

Жилая Рентная и Строящаяся Недвижимость Санкт-Петербурга



УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

АРСАГЕРА

www.arsagera.ru

- В данный момент мы наблюдаем выход российской экономики из кризиса и ее возвращение к прежней траектории развития. Об этом свидетельствуют основные макроэкономические индикаторы: индекс промышленного производства начал расти еще в середине 2009 года, реальная заработная плата увеличивается, банки наращивают объемы кредитования, возобновился рост инвестиций в основной капитал.
- С привычным лагом в 6-12 месяцев начал восстанавливаться и рынок недвижимости. На это указывает статистика по количеству сделок. Пошел процесс снижения ставок и первоначальных взносов по ипотечным кредитам. Теперь главный вопрос не в том, будет ли рынок недвижимости восстанавливаться или продолжит падение, а в том, по какой траектории он будет восстанавливаться.
- В модели спроса и предложения мы учли изменения в поведении конечного потребителя, вызванные кризисом. Мы считаем, что в результате кризиса в ближайшие несколько лет мы будем свидетелями более медленных темпов роста реальных доходов населения (но все-таки роста!). Структура потребления, сильно сместившаяся в сторону продовольственных товаров, в ближайшие 2 года вернется к той, что мы видели в середине 2008 года. Часть дохода, откладываемая в виде сбережений, будет стабильно увеличиваться, как и доля расходов на приобретение недвижимости.
- Мы прогнозируем возвращение платежеспособного спроса на жилую недвижимость на фоне роста денежных доходов населения и смягчения условий ипотечного кредитования. С одной стороны, это обусловлено желанием улучшить свои жилищные условия, с другой стороны, многие воспринимают недвижимость как объект сбережения. Предложение, в отличие от спроса, быстро нарастить не удастся. В результате мы ожидаем возобновление роста цен на рынке недвижимости в 2011-2012 гг.
- В период кризиса застройщики были практически лишены банковских кредитов, единственным источником финансирования для них были средства дольщиков, что приводило к росту доходности от этапности до 20%. В результате стабилизации ситуации в банковском секторе мы ожидаем возврат доходности от этапности на докризисный уровень в 15%. Рентные платежи, по нашим оценкам, будут составлять порядка 6%. В результате доходность от вложений в строящуюся недвижимость Санкт-Петербурга составит 17,5%, 30,8% и 52,8% в 2010, 2011 и 2012 годах соответственно. Доходность рентной недвижимости составит в эти же годы 8,5%, 21,8% и 43,8%.

Прогнозы доходности инвестиций в недвижимость на 2010-2012,
% годовых



- Российский рынок жилой недвижимости является одним из самых привлекательных среди стран с развивающейся экономикой. Спрос на жилую недвижимость растет, с одной стороны, из-за низкой обеспеченности жильем (22,7 кв. м на человека по сравнению с 40 кв. м в Европе и 70 кв. м в США); с другой стороны, объемы нового строительства едва ли покрывают износ старого фонда.

Источник: «УК «Арсасера»

Оглавление

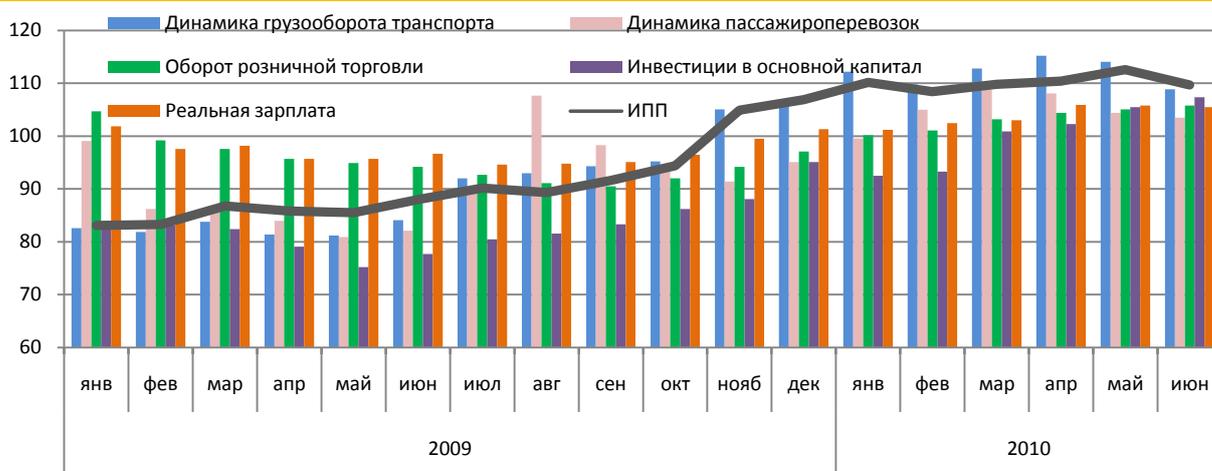
ОГЛАВЛЕНИЕ	2
ОКОНЧАНИЕ КРИЗИСА И ВОЗВРАЩЕНИЕ К РАЗВИТИЮ (КРАТКОСРОЧНЫЕ ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ)	3
Российская экономика вышла из кризиса и находится в процессе восстановления.	3
Рынок недвижимости также начинает восстанавливаться	5
ПОСТКРИЗИСНОЕ ПОВЕДЕНИЕ КОНЕЧНОГО ПОТРЕБИТЕЛЯ (СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ)	7
Сравнительный анализ кризисных ситуаций 1998-1999 и 2008-2009 гг.	7
Траектория восстановления рынка жилой недвижимости	14
Оценка доступности жилой недвижимости для населения до и после кризиса	28
РОССИЙСКИЙ РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ – ОДИН ИЗ САМЫХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ СРЕДИ СТРАН С РАЗВИВАЮЩЕЙСЯ ЭКОНОМИКОЙ	31
Анализ макроэкономических факторов в России	31
Особенности рынка недвижимости в Санкт-Петербурге	38
ОПИСАНИЕ МОДЕЛЕЙ И РАСЧЕТ ДИНАМИКИ ЦЕН НА РЫНКЕ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ	42
Модель оценки совокупного спроса и предложения	42
Коэффициент доступности жилья.	50
Инфляционная модель	54
АНАЛИЗ СЕКТОРА СТРОЯЩЕЙСЯ НЕДВИЖИМОСТИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДОХОДНОСТИ ОТ ЭТАПНОСТИ	56
Особенности строящейся недвижимости как класса активов	56
Специфика рынка строящейся недвижимости Санкт-Петербурга	57
Прогноз доходности от этапности строительства в Санкт-Петербурге	58
Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость	59
АНАЛИЗ СЕКТОРА РЕНТНОЙ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДОХОДНОСТИ ОТ СДАЧИ В АРЕНДУ	60
Особенности рентной недвижимости как класса активов	60
Специфика рынка аренды недвижимости Санкт-Петербурга	62
Прогноз доходности инвестиций в рентную жилую недвижимость	66
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. МЕЖДУНАРОДНАЯ И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА ИНВЕСТИЦИЙ В ФОНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ	67

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

Российская экономика вышла из кризиса и находится в процессе восстановления.

Об этом можно говорить на основе статистики по целому ряду ключевых показателей, среди которых индекс промышленного производства, динамика грузооборота и пассажиропотока, оборот розничной торговли и реальная заработная плата, а также инвестиции в основной капитал.

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



Источники: Росстат

Индекс промышленного производства начал расти еще в середине 2009 года. Положительный тренд стабилен до сегодняшнего момента, несмотря на отдельные сезонные колебания. В перспективе ближайших лет мы можем ожидать докризисные значения роста данного показателя. Этот прогноз подтверждается текущей динамикой реального ВВП. Его рост в первом полугодии 2010 года составил 4,2%.

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



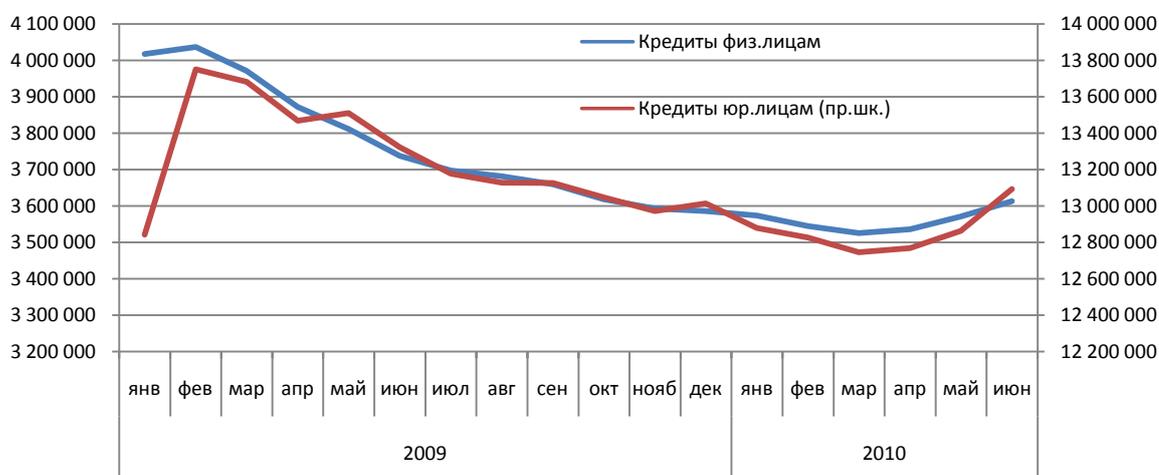
Источники: Росстат

Помимо индекса промышленного производства о восстановлении экономики свидетельствует положительная динамика грузооборота транспорта, а также рост инвестиций в основной капитал.

Индекс реальной заработной платы в июне 2010 года (к июню 2009) составил 105,5 %, причем, во втором квартале индекс стабильно держался на уровне выше 105%. Вслед за увеличением реальной заработной платы населения происходит рост оборота розничной торговли. Планомерное увеличение пассажиропотока также говорит об активности населения.

Это означает, что восстановление экономики продолжится вследствие восстановления платежеспособного спроса. А дальнейшее развитие экономики будет определяться огромным неудовлетворенным внутренним спросом, который поддержит темпы роста промышленного производства в долгосрочной перспективе.

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



Источники: ЦБ РФ

Другим важным фактором восстановления экономики является наращивание объемов кредитования банками. Данные изменения, начавшиеся во втором квартале 2010 года, практически в равной мере затронули кредитование как физических, так юридических лиц.

Также произошло существенное снижение уровня процентных ставок в России. ЦБ РФ снизил ставку рефинансирования до исторического минимума в 7,75%. Уже сейчас наблюдается снижение инфляции. В частности, рост потребительских цен в июле 2010 года к июлю 2009 года составил 5,47%, для сравнения аналогичный показатель на год раньше составлял 12,03%. Цель ЦБ РФ снизить инфляцию к 2012 г. до уровня 5-5,5%.

Как следствие, производители смогут финансировать свои инвестиционные программы за счет долгосрочных внутренних банковских кредитов. Это позволит добиться некоторой автономности от иностранных заемных источников финансирования, что так же положительно скажется на темпах роста Российской экономики.

Рынок недвижимости также начинает восстанавливаться

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. Таким образом, резко сократились и спрос, и предложение на рынке недвижимости.

Количество сделок купли-продажи недвижимости в Москве



Источники: IRN.ru (Индикаторы рынка недвижимости)

Но сейчас наблюдается восстановление активности на рынке недвижимости, об этом можно судить по статистике количества сделок купли-продажи в Москве. Начиная с 4 квартала 2009 года данный показатель в процентах к соответствующему периоду предыдущего года стабильно увеличивался, а во втором квартале 2010 года и вовсе наблюдался бум активности на московском рынке недвижимости.

Динамика выданных ипотечных кредитов и средневзвешенных ставок в 2009-2010 гг.



Источники: ЦБ РФ

Также об оживлении на рынке недвижимости можно судить по количеству выданных ипотечных кредитов. После коллапса в конце 2008 - начале 2009 годов ситуация неуклонно улучшалась. Сократились ставки по ипотечным кредитам, многие банки уменьшили процент первоначального взноса (Сбербанк, ВТБ24 до 10%, Альфа-Банк до 20%).

Как мы уже отметили выше, экономика России вышла из кризиса и находится в процессе восстановления, а ситуация на международных рынках капитала нормализуется. Кредитные ресурсы вновь постепенно становятся доступны и населению, и строительным компаниям.

Рынок недвижимости находится в самом начале своего восстановления. Ниже мы попытаемся проследить, по какой траектории оно будет идти.

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

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

Сравнение кризисных ситуаций 1998-99 и 2008-09 гг. на рынке недвижимости напрашивается само собой. При этом простейший способ провести сравнение – сравнить индексы цен. Однако мы считаем, что **подобное сравнение является некорректным**.

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

Первое различие касается развития ипотечного кредитования. В 1998 -99 гг. ипотечного кредитования фактически не существовало, поэтому после снижения доходов должно было пройти еще две стадии, прежде чем восстанавливался спрос на рынке недвижимости: восстановление доходов и период накопления. С развитием ипотеки ситуация изменилась: для восстановления спроса период накопления теперь не столь обязателен.



Источники: ЦБ РФ

Заметим, что за 4 года объемы ипотечного кредитования увеличились в 6,64 раза, достигнув в 2008 году 756,8 млрд руб. В 2009 году объем выдачи ипотечных кредитов резко снизился, однако в текущем 2010 году наблюдается снижение ставок по ипотечным кредитам на 3,5% до 16% в руб. и на 2,4% до 13,3% в долл., а также снижение первого взноса (Сбербанк, ВТБ24 до 10%, Альфа-Банк до 20%).

За первое полугодие 2010 года было выдано ипотечных кредитов на сумму около 123 млрд руб., к концу года объем выданных кредитов может увеличиться до 300 млрд руб. Это позволяет говорить о восстановлении рынка ипотечного кредитования.

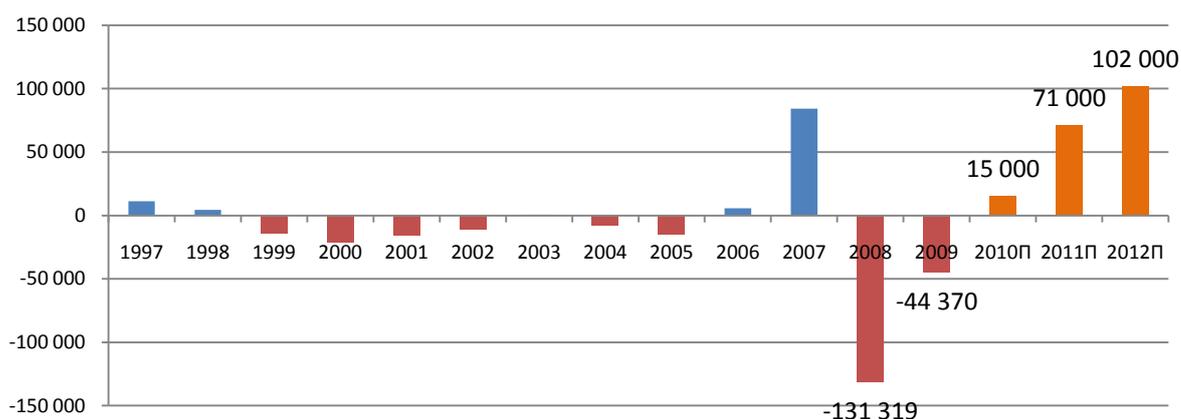
Кроме того, государство обратило внимание на проблему ипотечного кредитования и разработало Стратегию развития ипотеки до 2030 года, согласно которой в 2012 году ипотека станет доступной для 23% семей. Достижение столь высокого показателя в сжатые сроки мы считаем крайне маловероятным, тем не менее, подобные цели говорят о намерении оказывать господдержку в сфере ипотечного кредитования, при участии ЦБ и АИЖК.

Данный фактор говорит о возможности более быстрого восстановления спроса на рынке недвижимости в ближайшем будущем, нежели после кризиса 1998-99 гг.

Второе различие связано с движением капитала в стране. В 1998-99 гг. отток по счету движения капитала и финансовых инструментов был вызван дефолтом, данный фактор является объективным и понятным. В 2008-09 гг. также наблюдался отток капитала, но уже по иным причинам.

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

Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами, млн долл.



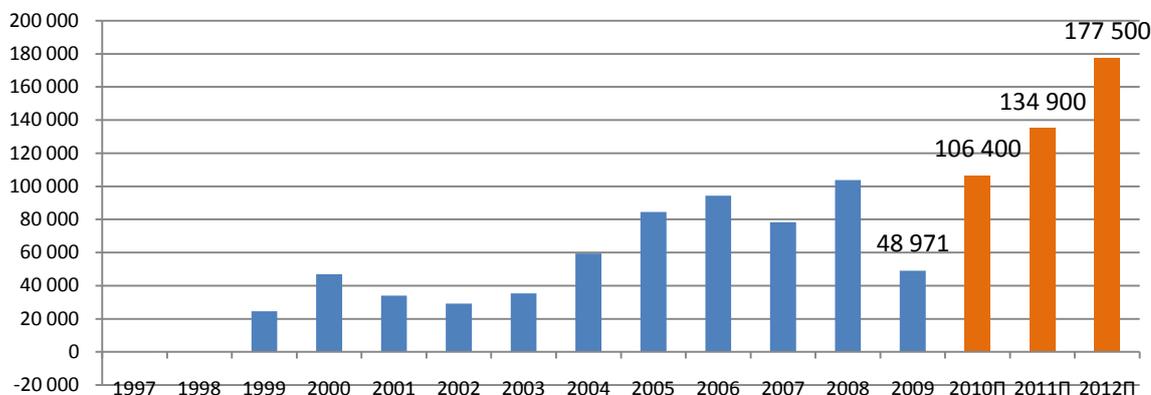
Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатгера»

Отток иностранного капитала во многом произошел из-за кризиса ликвидности в экономиках развитых стран. Произошло обесценение обеспечения заемных средств, поэтому ранее инвестированный капитал выводился из развивающихся экономик. Однако сейчас, когда кризис ликвидности преодолен, возникает объективная необходимость инвестировать. Но куда? В развитых экономиках рынок перенасыщен, сильного роста спроса ожидать не приходится, остаются развивающиеся рынки, в том числе Россия.

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.

В результате в первом полугодии 2010 года уже наблюдается приток по счету движения капитала и финансовых инструментов в размере 3,9 млрд долл. Мы прогнозируем дальнейшее увеличение притока капитала.

Счет текущих операций, млн долл.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

Что касается счета текущих операций, по нему в 1998 году приток был незначительный, а в 1997 наблюдался даже отток капитала. В 2009 году, когда наблюдалось снижение притока по счету текущих операций, он, тем не менее, составил 3,99% ВВП. При этом в 2009 году цена на нефть опускалась ниже 40 долларов за баррель (18.02.2009 – 39,58\$), а с начала 2010 года цена на нефть не опускалась ниже 69,88 долларов за баррель.

Наш прогноз на 2010 год по счету текущих операций составляет 106,4 млрд долл., что подтверждается текущей статистикой – за первое полугодие сальдо счета текущих операций составило 50,2 млрд долл.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что отток валюты от внешнеэкономической деятельности из РФ должен смениться притоком. Это также предполагает возможность более быстрого восстановления рынка недвижимости, чем после кризиса 1998-99 гг.

Третье различие касается доступности жилья. Поскольку доходы населения и цены на недвижимость менялись неравномерно, доступность жилья изменилась. Ситуация на рынке жилой недвижимости в СПб проиллюстрирована на графике ниже – на момент 1996-1998 гг. доступность жилья была выше, чем в 2006-2008 годах.

Стоимость квартиры в Санкт-Петербурге в годовых доходах семьи



Источники: Росстат, www.VN.ru, ЦБ РФ, расчеты и прогнозы УК «Арсатера»

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

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

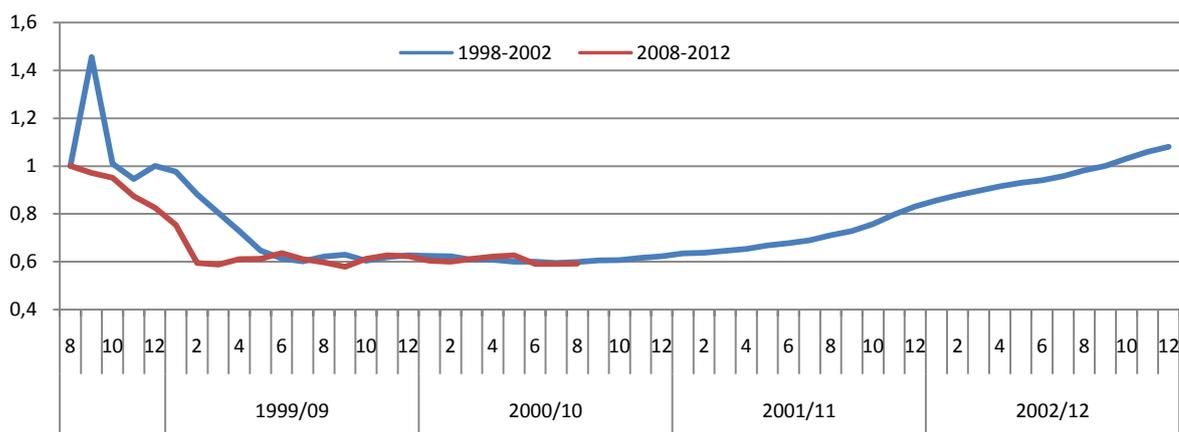
- что будет происходить с доходами населения?
- как будет изменяться структура расходов исходя из изменений, вызванных кризисом?
- и какое влияние названные изменения окажут на цены на рынке жилой недвижимости?

Индексы цен на рынке жилой недвижимости СПб

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

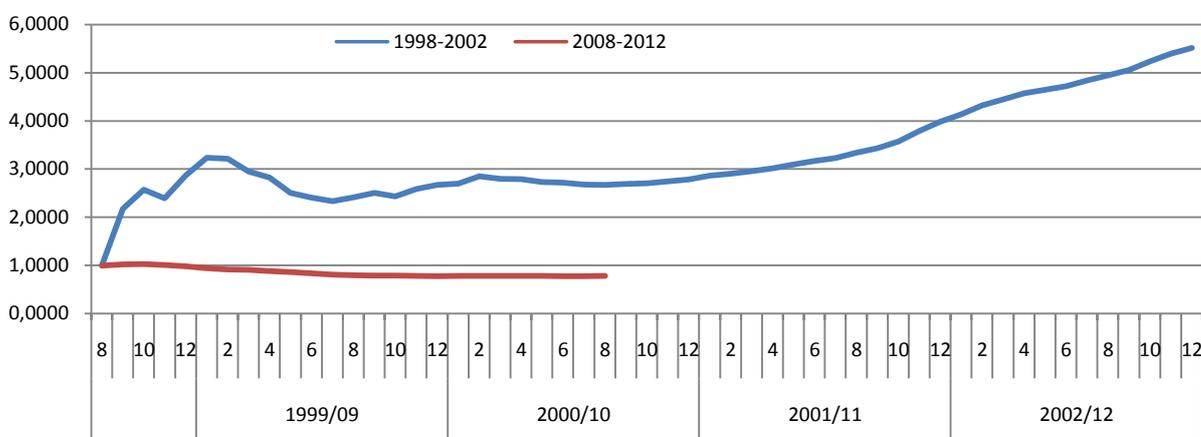
Построим график **индексов цен в долларах** на рынке жилой недвижимости в СПб. Сопоставим те же периоды. Признаем, что сходство действительно есть. Однако возникает закономерный вопрос, на основании чего исследуются цены в долларах, ведь доходы население получает преимущественно в рублях. К тому же, изменения курса доллара в 1998 и 2008 гг. вряд ли являются сопоставимыми.

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


 Источники: www.BN.ru

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

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


 Источники: www.BN.ru

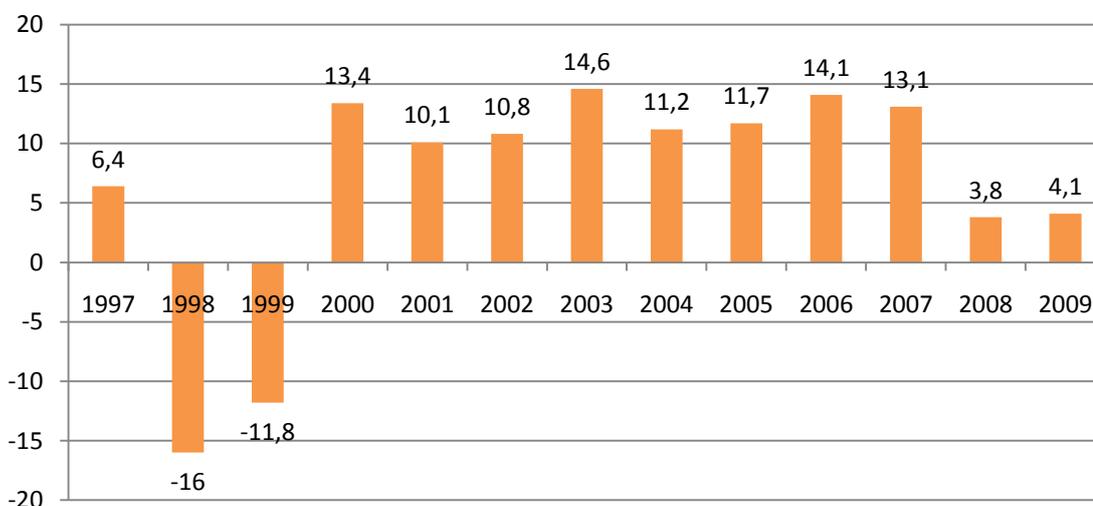
Обзор модели спроса и предложения

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

Во-первых, ответим на вопрос, как изменились доходы населения. Во время кризиса государство стало активно проводить социальную политику, в результате для большей части населения последствия кризиса были сглажены. У среднего потребителя доходы

упали незначительно или просто перестали расти. Поэтому и столь значительных изменений в поведении потребителей как во время кризиса 1998 года не произошло.

Динамика реальных доходов населения, %



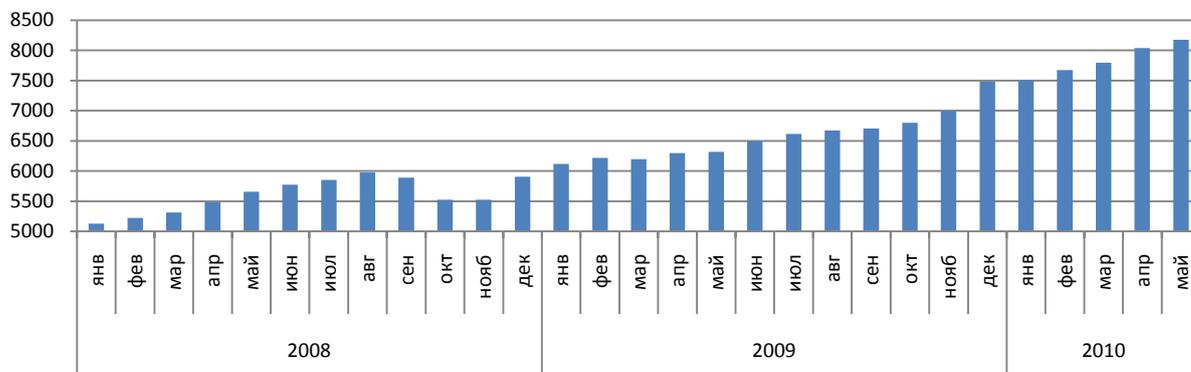
Источники: Росстат

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

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

Наибольшим доверием населения в РФ пользуются банки, поэтому значительная доля сбережений приходится именно на банковские депозиты. Уже в конце 2008 года прервавшийся на несколько месяцев приток вкладов в банки возобновился.

Депозиты физических лиц, млрд руб.



Источники: Росстат

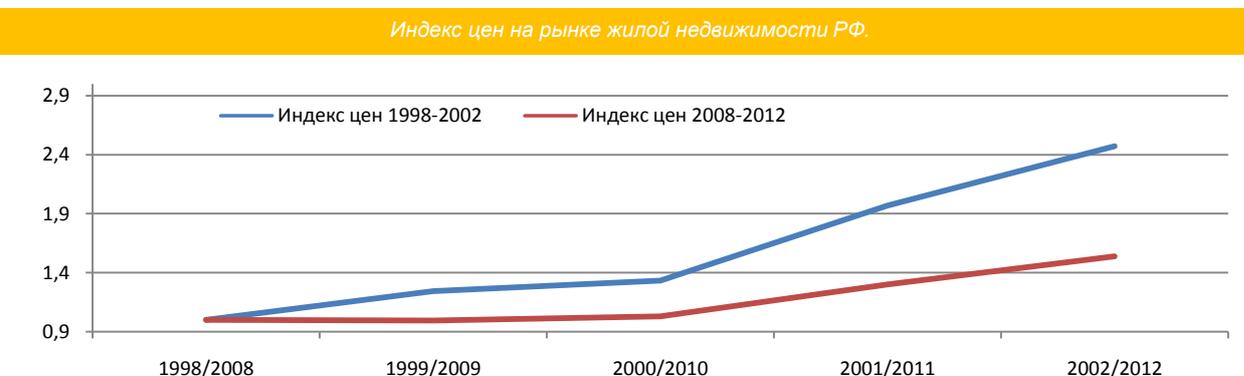
Также с развитием банковской системы РФ неуклонно будут увеличиваться объемы кредитования физических лиц. Определенная часть сбережений остается на руках у населения в виде наличных денег – как в рублях, так и в валюте. На фоне укрепляющегося курса рубля валютные сбережения населения будут сокращаться. Кроме того, поскольку потенциал развития российской экономики велик, будет происходить значительный приток частного капитала в РФ.

В результате расходы населения на приобретение недвижимости будут расти, соответственно увеличится их доля в структуре денежных доходов. Это повторяет динамику 1998-1999гг., когда доля расходов на недвижимость упала до минимума в 2000 году, и постепенно увеличивалась в следующие годы. Аналогичную ситуацию мы ожидаем увидеть в 2010-2012 гг.



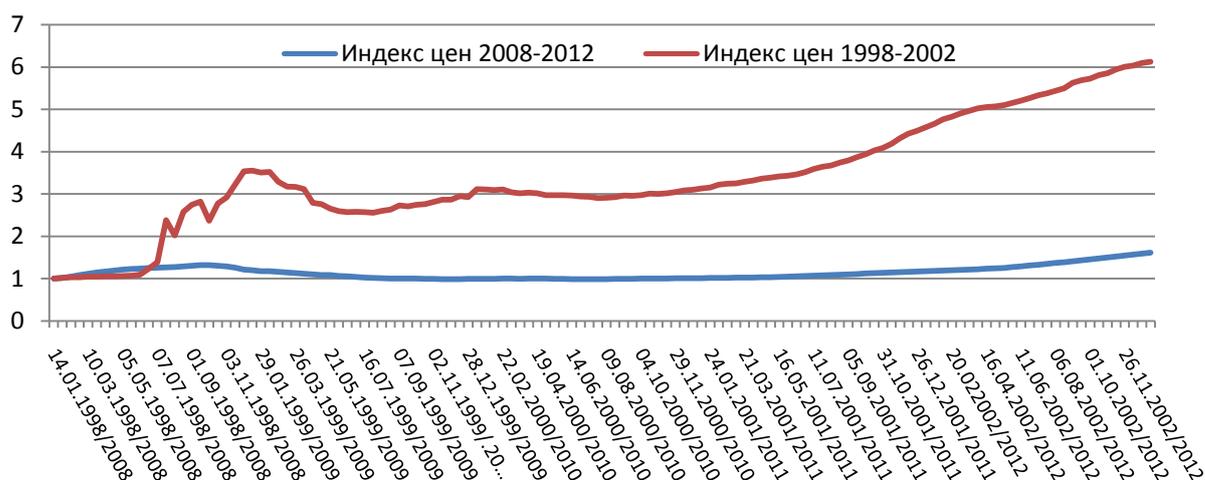
Источники: Росстат

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



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

Индекс цен на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге.



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

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

Траектория восстановления рынка жилой недвижимости

Первым этапом в модели является прогнозирование номинального ВВП. Для этого спрогнозируем рост реального ВВП и дефлятор ВВП. Наши прогнозы до 2012 года представлены в таблице 1.

Таблица № 1. Прогноз реального и номинального ВВП

	2010	2011	2012
Прирост ВВП, реальный	6.0%	5.5%	5.0%
Дефлятор ВВП	9.0%	7.8%	6.6%
Инфляция	7.3%	5.9%	5.2%
Прирост ВВП, номинальный	15.5%	13.7%	11.9%

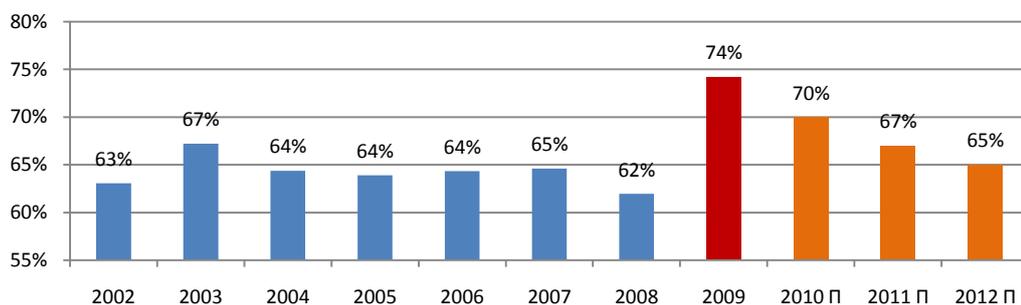
Ускоренные темпы роста реального ВВП (6%) в 2010 году объясняются эффектом низкой базы, далее к 2014 году мы прогнозируем постепенное выравнивание роста реального ВВП до среднего значения в 4%. Таким образом, прогнозы на 2011 и 2012 годы соответственно составили 5,5% и 5%.

Прогноз дефлятора ВВП стабильно выше прогноза по индексу потребительских цен (CPI). Это объясняется тем, что в состав дефлятора ВВП, в отличие от CPI, входит изменение сырьевых цен, причем занимает значительную его долю. Поскольку мы прогнозируем рост цен на сырье, значительно превышающий CPI, то и дефлятор соответственно будет выше. Имея прогнозы реального ВВП и дефлятора, получаем прогноз номинального ВВП.

Вторым этапом является прогноз совокупных денежных доходов населения. ВВП можно разложить на совокупные доходы населения, совокупные доходы государства и нераспределенную прибыль предприятий. В условиях стабильной экономической конъюнктуры доли этих трех составляющих остаются относительно постоянными во

времени. Так, доля денежных доходов населения в ВВП с 2002 по 2008 год в среднем составляла 65%.

Доходы населения, % ВВП.



Источники: Росстат, оценки УК «Арсасера»

В результате кризиса структура ВВП деформировалась. Произошло перераспределение доходов государства в пользу домохозяйств. Этот шаг был предпринят государством для смягчения социальной напряженности. Данное перераспределение в значительной степени стало возможным из-за высокой доли работников бюджетной сферы (более 50% всего занятого населения). С одной стороны, активно индексировалась заработная плата, с другой стороны, ускоренными темпами увеличивалась пенсия, пособия по безработице. Иными словами, государство проводило активную социальную политику. В результате, в 2009 году доля денежных доходов населения увеличилась до 74%.

Тем не менее, мы считаем, что доля денежных доходов вернется к среднему докризисному уровню, поскольку перераспределение доходов государства в пользу домохозяйств – мера временная. Таким образом, мы прогнозируем снижение доли доходов населения в 2010 году до 70%, а уже с 2012 года ее стабилизацию на уровне 65%.

Таблица № 2. Прогноз денежных доходов

	2010	2011	2012
Прирост денежных доходов, номинальный	10,7%	8,9%	8,6%
CPI	7,3%	5,9%	5,2%
Прирост денежных доходов, реальный	3,2%	3,0%	3,4%

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

В 2010 году мы ожидаем прирост реальных денежных доходов в размере 3,2%. За пять месяцев 2010 года данный показатель уже составил 4,9%, однако, на наш взгляд к концу года инфляция значительно вырастет относительно текущего показателя, а рост номинальных денежных доходов несколько замедлится за счет сворачивания государственных программ антикризисной поддержки населения. В 2011 и 2012 годах наш прогноз прироста реальных денежных доходов составляет соответственно 3% и 3,4%.

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

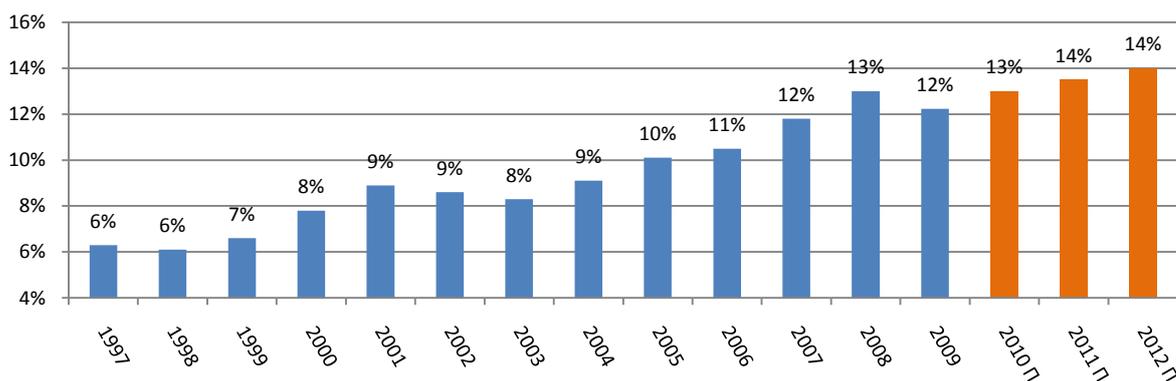
Структура расходов населения



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

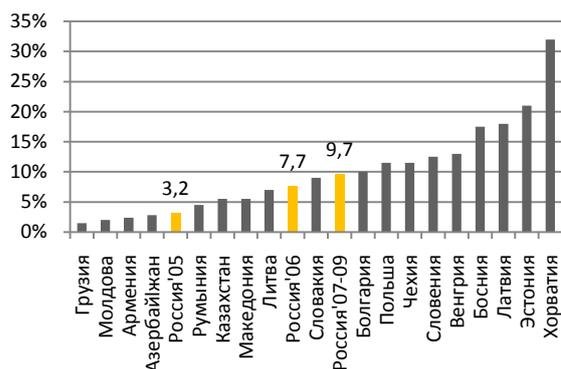
Самая крупная составляющая – это традиционно расходы на приобретение товаров и услуг, но начнем мы описание третьего этапа модели с прогнозирования доли обязательных платежей и взносов.

Доля обязательных платежей и взносов в денежных доходах населения

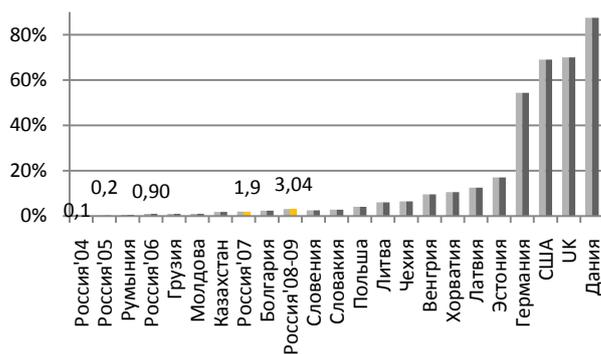


Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

Обязательные платежи и взносы в качестве основных статей включают в себя оплату коммунальных услуг, а также выплату процентов по кредитам. Исторически наблюдался плавный, но неуклонный рост данной составляющей расходов населения, обусловленный двумя факторами: ускоренной индексацией тарифов на услуги ЖКХ; и рост кредитов, выданных физическим лицам. Мы прогнозируем продолжение данной тенденции, в основном, за счет роста выплат процентов по кредитам. Это связано с объективной тенденцией роста объема кредитов, выданных физическим лицам. С одной стороны, это обусловлено относительно небольшими объемами кредитования населения в % от ВВП по сравнению с другими странами. С другой стороны, государство заинтересовано в развитии кредитования физических лиц, в частности, ипотечного кредитования. Таким образом, по нашим оценкам, произойдет увеличение доли обязательных платежей до 13% в 2010 году, и до 14% в 2012.

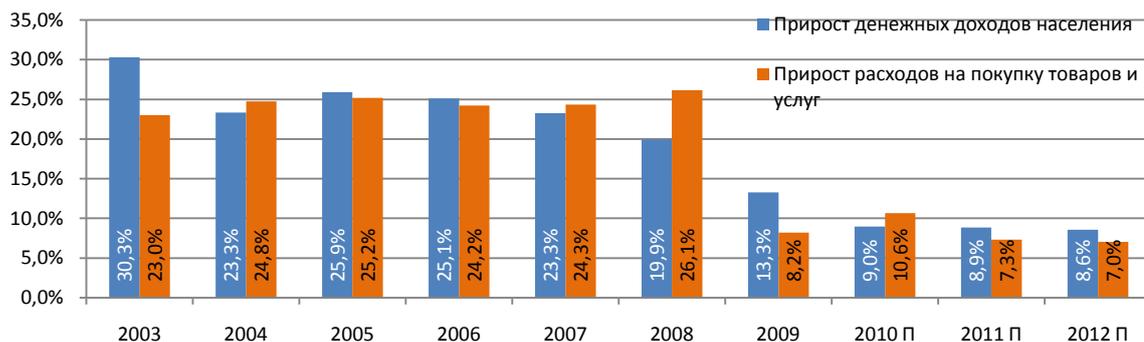
Объем кредитов физическим лицам, 2009 год, % ВВП


Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

Объем выданных ипотечных кредитов, 2009 год, % ВВП


Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

Вторая, самая крупная составляющая, это **расходы на покупку товаров и услуг**. Поскольку прирост расходов на покупку товаров и услуг происходит практически синхронно с приростом денежных доходов населения, получаем искомые прогнозные значения.

Изменение денежных доходов и расходов на покупку товаров и услуг


Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

Третья, последняя составляющая – **сбережения**. Поскольку они формируются после совершения обязательных платежей, а также после удовлетворения спроса на товары и услуги, прогнозное значение сбережений получается вычитанием первых двух составляющих расходов из совокупных денежных доходов населения.

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

СТРУКТУРА СБЕРЕЖЕНИЙ

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

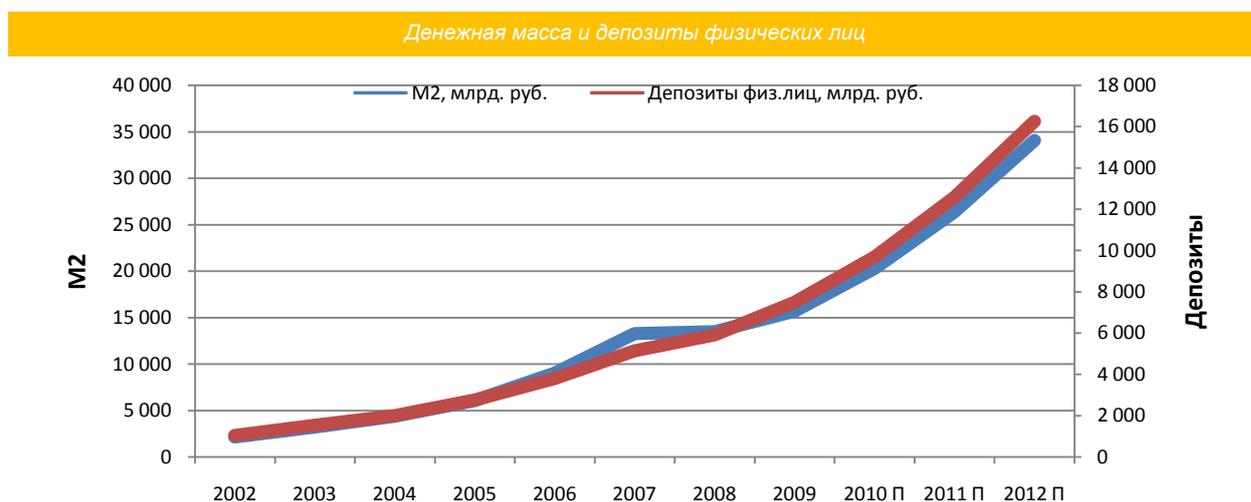
Начнем рассматривать структуру сбережений со **вкладов физических лиц**. Существует весьма тесная прямая зависимость между объемом денежной массы и искомой статьей

сбережений. Данная связь показана на графике ниже. Очевидно, что изменение происходит фактически синхронно.

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

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

Однако кризис снова подорвал доверие населения к альтернативным способам вложения средств. Многие пайщики потеряли существенную часть своих инвестиций из-за падения на фондовом рынке. Покупатели недвижимости на пике экономического роста также пострадали от падения цен на рынке. С началом кризиса инвестированные средства изымались с финансовых рынков, даже из банков произошел некоторый отток средств вкладчиков. Через некоторое время ситуация стабилизировалась, во многом, благодаря государственным мерам по поддержке банковского сектора. Стало ясно, что опасения насчет платежеспособности банков были чрезмерными, и, как следствие, возобновился приток средств населения на депозиты. Доверие же к более доходным вариантам вложения средств после кризиса восстановиться не успело. По этой причине наши прогнозы относительно вкладов физических лиц основаны на прогнозах изменения денежной массы.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

Что касается денежной массы, то мы ожидаем ее рост на уровне 29-30% в год. Данный прогноз основан на максимальном значении инфляции на 2010-2012 гг., установленном ЦБ РФ, на наших собственных прогнозах цен на нефть, и соответственно, ожидаемом притоке денег от внешнеэкономической деятельности.

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

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

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

Таким образом, политика инфляционного таргетирования и политика стабилизации валютного курса являются взаимоисключающими.

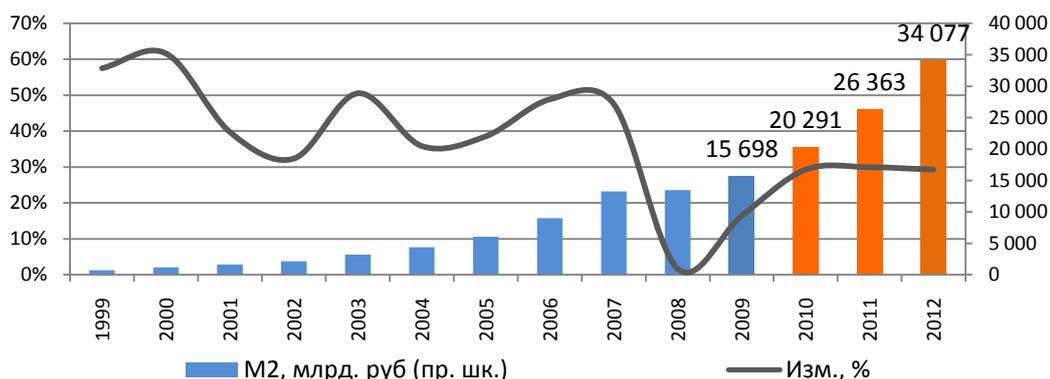
Ориентиры по инфляции составляют в 2010 году порядка 7%, в 2011–2012 гг. – от 5 до 5,5%. Рассмотрим структуру потребления: оно состоит примерно на 30% из импортных товаров, на 16% - из услуг, на которые устанавливаются тарифы, и на 54% - из отечественных товаров. Это означает, что инфляция также неоднородна. Импортная инфляция возникает из-за изменения валютного курса; повышение тарифов объявляется заблаговременно, т.е. известно заранее; на отечественную же инфляцию влияет денежная масса через описанную нами зависимость.

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

На диаграмме видно, что до 2007 года М2 прирастала быстрее 30% в год, при этом, средняя инфляция за период с 1999 по 2007 гг. составила 16% в год, что значительно превышает установленные ЦБ РФ ориентиры по инфляции. Аналогичные темпы роста М2 в 2010-2012 г. будут неизбежно стимулировать чрезмерную инфляцию. А это значит, что ЦБ РФ будет принимать меры по снижению темпов роста М2 до приемлемого уровня, т.е. курс рубля будет укрепляться.

По состоянию на 1 июля 2010 г. М2, по данным ЦБ РФ, увеличилась до 17 190,3 млрд руб. с 13 160 млрд руб. 1 июля 2009 г., что означает 30,6% рост за год. За 2010 год мы ожидаем рост 29%, т.е. чуть меньше текущего.

Темпы прироста денежной массы

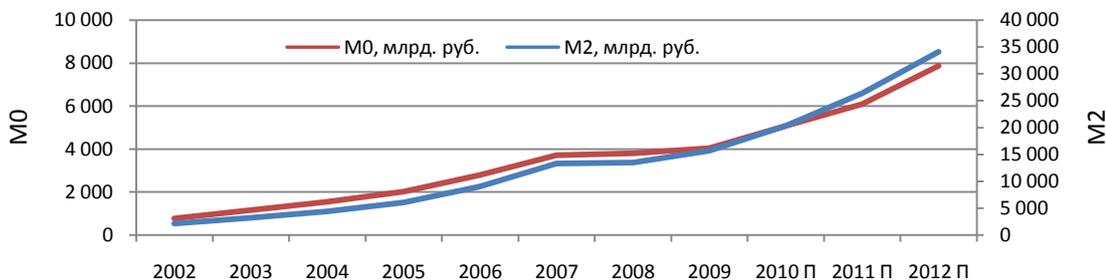


Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

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

Денежная масса может увеличиваться за счет выпуска денег ЦБ РФ или создаваться банками за счет выданных кредитов. Денежный мультипликатор отражает пропорции увеличения денежной массы ЦБ РФ и коммерческими банками. Чем больше развита экономика, тем выше денежный мультипликатор, т.е. на 1 руб. денег, созданных ЦБ РФ, коммерческими банками создается значительно больше кредитных денег. При постоянном за какой-то период мультипликаторе (вне зависимости от его уровня) объем наличных рублей (M0) изменяется пропорционально изменению денежной массы (M2).

Наличные рубли и денежная масса



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

На графике показано, что в России в 2002-2008 гг. M0 и M2 изменялись практически одинаковыми темпами, т.е. денежный мультипликатор изменялся не сильно. Это объясняется слабой степенью развития банковской системы, в том числе, маленькой долей кредитов в ВВП. Однако мы считаем, что по мере развития банковской системы, кредитный мультипликатор будет увеличиваться, а значит, количество наличных денег будет расти несколько медленнее денежной массы.

По состоянию на 1 июля 2010 года количество наличных рублей составило 4 367,7 млрд руб. по сравнению с 3 522,5 на 1 июля 2009 года, что означает прирост 24% в годовом исчислении. Это меньше, нежели 30,6% рост денежной массы за аналогичный период, что подтверждает наши прогнозы.

Количество наличной иностранной валюты на руках у населения в значительной степени зависит от валютного курса. Эта зависимость не является линейной, но, тем не менее, при падении курса доллара объем наличной иностранной валюты у населения

значительно сокращается. Причем следует иметь в виду, что население инертно, а потому решения о покупке/продаже валюты принимает во многом в зависимости от уже произошедшего изменения курса.

Наличная иностранная валюта и валютный курс



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсасгера»

Наши ожидания относительно валютного курса во многом дополняют наши прогнозы изменения денежной массы. Мы уже ранее упоминали о политике инфляционного таргетирования – новом направлении денежно-кредитной политики ЦБ РФ, выбранной на данном этапе развития экономики России. Суть ее заключается в недопущении ускорения инфляции свыше выбранных темпов.

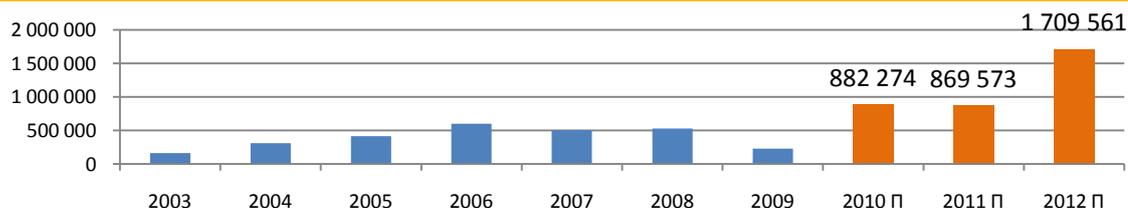
Мы прогнозируем значительный рост цен на сырье. При таком сценарии в стране будет сильный приток капитала от внешнеэкономической деятельности. До нынешнего момента это означало бы увеличение валютных резервов и соответственный рост денежной массы при относительно стабильном валютном курсе.

В условиях политики инфляционного таргетирования приток капитала будет вызывать прирост денежной массы до тех пор, пока этот прирост не будет стимулировать чрезмерную инфляцию. Как уже упоминалось выше, это прирост, по нашим оценкам, составляет 29-30%. Не поглощенный ЦБ РФ приток капитала от внешнеэкономической деятельности пойдет на открытый рынок и вызовет изменение валютного курса.

Исходя из описанной логики, мы прогнозируем снижение курса доллара до 27,5 руб. в 2012 году. Соответственно, мы ожидаем снижение объема иностранной валюты на руках у населения.

Суммируя наличные рубли и наличную иностранную валюту с учетом прогнозного валютного курса, получаем суммарное количество денег, и рассчитываем искомое изменение количества денег на руках у населения.

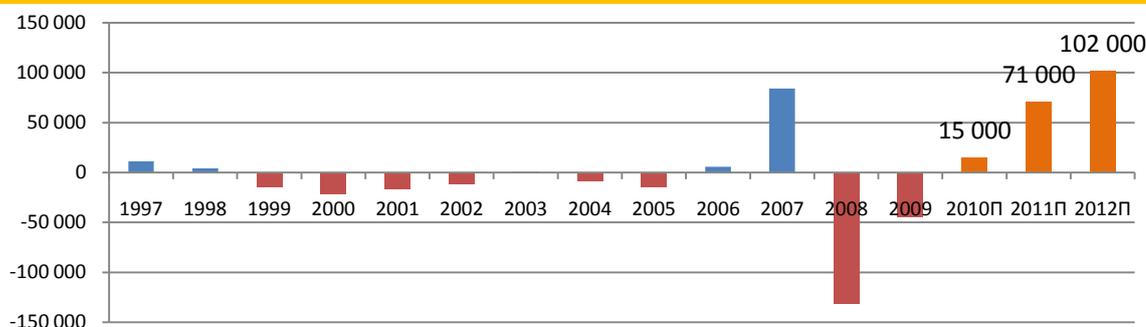
Изменение количества денег на руках населения, млн руб.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсасгера»

Приток частного капитала – следующая структурная составляющая. Он отражается по капитальному счету платежного баланса. В первом полугодии 2010 года по данным ЦБ РФ приток капитала составил 4,5 млрд долл., мы предполагаем ускорение притока капитала как в течение года, так и в 2011-2012 гг. Таким образом, в 2010 году мы ориентируемся на приток капитала в размере 15 млрд долл.

Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами, млн долл.



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

Четвертая структурная составляющая – **изменение задолженности по кредитам**. По своему экономическому смыслу задолженность по кредитам должна изменяться практически синхронно с изменением денежной массы. Дело в том, что денежную массу можно измерить с одной стороны, как сумму M0 и депозитов, а с другой стороны, как сумму M0, банковских резервов и кредитов. Иными словами, при привлечении депозитов, банки выдают кредиты на аналогичную сумму за вычетом банковских резервов. Значит, если M2 растет за счет привлеченных вкладов, соответственно, задолженность населения по кредитам будет расти. Этот же вывод подтверждает историческая динамика с 2003 по 2008 г.

Изменение задолженности по кредитам и денежная масса



Источники: ЦБ РФ

В 2009 году данная зависимость не выполнялась: несмотря на рост денежной массы на 16,3% за счет привлеченных банками средств в виде вкладов, а также кредитов ЦБ РФ, задолженность по кредитам, напротив, сократилась на 443 млрд руб.

Это было вызвано, с одной стороны, ростом количества просрочек по ранее выданным кредитам, вследствие чего значительная часть привлеченных средств направлялась на формирование резервов. С другой стороны, свою роль сыграли опасения банков, что их новые кредитные портфели также могут стать слишком рискованными. Проще говоря, банки боялись выдавать кредиты, поскольку в период кризиса не могли адекватно оценить платежеспособность заемщика, и вместо этого скупали валюту. Поэтому

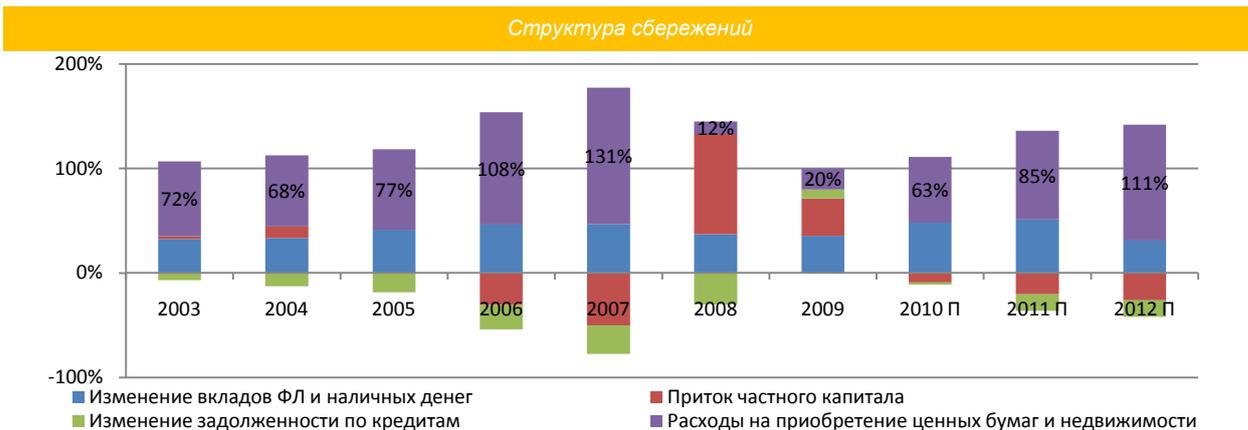
задолженность по кредитам не увеличилась. При этом взятые ранее кредиты постепенно погашались заемщиками, т.е. задолженность по кредитам в целом сократилась.

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



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

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



Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»¹

В 2008 году суммарные расходы на приобретение ценных бумаг и недвижимости резко сократились, в 2009 году их доля так же невысока. Однако в 2010-2012 гг., по нашим прогнозам, их доля будет восстанавливаться. Данная тенденция подтверждается и историческими данными – до 2008 года показатель увеличивался, достигнув в 2007 году своего максимума. К 2012 г. мы прогнозируем восстановление доли расходов на ценные бумаги и недвижимость чуть выше значения 2006 года.

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

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

Доля расходов на недвижимость в сбережениях



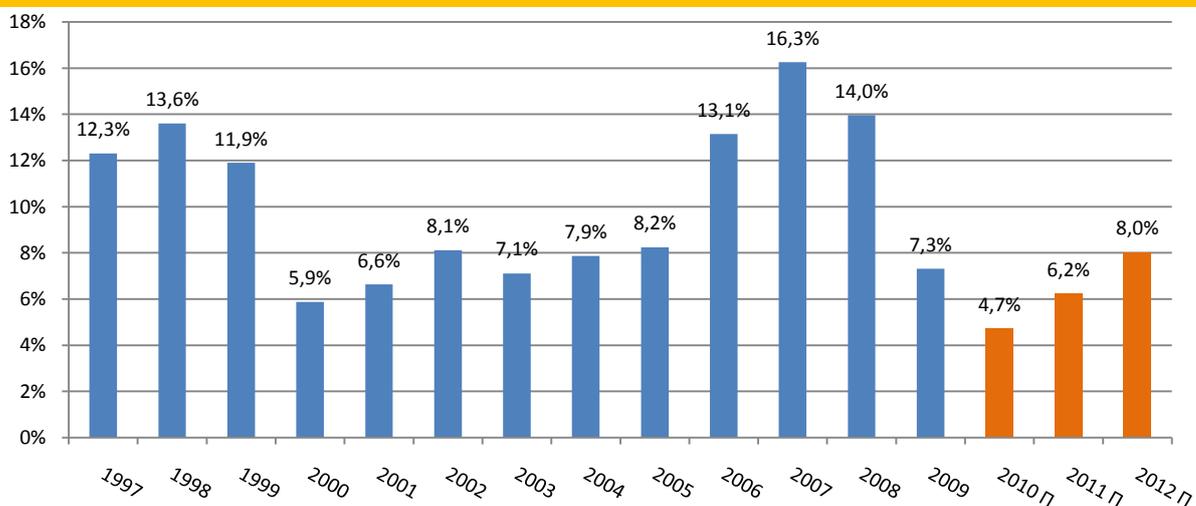
Источники: ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

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

На основании исторической динамики доли расходов на недвижимость в сбережениях после кризиса 1998 года, мы прогнозируем снижение доли расходов на недвижимость в 2010 году до 29%, а в 2011-2012 гг. – постепенное увеличение доли до 47% в 2012.

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

Доля расходов на недвижимость в денежных доходах



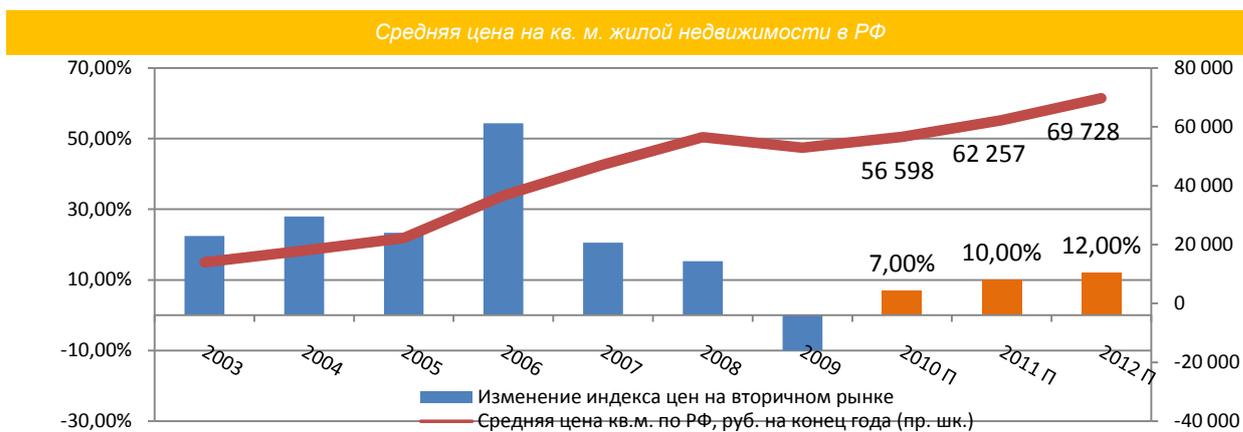
Источники: Росстат, ЦБ РФ, прогнозы УК «Арсатера»

Построенный нами прогноз подтверждает также и историческая динамика доли расходов на недвижимость в денежных доходах населения. Здесь также в 2010-2012 гг. ожидается увеличение доли с 4,7% до 8%, аналогичное динамике доли расходов на недвижимость в 2000-2002 гг.

Таким образом, прогнозируя расходы на недвижимость на 2010-2012 гг. мы учитываем, с одной стороны, текущую экономическую конъюнктуру, а с другой стороны, особенности поведения населения после кризиса.

Получив прогноз расходов на недвижимость, мы можем спрогнозировать средние цены на недвижимость в России на 2010-2012 гг.

Итак, мы ожидаем рост средних цен на недвижимость по России в 2010-2012 гг. в размере, соответственно, 7%, 10% и 12% с 56 598 руб. в 2010 году до 69 728 руб. в 2012.



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

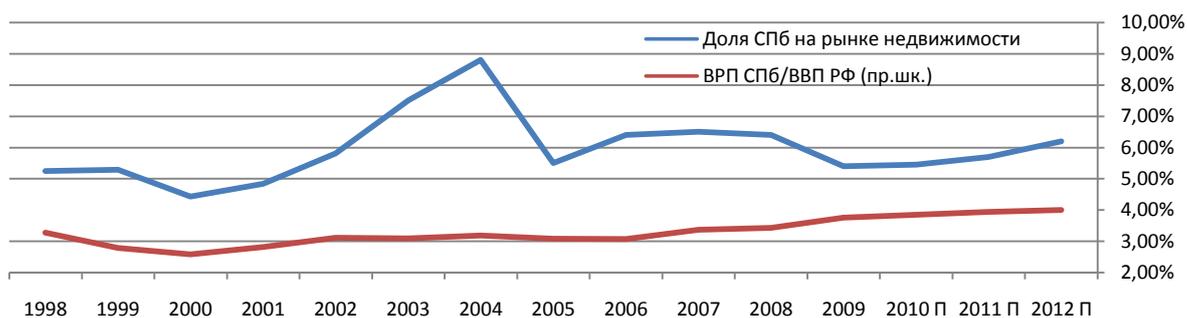
Доля Санкт-Петербурга в расходах на недвижимость

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

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

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

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



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсатера»

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

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

Доля Санкт-Петербурга на рынке жилой недвижимости



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсатера»

Наш прогноз относительно доли СПб в расходах на недвижимость опирается, в первую очередь, на прогнозируемый нами вклад СПб в экономику страны. По нашему мнению, доля ВРП в ВВП увеличится с 3,76% в 2009 году до 4% в 2012 году.

Также мы учитываем спрос на недвижимость, связанный с миграцией в СПб. Он составляет от 1,6% до 2,2% – наш прогноз практически повторяет историческую динамику данного показателя в 2000-2002 гг.

Стоит отметить, что наш прогноз является консервативным и учитывает спрос на недвижимость со стороны населения СПб и мигрантов из других городов, но практически не берет в расчет инвестиционный спрос со стороны жителей других регионов. Это связано с тем, что данную составляющую спроса сложнее всего спрогнозировать.

Предложение жилой недвижимости в Санкт-Петербурге и прогноз цен

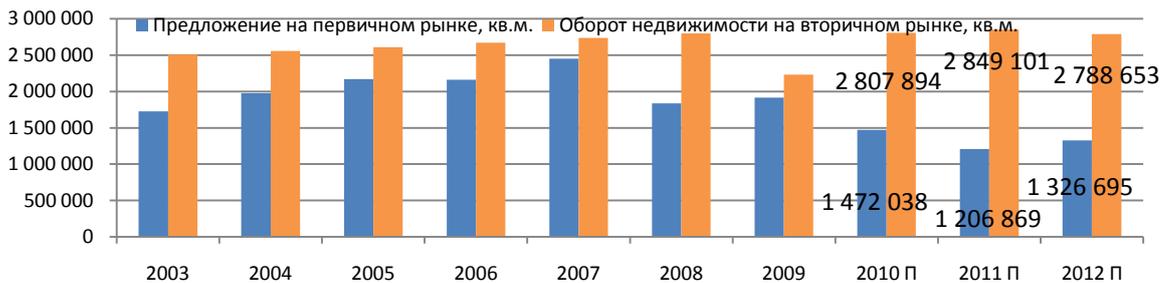
Мы спрогнозировали объем спроса со стороны населения на новое жилье в Санкт-Петербурге, теперь прогнозируем тот объем предложения, который будет противопоставлен этому спросу. Предложение на рынке жилой недвижимости формируется за счет ввода жилья на первичном рынке, а также за счет сделок на вторичном рынке.

Поскольку строительство жилья – процесс длительный, мы с высокой долей точности можем спрогнозировать предложение на первичном рынке до 2012 года.

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

Что касается вторичного рынка, здесь мы ожидаем стабильный оборот в процентах от жилого фонда на уровне 2,5-2,6%. Поскольку у нас есть прогноз жилого фонда, оценить предложение на вторичном рынке жилья в СПб не составляет труда.

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



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

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

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

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



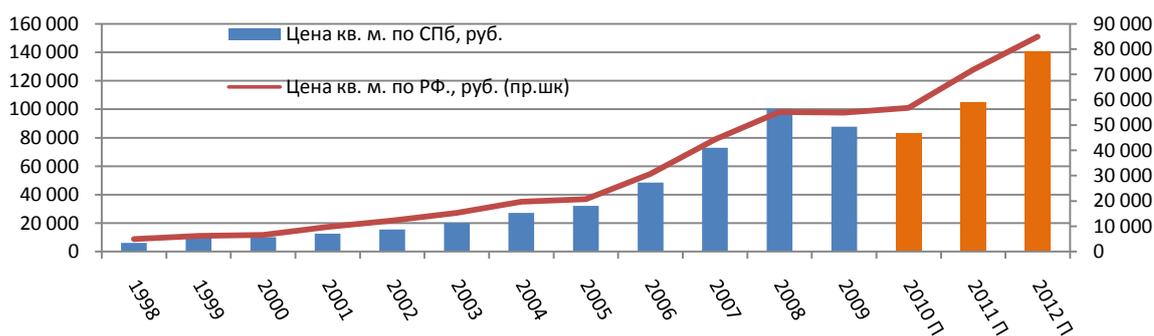
Источники: оценки и прогнозы УК «Арсасгера»

На основании нашего прогноза по спросу и предложению на рынке жилой недвижимости мы можем спрогнозировать динамику цен до 2012 года. Отдельно стоит отметить, что мы прогнозируем не цены на конец прогнозного года, а именно средневзвешенные цены рынка недвижимости в прогнозируемом году. При этом мы не знаем, как именно распределится спрос и предложение внутри года. На основе этого прогноза мы оцениваем возможные варианты изменения цен и делаем заключение о ценах на конец года.

Итак, мы ожидаем небольшое снижение среднегодовых цен в 2010 году, а далее рост цен на рынке до 2012. Прогнозные средневзвешенные цены на конец года в 2010-2012 соответственно составляют 83 417, 96 628 и 133 118 руб./кв.м.

По состоянию на 09.08.2010 цена на рынке жилой недвижимости в СПб составила 81 766 руб./кв. м. по данным www.VN.ru. Это означает падение цен на годовом окне на 2,2%. Мы ожидаем, некоторый рост цен до конца текущего года. О возможном росте цен на рынке свидетельствует также общее оживление на рынке жилой недвижимости. Согласно данным Федеральной службы государственной регистрации, кадастра и картографии (Росреестра), в целом по стране общее количество зарегистрированных сделок с недвижимостью в первом полугодии 2010 года выросло в стране на 18%, а с жилой недвижимостью — на треть.

Среднегодовые цены на жилую недвижимость в России и Санкт-Петербурге



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

Оценка доступности жилой недвижимости для населения до и после кризиса

Далее, осуществим проверку нашей модели на пригодность, рассчитав прогнозные значения коэффициента доступности жилья. Этот показатель, по сути, отражает стоимость среднестатистической квартиры, измеренную через средний доход домохозяйства.

Исходя из цен на жилую недвижимость, рассчитанных по нашей модели, коэффициент доступности жилья растет на протяжении всего прогнозного периода, и составляет в 2010 – 4,0; в 2011 – 4,6; и в 2012 – 5,0. Коэффициент доступности жилья в СПб традиционно выше соответствующего коэффициента по РФ, и составляет в 2010-2012 гг. соответственно: 5,25; 6,2; 7,64. Данная ситуация означает снижение доступности жилья как в РФ, так и в СПб.

Коэффициент доступности жилья в России и Санкт-Петербурге



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасгера»

Объясняется снижение доступности жилья тем, что на фоне высокого спроса на недвижимость в условиях ограниченного предложения цены по нашим прогнозам будут расти. Спрос на недвижимость предъявляют как потенциальные жильцы, так и инвесторы. В условиях кризиса денежных средств у населения становится недостаточно, спрос снижается, и, как следствие, снижаются цены. Это означает, что в период после кризиса коэффициент доступности жилья временно снижается. В 2009-2010 гг. данный коэффициент действительно снизился, однако не так значительно, как после кризиса 1998 года.

Разница в том, что в 1998 году у населения практически не было накопленных сбережений, в 2008, напротив, у населения скопились значительные денежные средства. Количественно сбережения населения мы измерим через депозиты физических лиц, поскольку альтернативные способы вложения в РФ развиты незначительно. Относительным показателем, характеризующим долю сбережения населения, служит доля депозитов ФЛ в денежных доходах.

Сравнив долю депозитов ФЛ и коэффициент доступности жилья, как по РФ, так и по СПб, мы видим во многом повторяющуюся динамику. И действительно, если население обладает большими накопленными сбережениями, то, во-первых, спрос на недвижимость как на жилье падает в меньшей степени, чем при отсутствии каких-либо сбережений. Во-вторых, население во многом рассматривает недвижимость как объект сбережения, который даже при отсутствии роста цен недвижимость приносит арендную плату.

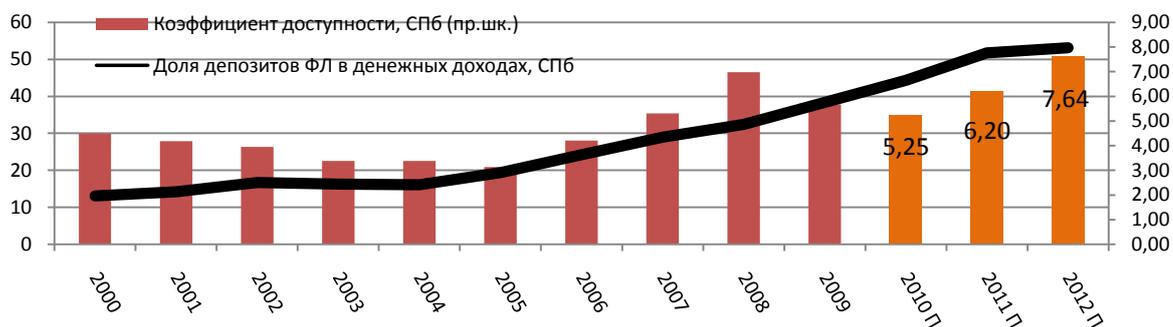
Соответственно, чем больше сбережения населения, тем больший спрос предъявляется на рынке жилой недвижимости. Еще раз подчеркнем, что предложение жилой недвижимости просто не может быть резко увеличено. Поэтому при дисбалансе спроса и предложения неизбежно будут расти и цены, а значит, и коэффициент доступности жилья.

Коэффициент доступности жилья в России и доля депозитов физических лиц²


Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсатера»

Если рассматривать ситуацию в РФ, то коэффициент доступности, рассчитанный на основе нашей модели на 2010-2012 гг., несмотря на достаточно высокие значения в исторической динамике, даже несколько отстает в своей динамике от спрогнозированной нами доли депозитов физических лиц в денежных доходах. Что касается Санкт-Петербурга, здесь ситуация аналогичная.

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



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсатера»

Итак, наша модель отвечает на вопрос, как будет восстанавливаться рынок недвижимости в России и Санкт-Петербурге, основываясь на особенности поведения населения в различных экономических условиях.

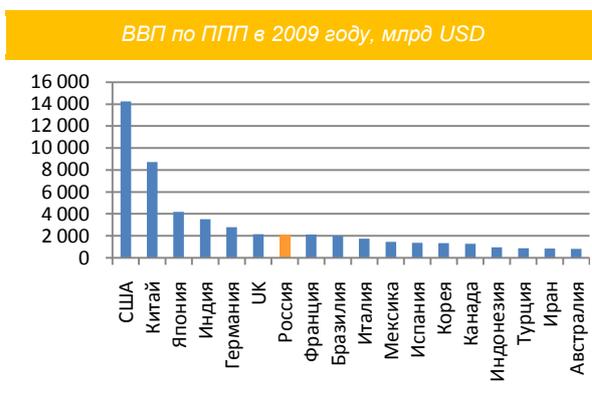
Подробные расчеты представлены в разделе «Описание моделей и расчеты динамики цен на рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге».

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

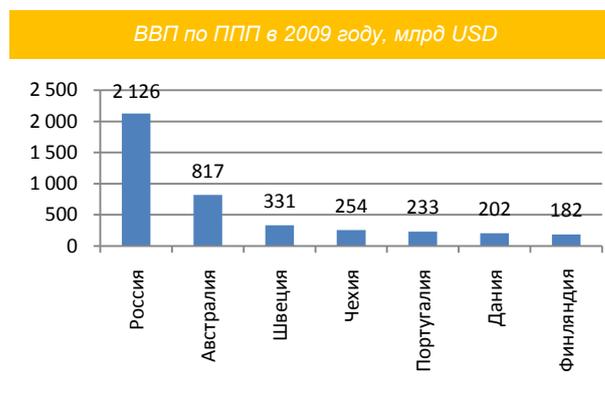
Российский рынок недвижимости – один из самых привлекательных среди стран с развивающейся экономикой

Анализ макроэкономических факторов в России

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



Источники: МВФ



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.

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: в 2009 году 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

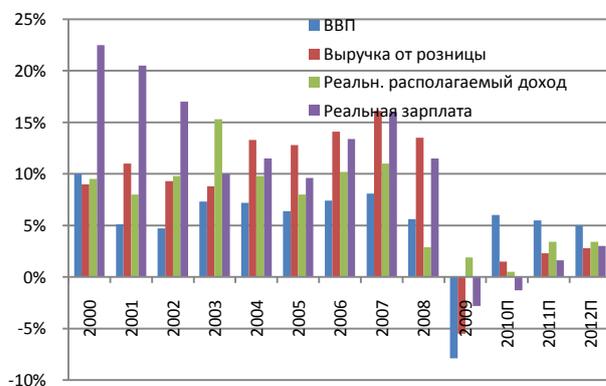


Не стоит забывать и о существенном потенциале роста объема внутреннего производства, связанном с импортозамещением. Так, ориентируясь на статистику 2009 года, только благодаря замещению импортных товаров отечественными ВВП России может увеличиться на 30%.

Источник: ГКС, ЦБ РФ

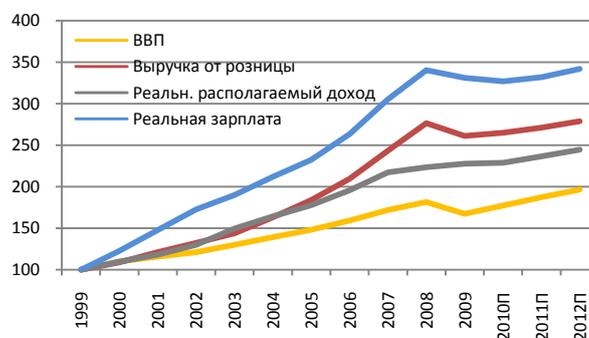
Со времени кризиса 1998 года и до 2009 года в России наблюдался непрерывный экономический рост, и в частности рост показателей, влияющих на спрос. С 1999 года ВВП рос в среднем на 5,4% в год. В тот же период реальные располагаемые доходы населения и товарооборот розничной торговли росли в среднем на 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 «Арсагера»

Рост показателей, влияющих на спрос, индекс



Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсагера»

Несмотря на кризис, начавшийся в конце 2008 года, экономический рост предыдущих лет создал предпосылки для увеличения покупательской способности населения России. С 2000 по 2009 год 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 перспективе ближайших лет мы ожидаем докризисные значения роста данного показателя. Этот прогноз подтверждается текущей динамикой реального ВВП, рост которого в первом полугодии 2010 года составил 4,2%.

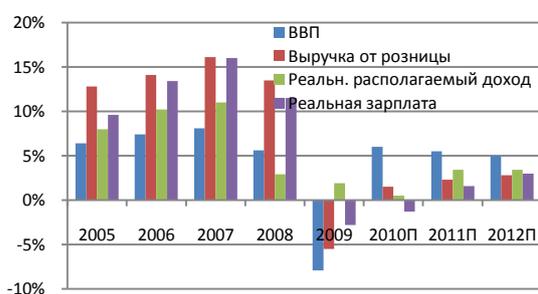
Это произойдет, во-первых, вследствие огромного неудовлетворенного внутреннего спроса, который поддержит темпы роста промышленного производства. Во-вторых, из-за

существенного снижения уровня процентных ставок в России, которое наблюдается уже сейчас.

Спрос на жилую недвижимость в России обусловлен неудовлетворенной потребностью населения в жилье. Показатель количества жилой площади на человека в 2009 году 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.

По нашим прогнозам к концу 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%.

Россия переживет кризис гораздо легче, чем развитые экономики



Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсатера»

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



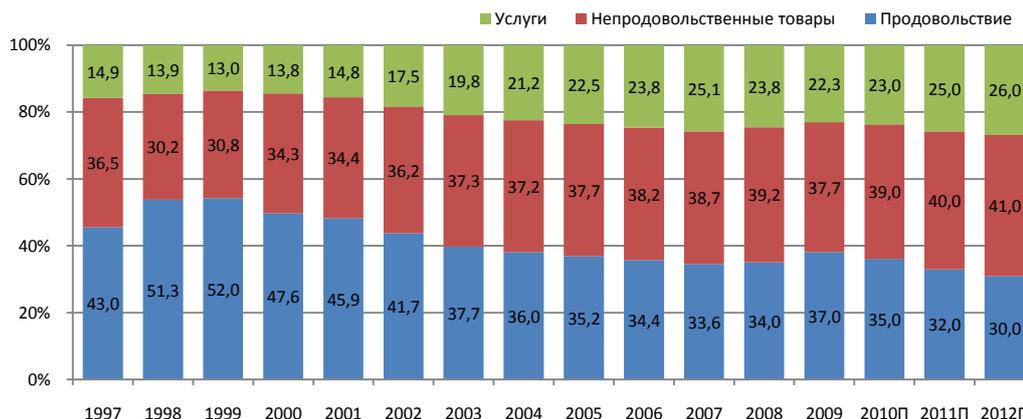
Источники: Росстат, МЭР, прогнозы УК «Арсатера»

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. Мы считаем, что доля добывающей отрасли будет продолжать снижаться. Это связано, в первую очередь, с реализацией крупных инвестиционных проектов и стратегических программ, которые затрагивают преимущественно обрабатывающую промышленность. Это должно благотворно повлиять на устойчивость российской экономики, которая с каждым годом будет все меньше зависеть от сырьевой составляющей.

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

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

Структура потребления смещается в сторону товаров и услуг, %



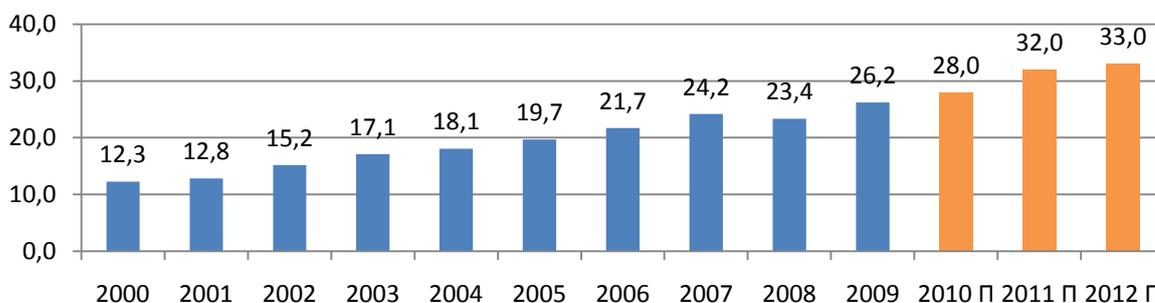
Источники: Росстат, оценки экспертов УК «Арсатера»

Структура сбережений.

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

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

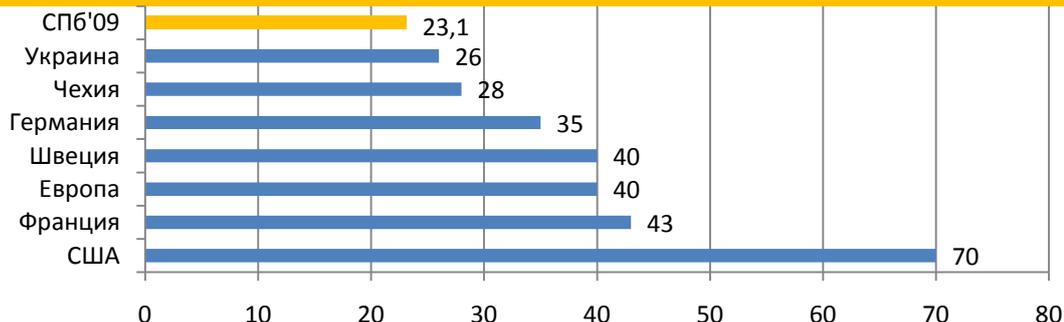
Доля депозитов физических лиц в денежных доходах, %



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

Факторы, стимулирующие увеличение объема спроса

Базовый спрос. Спрос на жилую недвижимость в России обусловлен неудовлетворенной потребностью населения в жилье. Показатель количества жилой площади на человека в 2009 году 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. В Санкт-Петербурге жилой фонд составляет 23,1 кв. м на человека.

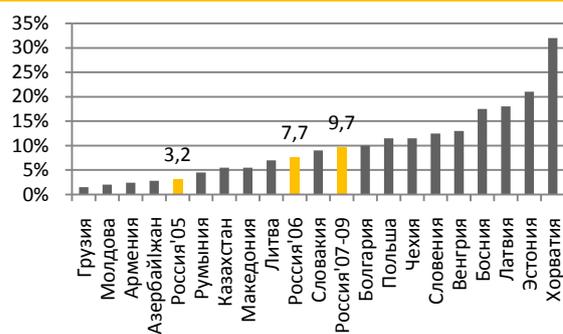
Жилой фонд, кв. м/чел., 2009 год


Источники: Росстат, национальные статистические агентства

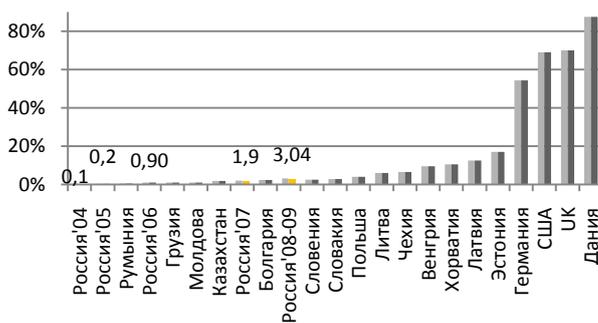
Развитие ипотеки в России. Потенциал роста рынка недвижимости во многом зависит от деятельности банков, в частности от суммы выдаваемых на покупку недвижимости кредитов. Поэтому доступность ипотечных кредитов является для развития рынка жилой недвижимости крайне важным фактором, который усиливает спрос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

Несмотря на то, что в связи с мировым финансовым кризисом доступность банковских кредитов значительно снизилась, в 2010 году наблюдаются положительные тенденции в этой области. Снижение ставок по ипотечным кредитам на 3,5% до 16% в руб. и на 2,4% до 13,3% в долл., многие банки уменьшили процент первоначального взноса (Сбербанк, ВТБ24 до 10%, Альфа-Банк до 20%).

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 долл., что соответствует примерно 9,7% ВВП (из них ипотечных кредитов – 35 млрд долл. или 2,8% ВВП).

Объем кредитов физическим лицам, 2009 год, % ВВП


Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

Объем выданных ипотечных кредитов, 2009 год, % ВВП


Источники: ЦБ РФ, ЕБРР, МВФ

В результате мирового экономического кризиса резко уменьшилась доступность долгосрочных иностранных кредитов для российских банков. Как результат выдача новых кредитов населению и бизнесу в 2009 году практически прекратилась. Это привело к значительному снижению долгосрочных объемов 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.

Мы ожидаем, что после паузы, вызванной мировым финансовым кризисом, дальнейшее развитие кредитования населения возобновится. До сих пор мы ожидали, что выдача ипотечных кредитов возобновится летом 2010 года. И действительно банки начали активные рекламные компании, по продвижению кредитных услуг (в попытке нарастить объем кредитов, выданных по повышенным ставкам). Однако теперь уже население и компании не готовы кредитоваться под предлагаемые ставки. Сейчас же мы наблюдаем снижение ставок по кредитам реальному сектору экономики, поэтому надеемся в скором времени увидеть существенное увеличение объема выданных кредитов. Более того, мы считаем, что темп роста объема выдачи ипотечных кредитов будет опережать темп роста общего объема выданных населению кредитов.

ЦБ РФ ожидает, что в уже 2010 году объем кредитного портфеля банков вырастет на 15-20%. По нашим оценкам, прирост объема выданных кредитов в период с 2011 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.

«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.

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.

Факторы, сдерживающие рост объема предложения

Мировой финансовый кризис сделал кредитные ресурсы недоступными для российского бизнеса. Так, с лета 2007 года значительно снизился объем выпуска облигаций. Для большинства застройщиков условия банковских кредитов ужесточились до запредельного уровня. К концу 2009 года строительный сектор все еще мог рассчитывать лишь на государственную поддержку. Но финансировать новое строительство только за счет государственных кредитов не представлялось возможным. В результате строительные компании сосредоточили все свои усилия на достройке уже возводимых объектов, одновременно отказываясь от новых проектов.

В отличие от населения, которое способно мгновенно увеличить спрос, как только снова становятся доступны ипотечные кредиты, строительные компании в течение еще как минимум двух лет (среднее время возведения дома) предложение нарастить не смогут.

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.

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.

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.

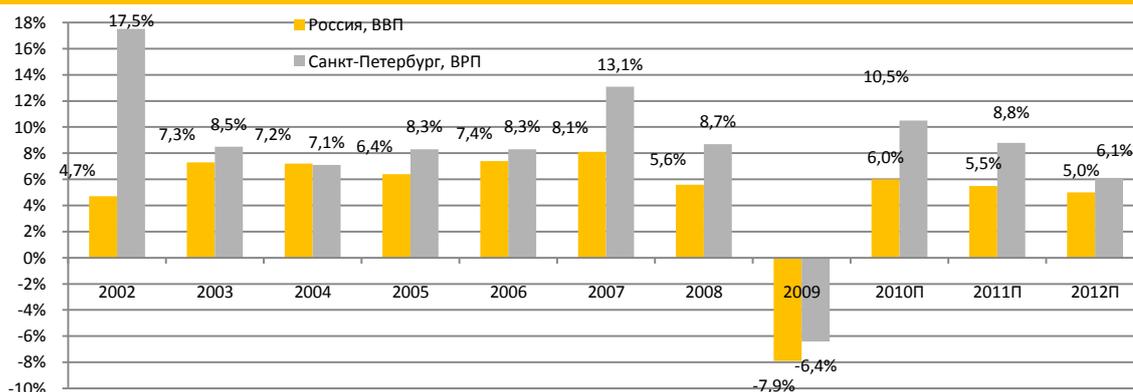
Стоит также отметить тот факт, что далеко не все объекты недвижимости, которые считаются сданными, пригодны для заселения. Часто на «доведение» уже сданного дома у строительных компаний уходит от полугода до полутора лет.

Особенности рынка недвижимости в Санкт-Петербурге

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). Кроме того, город – второй по значимости розничный рынок в России, обладающий выгодным географическим положением: город находится на северо-западе России недалеко от границы с Финляндией и является «окном в Европу». Кроме того, среднедушевой доход жителя Санкт-Петербурга, так же как и валовой региональный продукт (ВРП) на душу населения, выше, чем в среднем по России.

Экономика Петербурга развивается быстрее, чем в среднем по России. По итогам 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

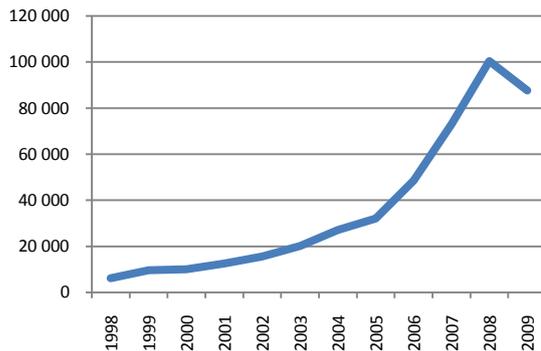


Источники: Росстат, Минфин, оценки УК «Арсасгера»

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 долл. (официальные доходы без учета теневой экономики), а в целом по России – 5 986 долл. К 2012 году средняя величина номинального дохода должна достичь, по нашим оценкам, 13 496 долл. в Санкт-Петербурге и 12 131 долл. в России. Рост доходов населения будет стимулировать спрос на недвижимость.

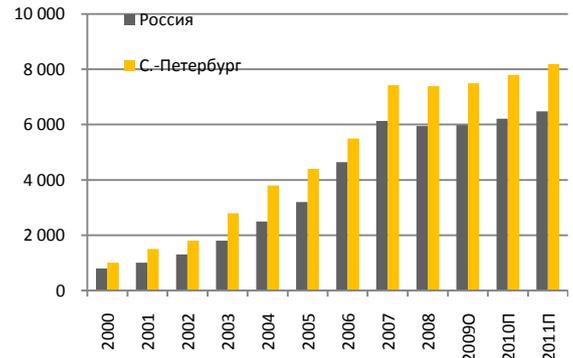
Мы считаем, что Санкт-Петербург будет продолжать развиваться быстрее, чем РФ в среднем, и в дальнейшем – из-за крупных инвестиционных проектов, среди которых автомобильные заводы, возведение ЗСД, намывные территории на Васильевском острове, Охта-центр и другие.

Рост стоимости недвижимости в СПб в 1998-2009 гг., руб./кв. м



Источник: www.BN.ru

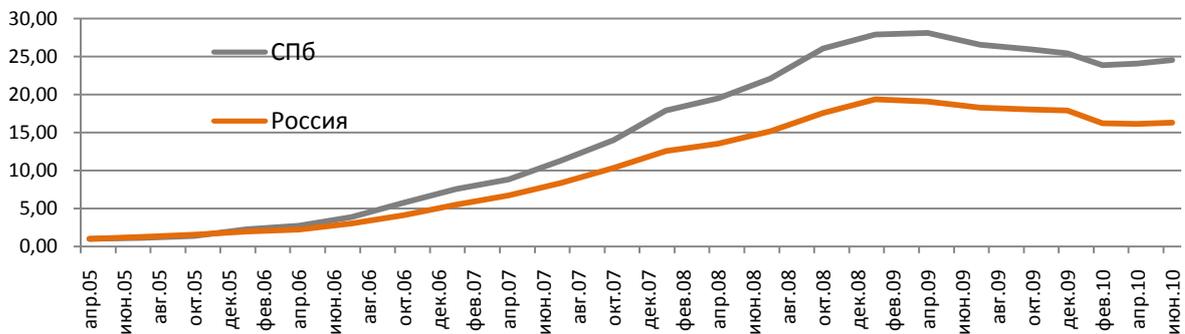
Величина доходов населения в России и в СПб, \$



Источники: Росстат, оценки экспертов

Развитие ипотеки в Санкт-Петербурге. Темпы развития ипотечного кредитования в Санкт-Петербурге также 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

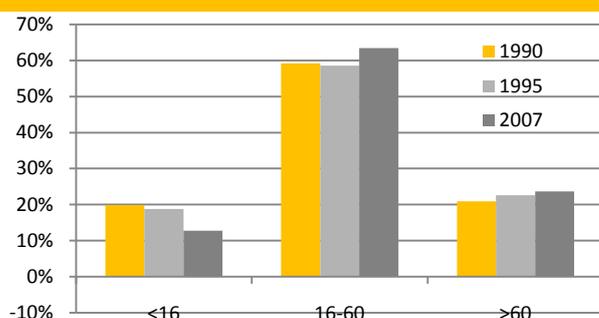
Факторы, дополнительно стимулирующие рост спроса

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

Несмотря на то, что наблюдалось снижение числа жителей в возрасте до 16 лет (что может привести к демографическим проблемам в будущем), в настоящее время Санкт-Петербург переживает подъем – уровень рождаемости в городе ниже среднего по России,

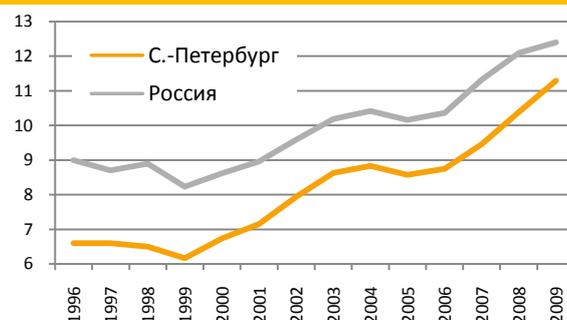
но растет быстрыми темпами. Отчасти это объясняется тем, что городская экономика развивается быстрее, чем экономика страны в среднем. Жизненный уровень населения города увеличивается (по итогам кризисного 2009 года реальные располагаемые доходы населения выросли на 1,9%), и мы считаем, что в среднесрочной перспективе данная тенденция сохранится. Относительно уровня рождаемости наши прогнозы столь же позитивны.

Распределение жителей С.-Петербурга по возрастным группам, % от общ.



Источники: Росстат

Уровень рождаемости из расчета на 1000 человек

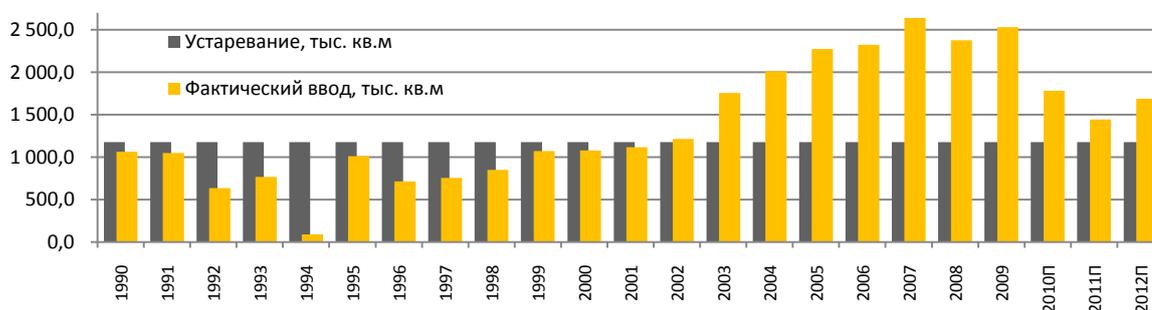


Источники: Росстат

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

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

Объем ввода нового жилья недостаточен для того, чтобы компенсировать устаревание старого



Источники: Росстат, оценки УК «Арсагера»

Большой объем неудовлетворенного спроса со стороны населения предъявляется вследствие плохих жилищных условий большей части жителей Санкт-Петербурга,

проживающих в квартирах, унаследованных еще с советских времен. Вследствие того, что в переходный период объем ввода нового жилья был недостаточен даже для того, чтобы компенсировать износ старого, жилищные условия ухудшились еще больше. Только в последние шесть лет жилой фонд города начал увеличиваться.

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

Для того, чтобы жилой фонд в расчете на одного жителя Санкт-Петербурга увеличивался на 1 кв. м в год, необходимо вводить ежегодно 5,7 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.

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

Описание моделей и расчет динамики цен на рынке жилой недвижимости

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

Модель оценки совокупного спроса и предложения

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

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

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

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

Пример 1. Два жителя совершили обмен квартирами. Первый улучшил жилищные условия с доплатой, второй соответственно ухудшил, получив дополнительные деньги и потратив их. В этом случае «новых денег» на рынок не пришло. Несмотря на то, что первым были потрачены деньги на приобретение жилья, они были компенсированы, тем, что второй эти полученные деньги потратил. То есть, по большому счету эти потраченные 1-ым жителем деньги ушли на покрытие расходов 2-го жителя, а не на увеличение спроса на рынке жилья.

Пример 2. Житель А улучшает свои жилищные условия, покупает новую квартиру на первичном рынке и при этом продает свою текущую квартиру жителю В, у которого не было до этого жилья в городе. При этом «новыми деньгами» жителя А, принесенными на рынок жилья, является разница в стоимости новой квартиры и старой квартиры. А «новые деньги» жителя В – это стоимость той квартиры, которую он купил у жителя А. То есть, по большому счету, «новые деньги» в нашем примере равны стоимости новой квартиры, купленной жителем А.

Пример 3. Житель продает свою квартиру, а деньги расходует (например, уезжает из города или страны). В этом случае логично говорить не о притоке «новых денег», а об оттоке капитала с рынка жилой недвижимости. Потому что те деньги, которые зарабатывал этот житель, приобретая на них в том числе и жилье, он теперь будет зарабатывать в другом городе.

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

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

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

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

- **Объем «новых денег» РАВЕН** объему предложения первичного рынка. В этой ситуации количество «новых денег», потраченных на приобретение жилья, равно стоимости построенного жилья, оцененного по текущей стоимости. То есть спрос равен предложению, и цена в этом случае не изменится.
- **Объем «новых денег» МЕНЬШЕ** объема предложения первичного рынка. В этом случае объем денег, потраченных на покупку жилья, меньше стоимости вновь построенного жилья. Другими словами построили больше, чем рынок способен купить по текущим ценам. При этом действительно будет наблюдаться падение цен на жилье, потому что застройщикам необходимо будет продавать жилье, и они будут снижать цену, чтобы в конечном итоге продать весь объем построенного жилья. Таким образом, снижение цен первичного рынка снизит и цены вторичного рынка.

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

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



Отдельно хотелось бы рассмотреть крайний случай, когда новое строительство отсутствует, то есть, ввода на первичном рынке нет. Если при этом «новые деньги» будут приходиться 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 3.1).

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

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
ДОХОДЫ					
Денежные доходы населения	25 561 200	28 952 542	31 555 360	34 349 556	37 299 773
РАСХОДЫ					
Обязательные платежи и взносы	3 322 956	3 539 793	4 102 197	4 637 190	5 221 968
Покупка товаров и услуг	18 710 798	20 248 794	22 404 306	22 044 689	25 736 843
СБЕРЕЖЕНИЯ					
Прирост финансовых активов	3 527 446	5 163 955	5 048 858	5 667 677	6 340 961
1. Изменение вкладов ФЛ	770 202	1 091 761	1 347 294	2 168 247	1 312 361
ИТОГО вклады	5 906 990	6 998 751	8 832 263	11 000 510	12 312 871
2. Изменение кол-ва денег на руках населения	526 366	228 799	1 081 575	729 590	662 139
3. Приток частного капитала	-3 341 000	-1 669 464	450 000	1 140 000	1 650 000
4. Изменение задолженности по кредитам	1 046 087	-430 965	107 213	903 646	1 005 405
Задолженности по кредитам (суммарно)	4 017 212	3 586 247	3 680 965	4 584 610	5 590 016
5. Инвестиции в бизнес (в т.ч. ц/б)	-3 053 451	226 661	1 688 075	2 675 166	4 027 242
6. Расходы на приобретение недвижимости	3 515 772	1 516 305	1 489 125	2 138 320	2 994 624

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

Полученные результаты дают представление о том, какое количество денег может быть потрачено на приобретение жилой недвижимости в России. Исходя из исторических оценок доли в расходах на жилье, приходящихся на Петербург, и с учетом опережающего развития региона, мы оцениваем объем денег, которые придут на рынок недвижимости Санкт-Петербурга в 2010-2012 годах (Таблица № 3.2).

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

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Расходы на приобретение недвижимости в РФ (Табл. № 1)	3 524 463	2 084 873	1 489 125	2 138 320	2 994 624
Доля Петербурга в общих расходах на приобретение недвижимости	6,6%	5,2%	5,5%	5,7%	6,2%
Расходы на приобретение недвижимости в Санкт-Петербурге	234 105	109 254	81 157	121 884	185 667

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 № 3.3. 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 ранее 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.

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

Прогнозирование цены жилья на вторичном рынке

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

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

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

Все продажи на первичном рынке будут осуществлены по средневзвешенной цене ($P_{\text{п}}^T$), 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 2,5% от объема жилого фонда в год (Таблица №3.4).

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

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

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

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

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

	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	81 157	121 884	185 667
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	103 004	99 910	126 524
«Новые деньги» на вторичном рынке, млн руб.	76 561	-28 522	-21 847	21 975	59 143
Средневзвешенная цена кв.м на вторичном рынке, руб.	100 367	87 634	83 387	88 820	111 875
Изменение индекса средневзвешенных цен на вторичном рынке	37,4%	-12,7%	-4,85%	6,52%	25,96%
Цена кв. м на вторичном рынке СПб на конец года, руб.	103 703	81 893	83 417	96 628	133 118
Изменение индекса цены на вторичном рынке	28,0%	-21,0%	2,5%	15,8%	37,8%

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



С помощью прогноза изменения средневзвешенных цен и отталкиваясь от текущей ценовой конъюнктуры, можно построить следующий прогноз тренда индекса цен на жилье на 2010–2012 годы.

Пример:

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

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

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

Используя формулу (1) можно вывести следующее соотношение.

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

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

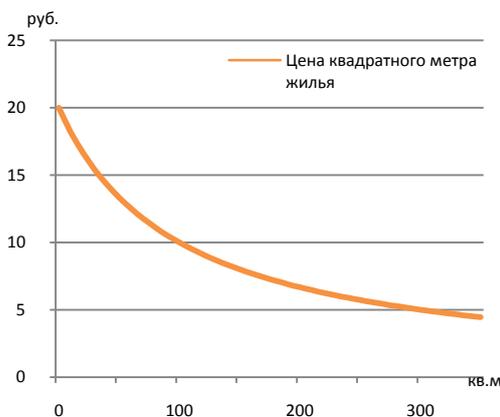
Таким образом, отсюда выражается X , который равен 15,15

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 вогнутость графика зависит от соотношения первичного и вторичного рынков. Чем больше доля первичного рынка ко вторичному, тем большее влияние объем ввода оказывает на изменение цен, и тем более выпуклым становится график.

Влияние объема ввода жилья на цены на недвижимость



Очевидно, что цена в прогнозном году остается на том же уровне в 10 рублей, если объем новых денег равен объему первичного рынка ($1000 = 10 * 100$). То есть спрос равен предложению. Так же очевидно, что для того чтобы цена увеличилась вдвое (до 20 рублей), необходимо ввести на 100 кв. метров жилья меньше (то есть ноль), чем при равновесной цене в 10 рублей. А для того, чтобы цена уменьшилась вдвое, необходимо ввести на 200 квадратных метров жилья больше чем при равновесной цене (то есть 300 кв. метров).

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

Коэффициент доступности жилья.

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

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

ОАО «УК «Арсагера» подготовила прогноз стоимости жилья до 2012 года включительно в среднем по России и по Санкт-Петербургу.

Таблица № 3.5. Прогноз объемов ввода жилья (вместе с бюджетным строительством), тыс. кв. м

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

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

Таблица № 3.6. Прогноз жилого фонда, тыс. кв. м

Регион	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Россия	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	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 № 3.7. Прогноз демографической ситуации, тыс. чел.

Регион	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Россия	144 168	143 474	142 754	142 200	141 904	141 478	141 054	140 631	140 209
СПб	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 № 3.8. Прогноз нормативов жилой недвижимости на человека, кв. м/чел.

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

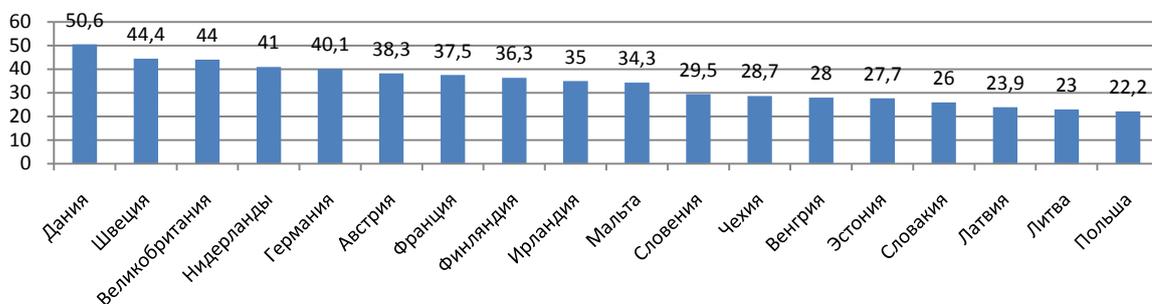
Стоит отметить, что из-за недостатка инвестиций в инфраструктуру в предыдущие годы (электричество, коммунальное хозяйство, дороги и пр.) существенно увеличить объемы строительства не представляется возможным.

При этом видно (см. табл. 3.5–3.8), 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, 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, доходит 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.

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



Источнику: *Housing Statistics in the European Union 2007*

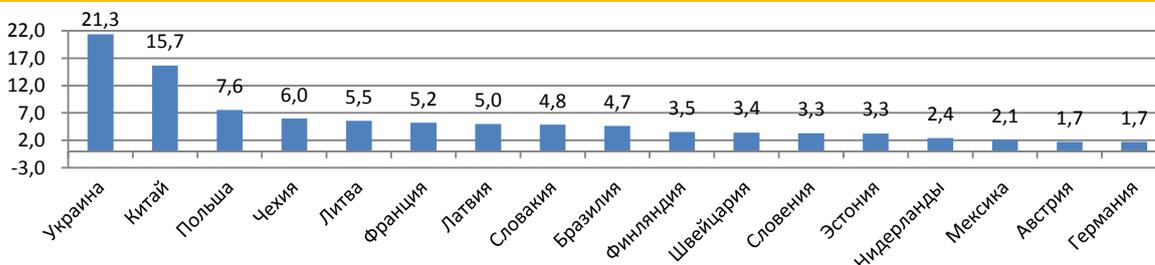
Средние доходы домохозяйств до 2012 года включительно прогнозируются на базе оценок МЭР среднесрочного развития российской экономики. При построении прогноза использованы следующие предпосылки:

- 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 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 ЦБ РФ 2,8%, что гораздо меньше показателей развитых стран).

Коэффициент доступности жилья в странах Европы, кв. м./чел.



Источнику: *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 № 3.9. Прогноз стоимости жилья

Показатель	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Население, тыс. чел.	142 009	141 904	141 478	141 054	140 631	140 209
ВВП, млрд руб.	32 987	41 256	39 016	45 079	51 268	57 384
Доходы населения, млрд руб.	21 312	25 561	28 953	29 531	33 188	37 420
Доход на человека, руб./год	150 072	180 130	204 643	210 331	230 202	260 813
ВВП на человека, руб./год	232 288	290 732	275 774	321 076	355 612	399 962
Доход на человека + теневая экономика, руб./год	200 096	240 174	272 857	280 442	298 964	326 017
Доход домохозяйства в год, руб.						
по России	560 267	672 486	764 001	785 237	837 099	912 846
по Санкт-Петербургу	756 063	790 662	849 961	869 399	926 820	1 010 686
Коэффициент доступности жилья						
в России	4,35	4,51	3,95	4,00	4,60	5,00
в Санкт-Петербурге	5,31	6,98	5,67	5,25	6,20	7,64
Стоимость квартиры (55 кв. м), руб.						
в России	2 439 525	3 034 560	3 021 398	3 140 949	3 850 658	4 564 232
в Санкт-Петербурге	4 016 298	5 520 192	4 819 870	4 564 347	5 746 285	7 721 638
Процентное изменение стоимости жилья						
в России	44,5%	24,4%	-0,4%	3,96%	22,60%	18,53%
в Санкт-Петербурге	50,5%	37,4%	-12,7%	-5,3%	25,9%	34,38%

На основе данной модели мы получаем высокие значения коэффициента доступности жилья, особенно в Санкт-Петербурге. Это связано с тем, что на данный момент население уже имеет некоторые накопленные сбережения. Количественно сбережения населения мы измерим через депозиты физических лиц, поскольку альтернативные способы вложения в РФ развиты незначительно. Относительным показателем, характеризующим долю сбережения населения, служит доля депозитов ФЛ в денежных доходах.

Сравнив долю депозитов ФЛ и коэффициент доступности жилья, как по РФ, так и по СПб, мы видим во многом повторяющуюся динамику. И действительно, если население обладает большими накопленными сбережениями, то, во-первых, спрос на недвижимость как на жилье падает в меньшей степени, чем при отсутствии каких-либо сбережений. Во-вторых, население во многом рассматривает недвижимость как объект сбережения, поскольку даже при отсутствии роста цен, недвижимость приносит арендную плату.

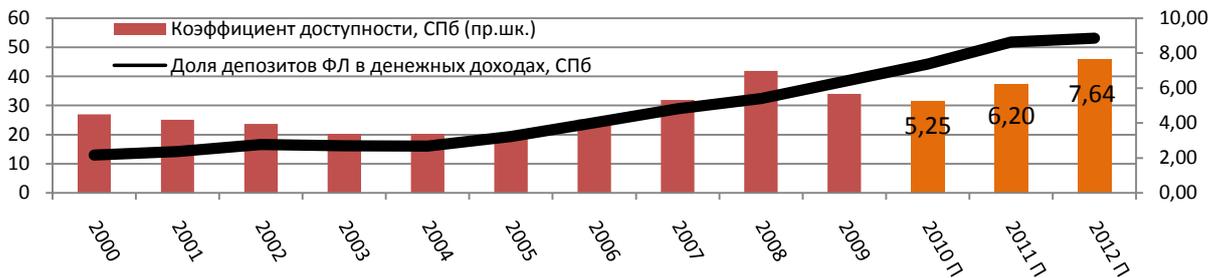
Соответственно, чем больше сбережения населения, тем больший спрос предъявляется на рынке жилой недвижимости. Еще раз подчеркнем, что предложение жилой недвижимости просто не может быть резко увеличено. Поэтому в условиях роста спроса неизбежно будут расти и цены, а значит, и коэффициент доступности жилья.

Кoeffициент доступности жилья в России и доля депозитов физических лиц



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасера»

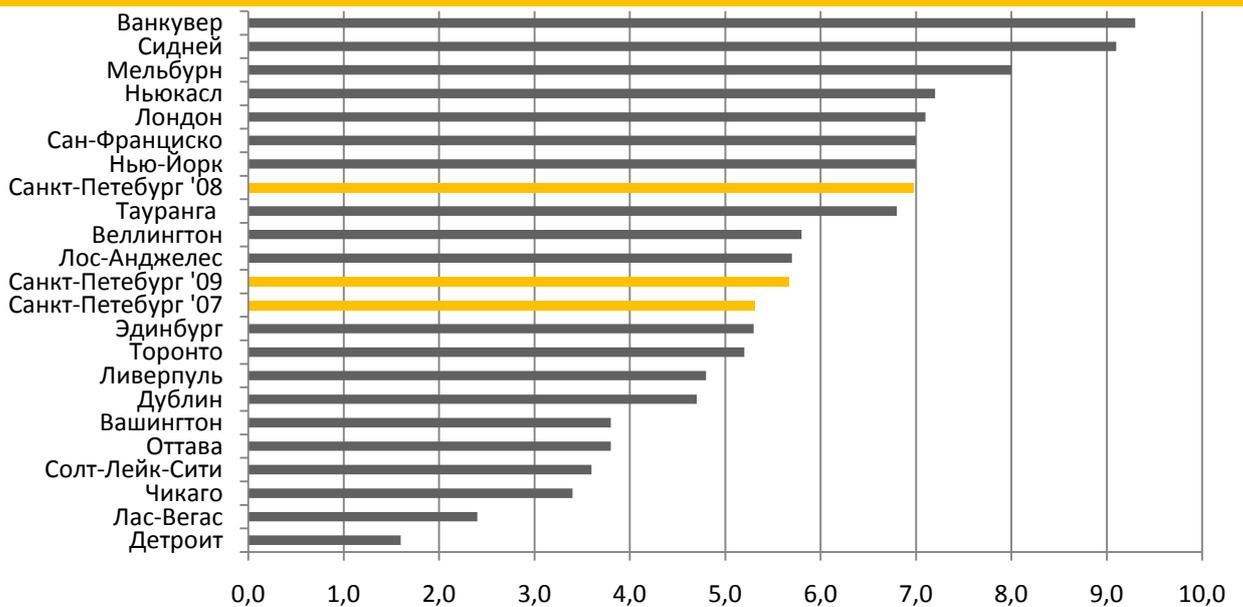
Кoeffициент доступности жилья в Санкт-Петербурге и доля депозитов физических лиц



Источники: Росстат, прогнозы УК «Арсасера»

Если рассматривать ситуацию в РФ, то коэффициент доступности, рассчитанный на основе нашей модели на 2010-2012 гг., несмотря на достаточно высокие значения, даже несколько отстает в своей динамике от спрогнозированной нами доли депозитов физических лиц в денежных доходах. Что касается СПб, здесь ситуация аналогичная.

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



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

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. Об этом свидетельствует высокий коэффициент доступности жилья в таких городах, как Нью-Йорк, Лондон, Сидней, Ванкувер и другие.

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 № 4.10. Оценка себестоимости строительства кв. м.

	2008		2009		2010П		2011П		2012П	
Инфляция	13,3%		8,8%		7,3%		5,9%		5,2%	
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%	2 023	3%	2 128	3%
Приобретение права на землю	14 948	22%	14 948	25%	13 453	22%	12 108	20%	12 108	19%
Проектирование	2 093	3%	2 277	4%	2 443	4%	2 587	4%	2 721	4%
Инженерное обеспечение	9 040	13%	9 836	16%	10 554	17%	11 176	18%	11 757	18%
Строительно-монтажные работы	31 236	45%	18 209	30%	20 770	34%	21 8639	36%	25 038	39%
Охрана объекта	390	1%	424	1%	455	1%	482	1%	507	1%
Коммерческие расходы	3 693	5%	4 018	7%	4 311	7%	4 566	7%	4 803	7%
СЕБЕСТОИМОСТЬ	69 399	100%	60 102	100%	61 214	100%	61 025	100%	64 351	100%
Требуемая рентабельность	10 410		9 015		9 112		9 154		9 653	
Стоимость квадратного метра с учетом рентабельности	79 809		69 117		70 396		70 179		74 003	

Средняя цена квадратного метра на первичном рынке на 26 июля 2010 года – 70 939 руб./кв. м (по данным www.BN.ru).

Цена кв.м. жилой недвижимости в Санкт-Петербурге



Источники: прогнозы УК «Арсагера»

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

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

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

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

Анализ сектора строящейся недвижимости и определение доходности от этапности

Особенности строящейся недвижимости как класса активов

Доходность инвестиций в строящуюся жилую недвижимость зависит от:

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

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

Существование данной разницы можно объяснить с двух точек зрения:

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

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

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

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

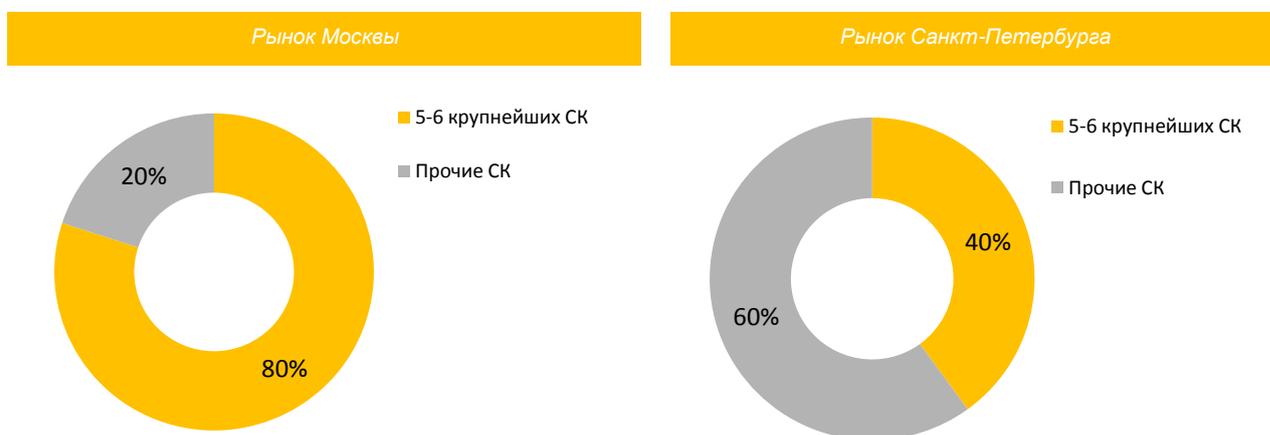
- В условиях кризиса стоимость кредитов для большинства застройщиков достигла запретительных уровней, при этом банки являются жесткими кредиторами, требующими соблюдения определенных ограничений, и в случае, например, затягивания сроков строительства у застройщиков могут возникать сложности. Имущество, 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

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

Прогноз доходности от этапности строительства в Санкт-Петербурге

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

Таблица № 4.1. Прогноз доходности от этапности строительства

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

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

В условиях дефицита финансирования застройщики с целью стимулирования продаж предлагали существенные скидки, что приводило к росту доходности от этапности до 20%. Мы считаем, что такая ситуация 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, %

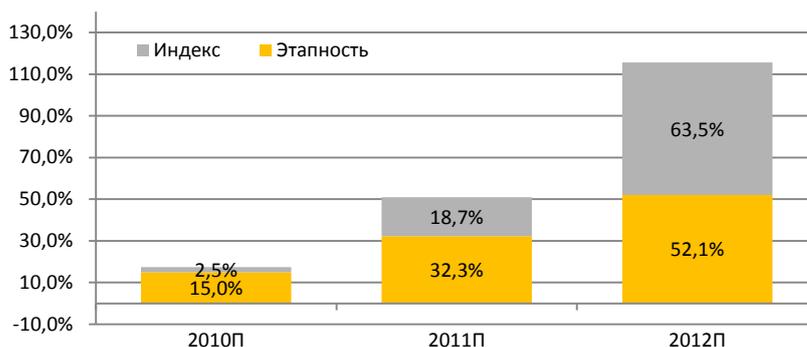


Источник: www.BN.ru

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 30-35% годовых.

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



Источник: прогноз УК «Арсагера»

Таблица № 4.2. Прогноз доходности инвестиций в строящуюся недвижимость

Прогноз доходности инвестиций в строящуюся жилую недвижимость Петербурга	2010П	2011П	2012П
Прогноз изменения индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге, %	2,46	15,84	37,76
Прогноз доходности от этапности в Петербурге, %	15,0	15,0	15,0
Прогнозируемая доходность инвестиций, % годовых	17,5	30,8	52,76

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

Особенности рентной недвижимости как класса активов

Доходность инвестиций в рентную жилую недвижимость зависит от:

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

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

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

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

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

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

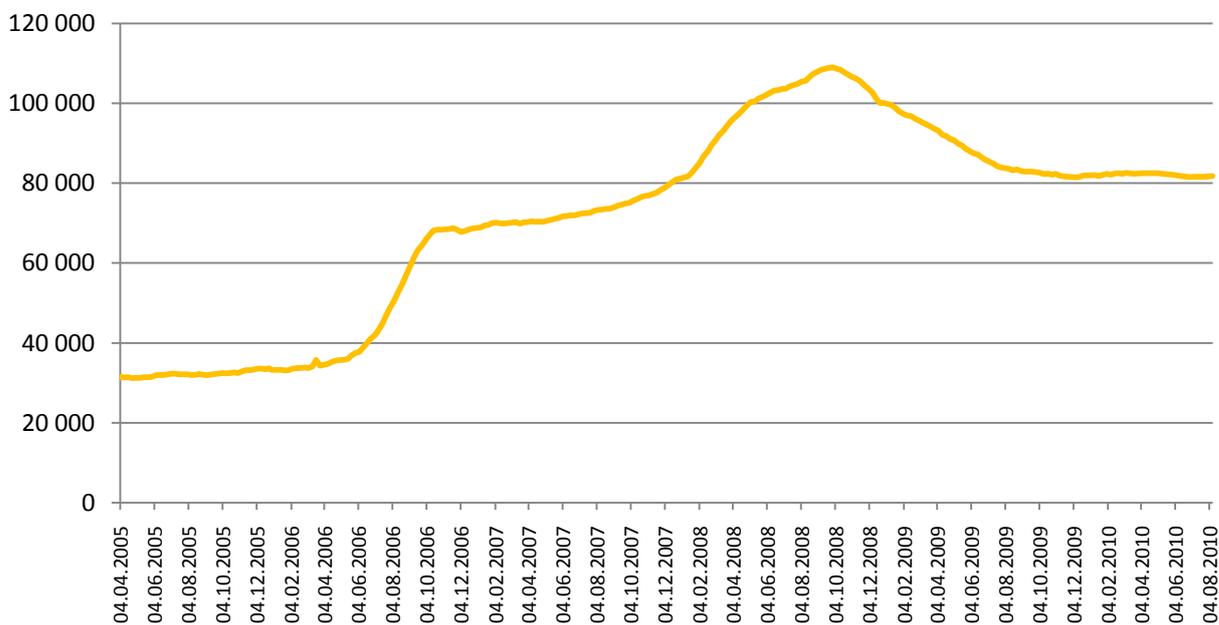
На Западе, где аренда, помимо удобства при переездах, рассматривается как возможность не принимать на себя обременение собственностью и, как следствие, не нести риски, связанные с недвижимым имуществом, ставки по аренде, наоборот, несколько превышают ставки по ипотечным кредитам.

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



Источник: www.BN.ru

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



Источник: www.BN.ru

Специфика рынка аренды недвижимости Санкт-Петербурга

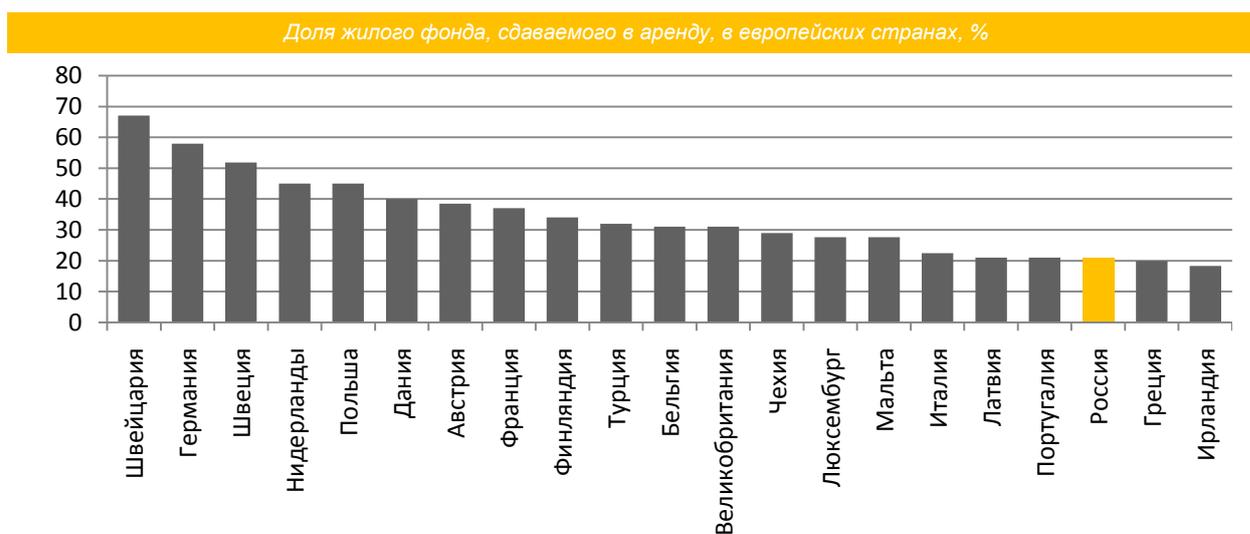
Нецивилизованность аренды. По исследованиям www.BN.ru, всего около 20% жилого фонда Санкт-Петербурга сдается в аренду (сравните, например, с 55% в Германии). Стоит отметить, что основной объем арендодателей – это физические лица, сдающие в аренду лишнюю квартиру, не используемую под свои нужды. Это порождает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



Источник: оценки www.BN.ru

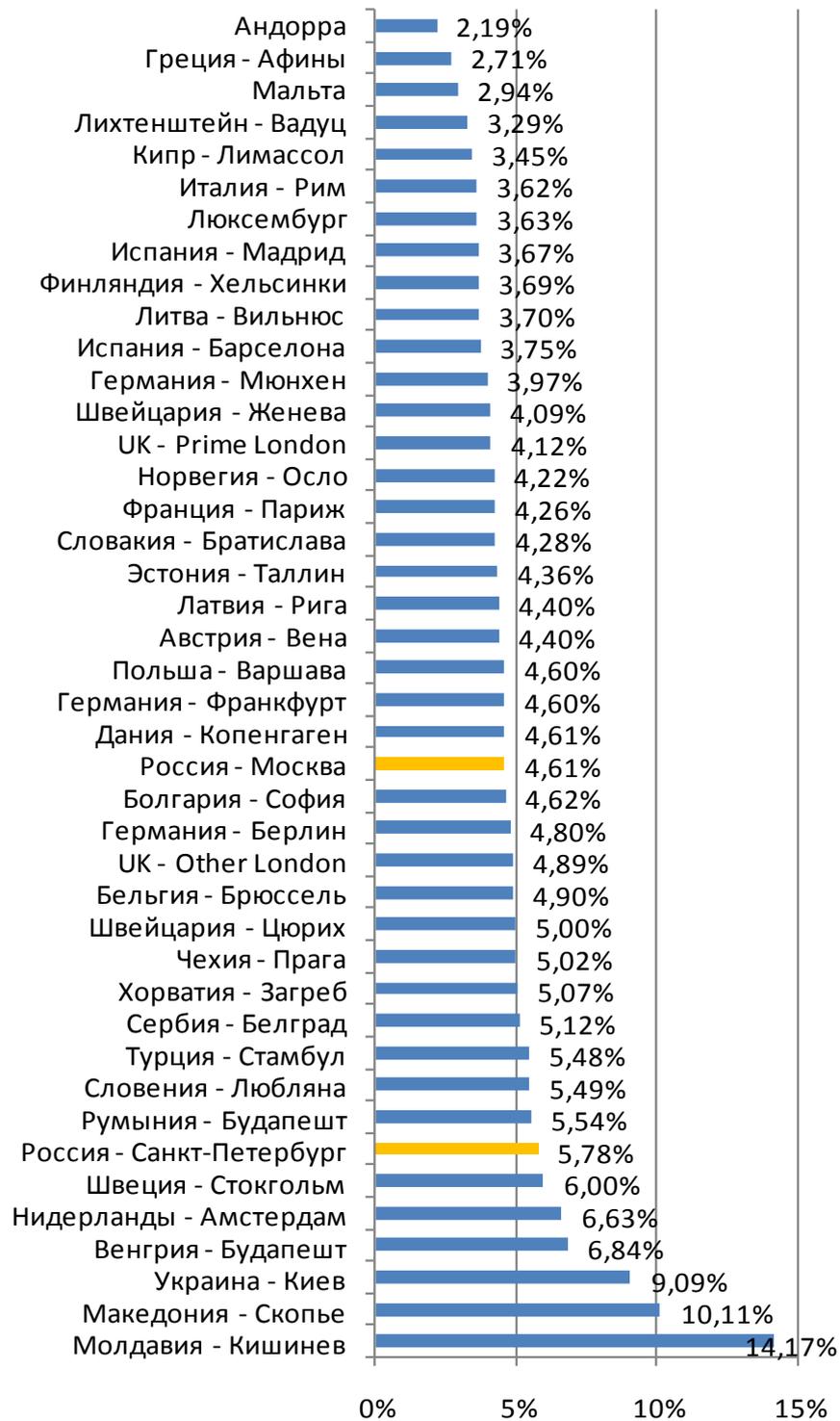
Источник: Knight Frank European residential investment 2007

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.



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 апартаментов 120 кв. м luxury-класса

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 регионе³.

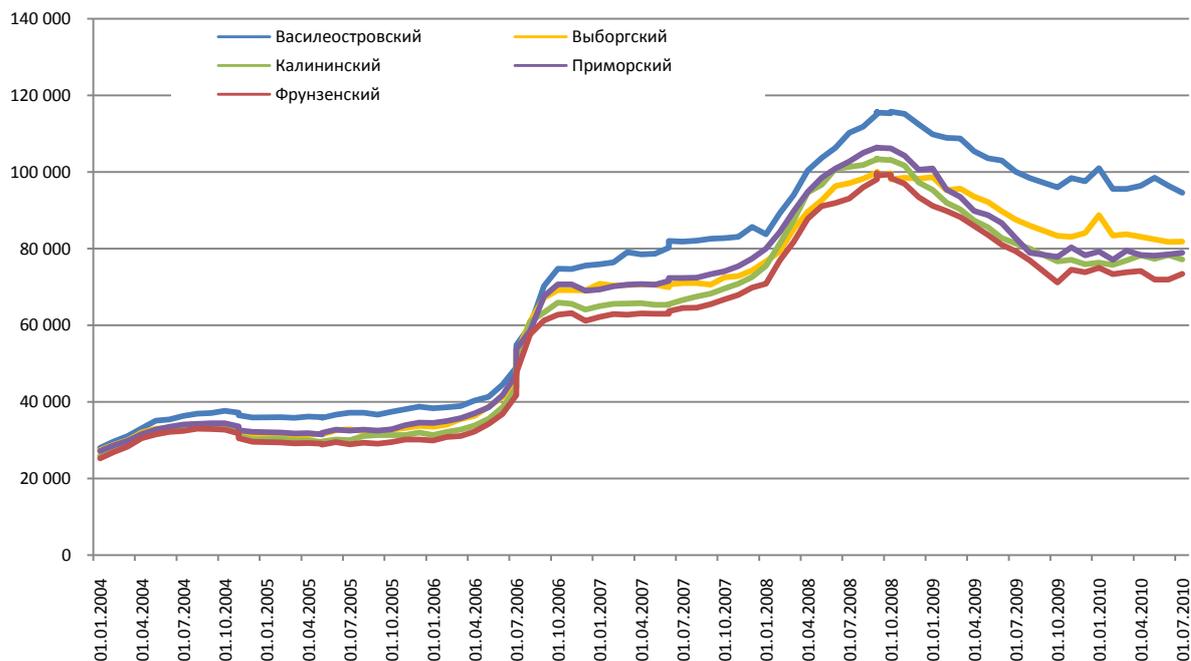
Например, если квартира стоит 3 млн рублей, то доход от сдачи ее в аренду составит 180-210 тыс. рублей в год. Если же стоимость ее увеличится до 4 млн рублей, абсолютный рентный доход ее владельца составит 240-280 тыс. рублей в год.

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

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

³ Это можно понять при рассмотрении арбитражной ситуации с ипотекой. Если предположить, что для квартиры с определенными потребительскими качествами уровень арендной ставки выше, то спрэд между платежами по аренде и ипотеке для квартир с подобными потребительскими качествами ниже. А это значит, что данная ситуация будет устранена после повышения спроса со стороны покупателей на подобные квартиры, что приведет к росту стоимости таких квартир, превышающей рост арендной ставки. В результате арендная ставка вернется к среднерыночному уровню.

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



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

На графике приведено сравнение поведения средних цен квадратного метра по некоторым районам города. Василеостровский район фактически примыкает к центру города и в силу расположения на острове территориально ограничен для строительства⁴, 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».

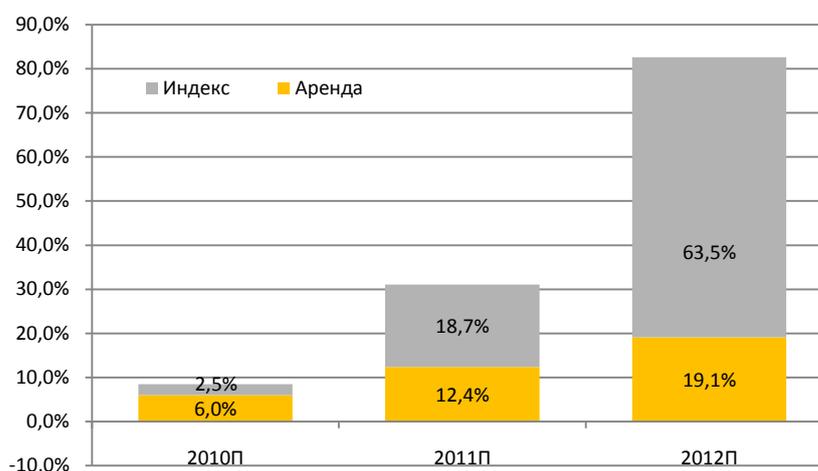
В настоящее время приоритетным направлением строительства метро является Фрунзенский радиус, призванный повысить транспортную доступность района в сочетании с надземным экспрессом, который соединит Фрунзенский и другие южные районы города. Это должно повысить относительную привлекательность района.

⁴ Мы не рассматриваем начатый в 2007 году проект намыва территорий для строительства на Васильевском острове пассажирского морского порта, а также прилегающей коммерческой и жилой недвижимости.

Прогноз доходности инвестиций в рентную жилую недвижимость

На основании прогноза индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге (см. раздел «Прогноз индекса цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге») и оценки доходности от аренды мы прогнозируем, что средняя доходность инвестиций в рентную жилую недвижимость в период до 2012 года может составить 20-25 % годовых.

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



Источник: прогноз УК «Арсагера»

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

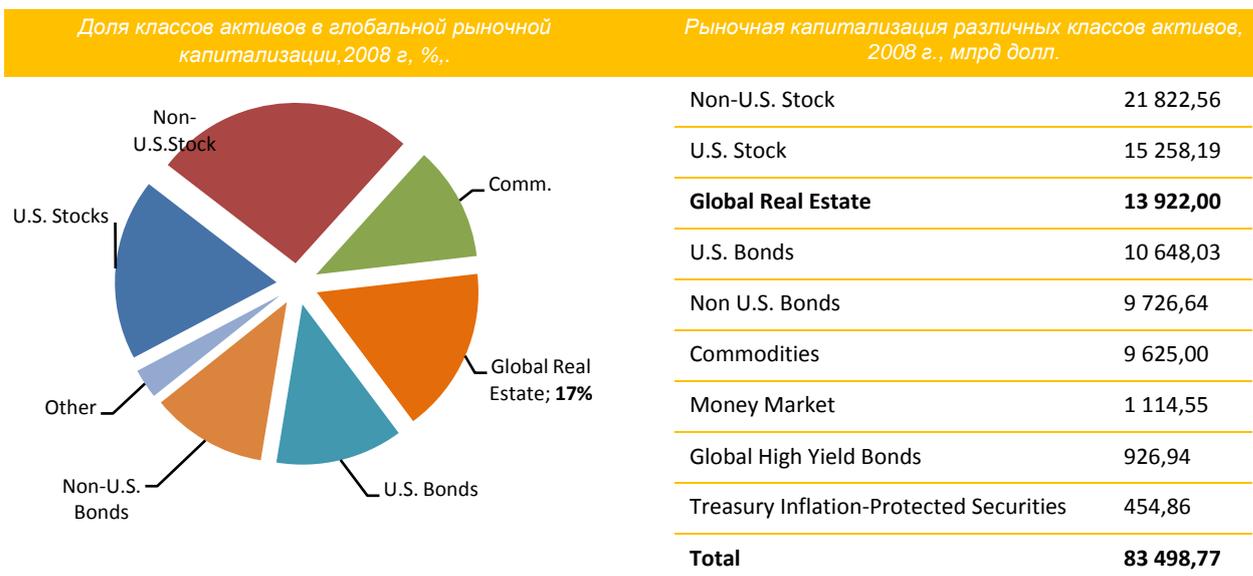
Прогноз доходности от владения и сдачи в аренду жилой недвижимости Петербурга	2010П	2011П	2012П
Прогноз доходности от аренды в Петербурге, %	6,0	6,0	6,0
Прогноз изменения индекса цен на жилую недвижимость в Петербурге, %	2,46	15,84	37,76
Прогнозируемая доходность инвестиций, % годовых	8,46	21,84	43,76

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.



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

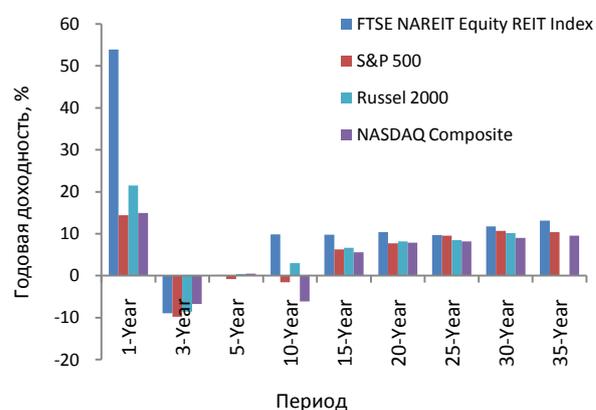
Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения	Регион/страна	Аббревиатура фонда	Год введения
Азиатско-Тихоокеанский регион			Европа		
Австралия	LPT	1971	Бельгия	SICAFI	1995
Гонконг	REIT	2003	Франция	SIIC	2003
Япония	J-REIT	2000	Италия	FII	1994
Южная Корея	RETF, K-REIT, CR-REIT	2001	Люксембург	FCP, SICAV, 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.

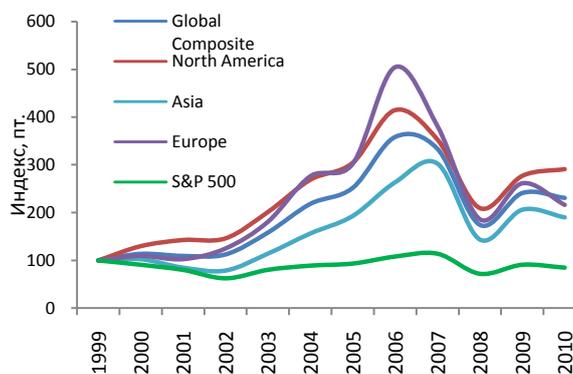
Последние полтора десятилетия стали для фондов недвижимости эпохой «расцвета», и лишь мировой финансовый кризис на время замедлил бурное развитие данной отрасли. Проблемы с ликвидностью и опасения по поводу перспектив рынка послужили для инвесторов причиной вывода средств из фондов недвижимости, что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

Историческая доходность различных классов активов (по состоянию на конец июня 2010 г.)



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

Динамика индексов недвижимости по регионам (по состоянию на конец июня 2010 г.), значение 1999 года взято за 100

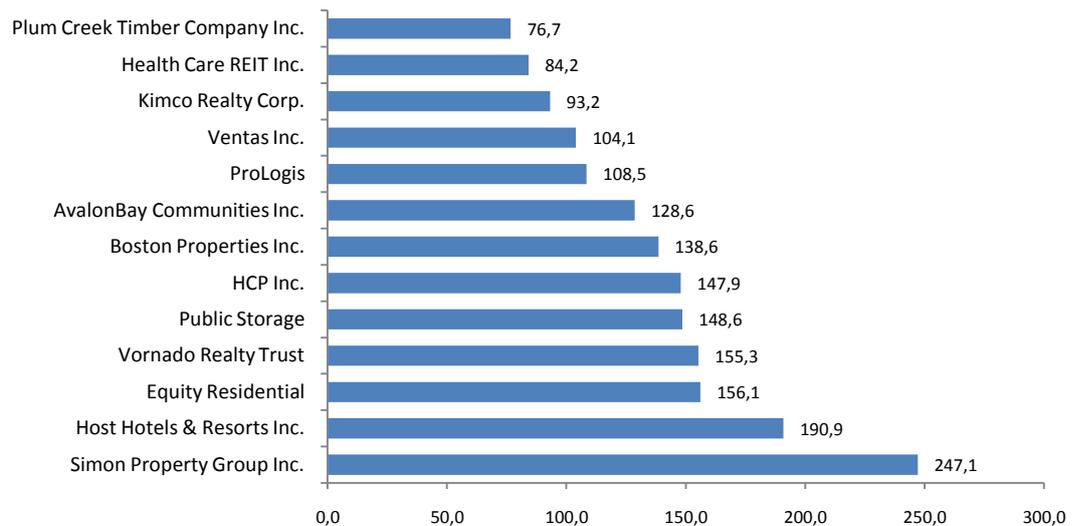


Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

Тем не менее, за период с 1999 по 2010 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.

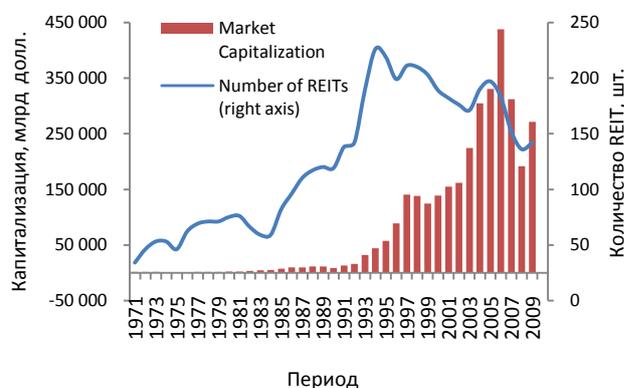
Среднедневной объем торгов ценными бумагами крупнейших U.S.REITs на NYSE, млн долл. США
(по состоянию на конец июня 2010 года)



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

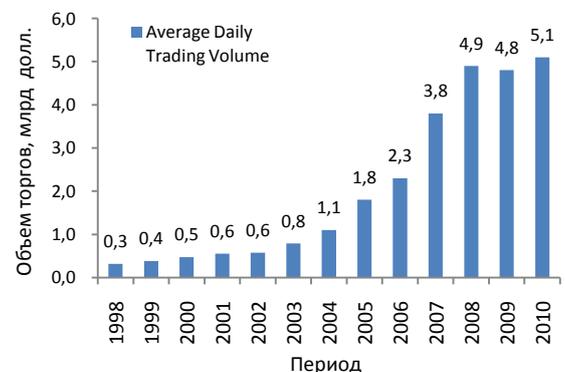
Биржевые обороты крупнейших фондов недвижимости сопоставимы с оборотами «голубых фишек» фондового рынка. Ежедневный торговый оборот по крупнейшим фондам в США достигает 3,5% от их рыночной капитализации, а среднедневной объем торгов по всем фондам в 2010 году превысил 5 миллиардов долларов.

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



Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

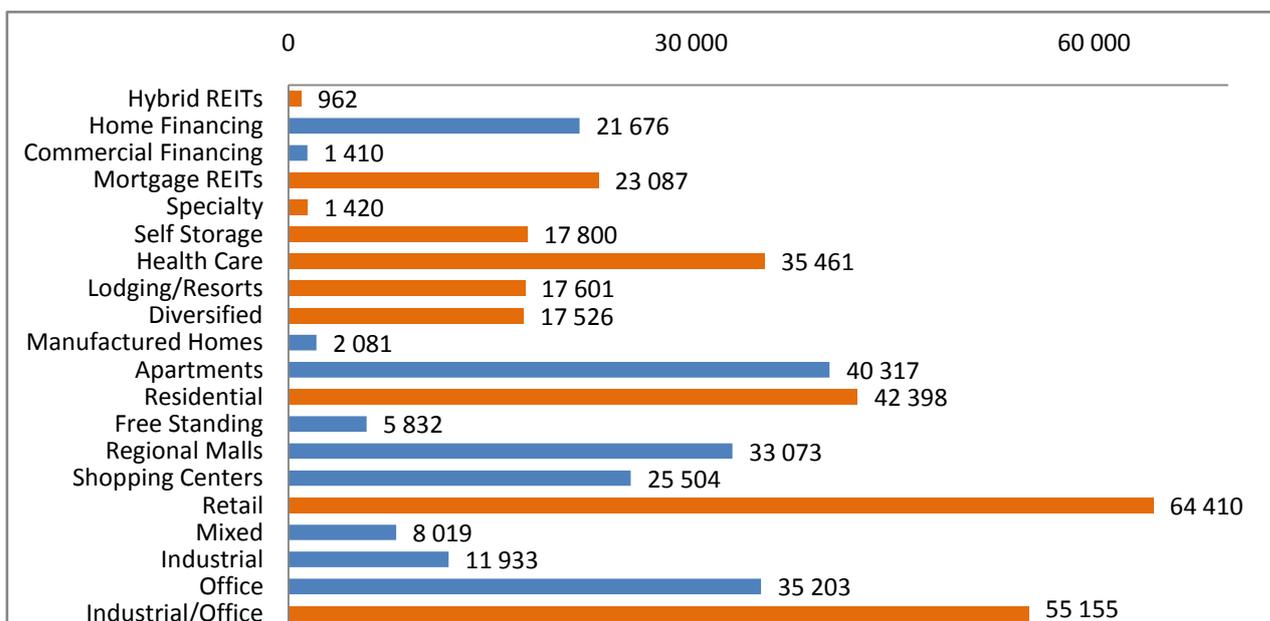
Среднедневной объем торгов ценными бумагами U.S.REITs на NYSE, млрд долл. США



Источник: NAREIT

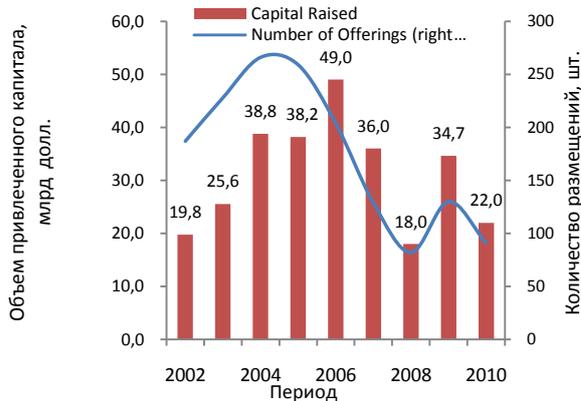
США является крупнейшим в мире рынком с точки зрения общей капитализации фондов недвижимости, прошедших листинг фондовых бирж. В 2006 году суммарная рыночная капитализация фондов недвижимости США, входящих в состав FTSE NAREIT All REIT Index, превышала 400 миллиардов долларов.

*Рыночная капитализация публичных U.S.REITs по секторам рынка недвижимости, млн долл. США
(по состоянию на конец июня 2010 г.)*

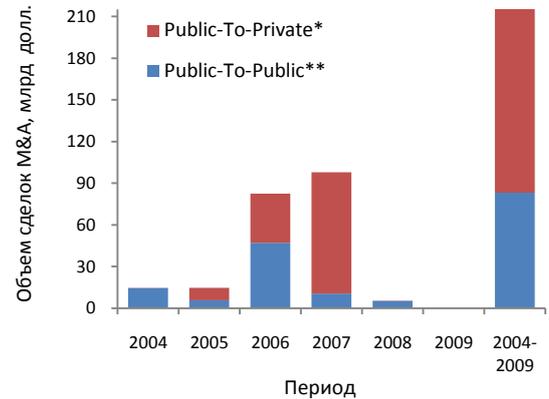


Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

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 почти в 89 миллиардов долларов.

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


Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

Объемы и характер сделок M&A в отрасли U.S.REITs⁵


Источник: REIT Watch Issue, NAREIT, July, 2010.

* Public-To-Private – поглощение публичным фондом непубличного

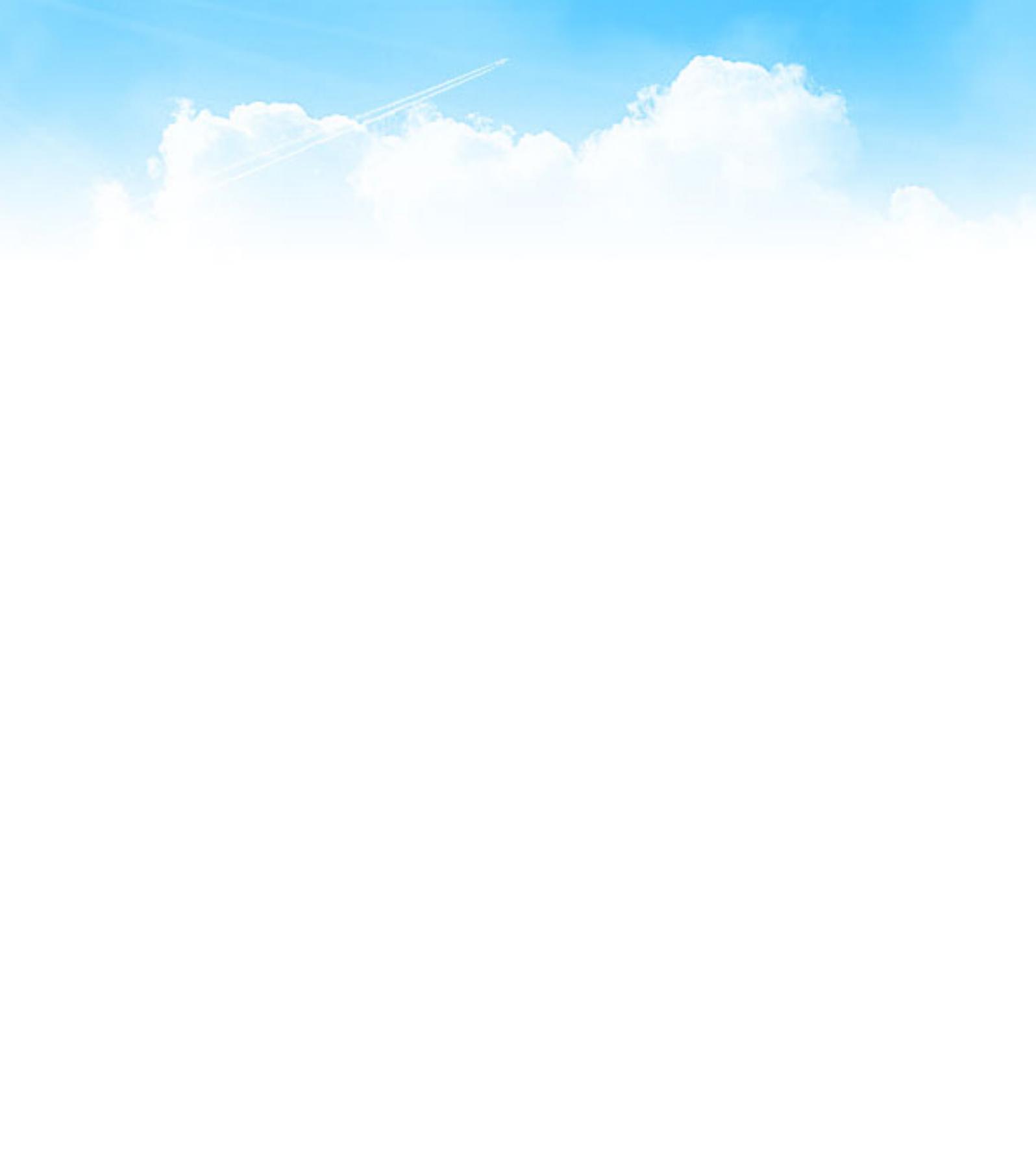
** Private-To-Private – поглощение непубличным фондом непубличного.

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.

⁵ Public-To-Private – поглощение публичными фондами непубличных.



Настоящий отчет имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок. Данные по макроэкономике, вводу жилья в эксплуатацию и объемам сделок на рынке недвижимости основаны на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

ОАО «УК «Арсатера»
Лицензии ФСФР России № 21-000-1-00714 от 06.04.2010, № 078-10982-001000 от 31.01.2008
194021, Санкт-Петербург, ул. Шателена, дом 26А, Бизнес-центр «Ренессанс», 8-й этаж
Тел.: (812) 313-05-30, факс: (812) 313-05-33, www.arsagera.ru