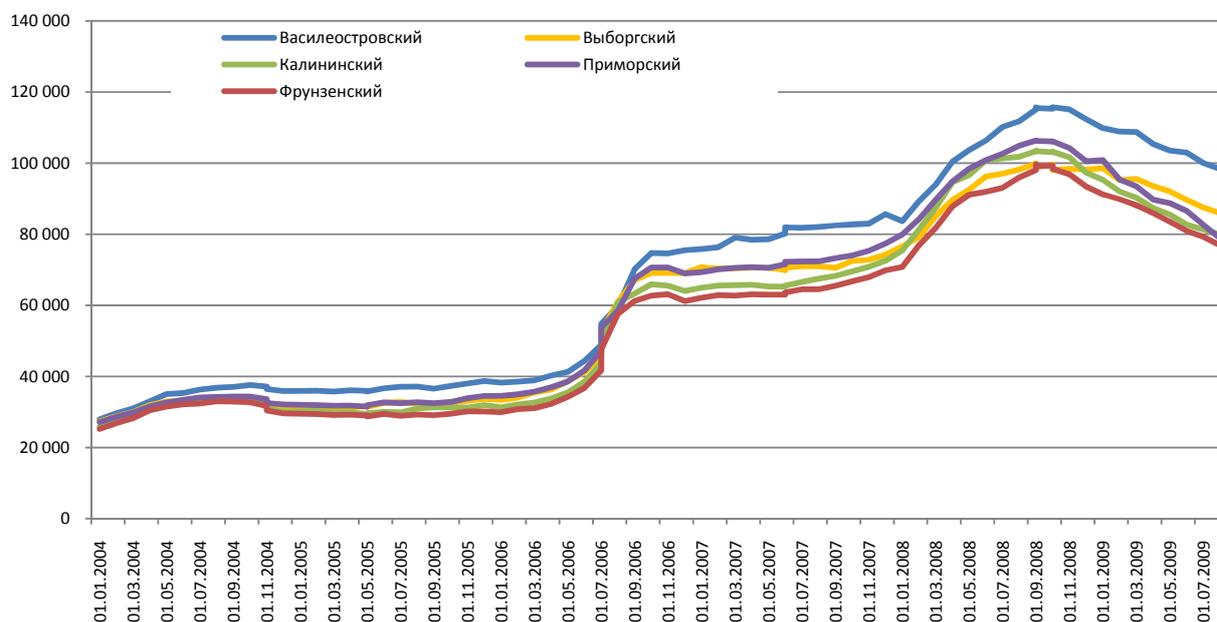
Например, если квартира стоит 3 млн рублей, то доход от сдачи ее в аренду составит 180-210 тыс. рублей в год. Если же стоимость ее увеличится до 4 млн рублей, абсолютный рентный доход ее владельца составит 240-280 тыс. рублей в год.

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

² Это можно понять при рассмотрении арбитражной ситуации с ипотекой. Если предположить, что для квартиры с определенными потребительскими качествами уровень арендной ставки выше, то спред между платежами по аренде и ипотеке для квартир с подобными потребительскими качествами ниже. А это значит, что данная ситуация будет устранена после повышения спроса со стороны покупателей на подобные квартиры, что приведет к росту стоимости таких квартир, превышающей рост арендной ставки. В результате арендная ставка вернется к среднерыночному уровню.

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

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



Индексы районов по www.eip.ru

На графике приведено сравнение поведения средних цен квадратного метра по некоторым районам города. Василеостровский район фактически примыкает к центру города и в силу расположения на острове территориально ограничен для строительства³, Приморский и Фрунзенский районы представляют собой примеры удаленных от центра спальных районов.

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

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

³ Мы не рассматриваем начатый в 2007 году проект намыва территорий для строительства на Васильевском острове пассажирского морского порта, а также прилегающей коммерческой и жилой недвижимости.

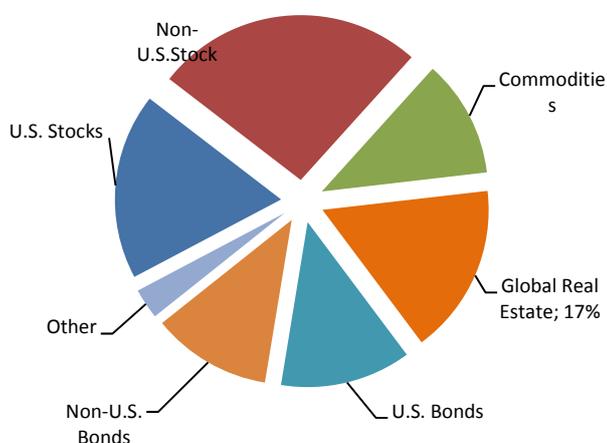
Приложение 1. Международная и российская практика инвестиций в фонды недвижимости

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

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

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

Рисунок 1: Доля классов активов в глобальной рыночной капитализации, %, 2008 г.



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

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

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

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

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

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

Режимы портфельного инвестирования в недвижимость в отдельных странах

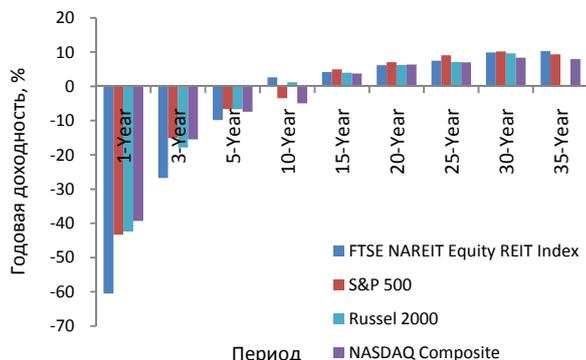
Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения	Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения
Азиатско-Тихоокеанский регион			Европа		
Австралия	LPT	1971	Бельгия	SICAFI	1995
Гонконг	REIT	2003	Франция	SIIC	2003
Япония	J-REIT	2000	Италия	FII	1994
Южная Корея	RETF, K-REIT, CR-REIT	2001	Люксембург	FCP, SICAV,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

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

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

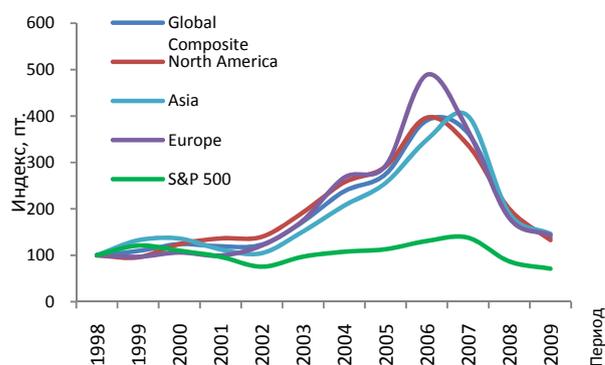
Последние полтора десятилетия стали для фондов недвижимости эпохой «расцвета», и лишь мировой финансовый кризис на время замедлил бурное развитие данной отрасли. Проблемы с ликвидностью и опасения по поводу перспектив рынка послужили для инвесторов причиной вывода средств из фондов недвижимости, что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

Историческая доходность различных классов активов (по состоянию на конец февраля 2009г.)



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

Динамика индексов недвижимости по регионам (по состоянию на конец февраля 2009г.), значение 1998 года взято за 100

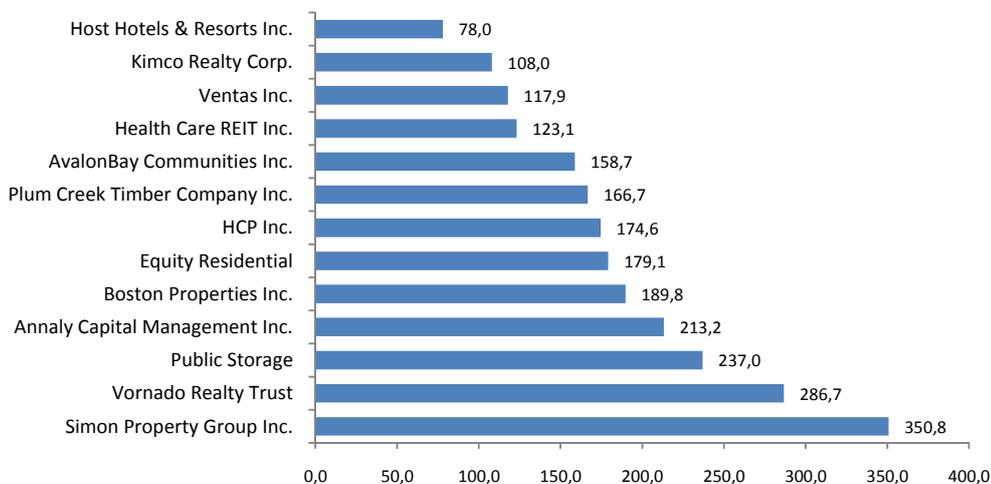


Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

Тем не менее, за период с 1998 по 2009 годы общий прирост капитала от вложений в Real Estate оказался выше, нежели от вложений в рынок акций.

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

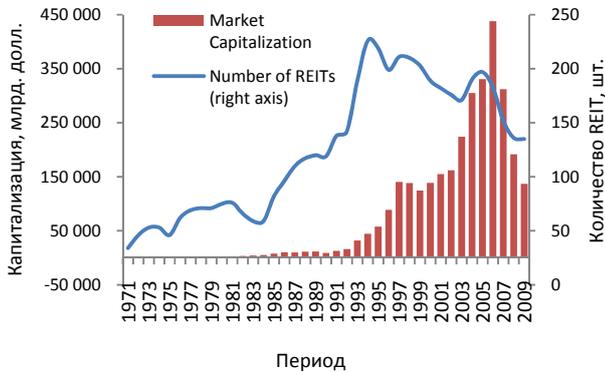
Среднедневной объем торгов ценными бумагами крупнейших U.S.REITs на NYSE, млн. долл. США (по состоянию на конец февраля 2009 года)



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

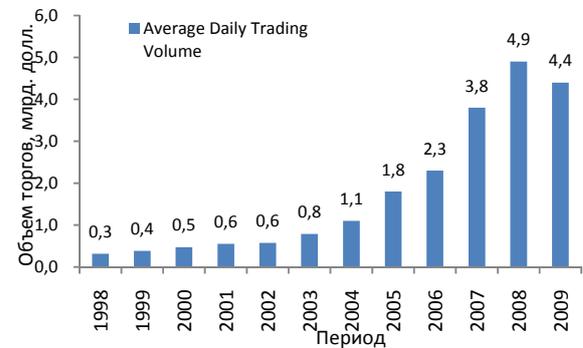
Биржевые обороты крупнейших фондов недвижимости сопоставимы с оборотами «голубых фишек» фондового рынка. Ежедневный торговый оборот по крупнейшим фондам в США достигает 3,5% от их рыночной капитализации, а среднедневной объем торгов по всем фондам в 2008-2009 годах превысил 4 миллиарда долларов.

Динамика рыночной капитализации REITs, обращающихся на NYSE, 1971-2009



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

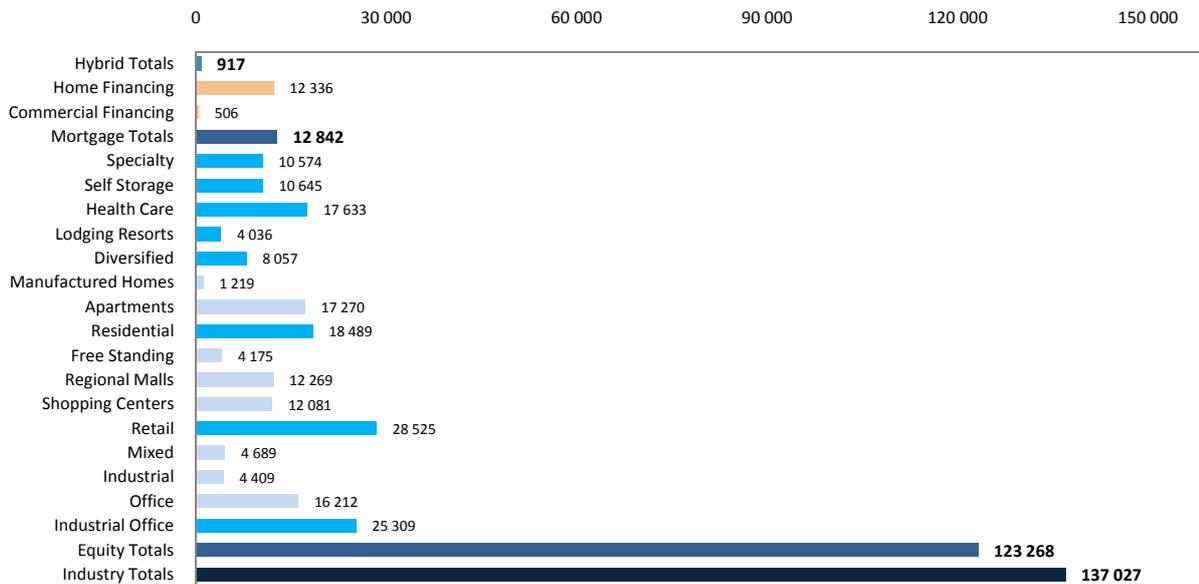
Среднедневной объем торгов ценными бумагами U.S.REITs на NYSE, млрд. долл. США



Источник: NAREIT

США является крупнейшим в мире рынком с точки зрения общей капитализации фондов недвижимости, прошедших листинг фондовых бирж. В 2006 году суммарная рыночная капитализация фондов недвижимости США, входящих в состав FTSE NAREIT All REIT Index, превышала 400 миллиардов долларов.

Рыночная капитализация публичных U.S.REITs по секторам рынка недвижимости, млн. долл. США (по состоянию на конец февраля 2009 г.)



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

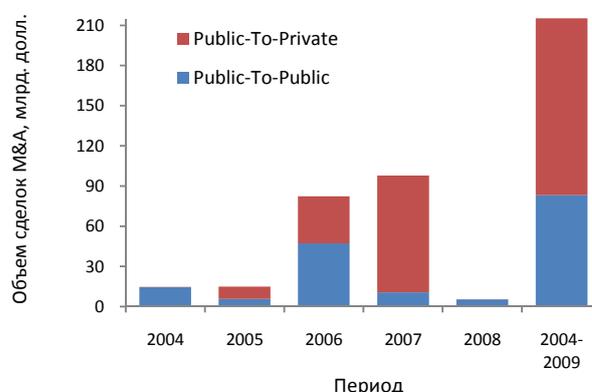
Привлечение капитала в фонды недвижимости является традиционным инвестиционно-банковским продуктом на развитых рынках наравне с размещением облигаций, проведением IPO и частных размещений. В 2006 году в ходе первичных и вторичных размещений ценных бумаг фондами недвижимости в США было привлечено около 50 миллиардов долларов. Даже в кризисные 2007-2009 годы фонды продолжили привлечение капитала, реализовав ценных бумаг на общую сумму в 55 миллиардов долларов.

Количество и объемы привлечения капитала в REITs в США, 2001-2009 годы



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

Объемы и характер сделок M&A в отрасли U.S.REITs⁴



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, March, 2009.

Public-To-Private – поглощение публичным фондом непубличного

Private-To-Private – поглощение непубличным фондом непубличного.

В 2004-2009 годах отрасль характеризовалась высокой активностью в сфере слияний и поглощений. Существенную долю в общем объеме операций составили сделки по поглощению непубличных фондов публичными, что ярко демонстрирует наметившиеся перемены в инфраструктурных предпочтениях инвесторов. За 5 лет объем сделок M&A превысил 215 миллиардов долларов.

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

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

⁴ Public-To-Private – поглощение публичными фондом непубличных.
Private-To-Private – поглощение непубличными фондом непубличных.

Настоящий обзор имеет только информационное значение, не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке.

Данные по макроэкономике и рынку недвижимости основаны на собственном анализе и прогнозах, а также взяты из источников, по нашему мнению, заслуживающих доверие. Информация может быть изменена без предварительного уведомления.

Лицензии ФСФР России № 21-000-1-00212 от 05.04.05, № 078-10982-001000 от 31.01.08

Телефоны: (812) 647-00-14, (495) 647-00-14, 8-800-333-12-00 звонок по России бесплатный
194021, Санкт-Петербург, ул. Шателена, дом 26А, Бизнес-центр «Ренессанс», 8-й этаж

Адрес электронной почты arsagera@arsagera.ru

© ОАО «УК «Арсатера»