

Интернет-журнал «Наукovedение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №6 (2016) <http://naukovedenie.ru/vol8-6.php>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/154EVN616.pdf>

Статья опубликована 01.02.2017

Ссылка для цитирования этой статьи:

Полховская Т.Ю. Циклы, цены и инвестиционные решения на рынке недвижимости // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №6 (2016) <http://naukovedenie.ru/PDF/154EVN616.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

УДК 338.1

Полховская Татьяна Юрьевна

ФГАОУ ВО «Южный федеральный университет», Россия, Ростов-на-Дону

Доцент кафедры «Финансы и кредит»

Кандидат экономических наук

E-mail: tpolkhovskaya@gmail.com

Циклы, цены и инвестиционные решения на рынке недвижимости

Аннотация. На инвестиционные решения субъектов рынка недвижимости влияют факторы, формирующиеся на макроэкономическом уровне (валютное регулирование) и комплексные системные ошибки. В статье продемонстрирована недостаточная эффективность политики стерилизации денежных властей (Российская Федерация и Норвегия) в контексте феномена голландской болезни. Автором было установлено, что изменчивость цен рынка недвижимости и цикличность не чувствительны к стерилизации через механизм изъятия сверхдоходов от продажи нефтегазового сырья. Как показано в статье, развитие и воспроизводство циклов недвижимости в странах-экспортерах на протяжении 16 лет генерируется конъюнктурой сырьевых рынков. Это приводит к непрямой деиндустриализации и подавлению промышленного производства, росту цен и деловой активности в неторгуемых секторах (строительство) и рынках (недвижимости). Приток иностранной и удорожание национальной валют, низкая эффективность механизма стерилизации приводят к искаженным инвестиционным решениям субъектов рынка недвижимости. Комбинация ряда субъективных ошибок, как было установлено автором, ухудшает качество инвестиционных решений, как на уровне домохозяйств, так и на уровне корпораций и фондов недвижимости. Цены и инвестиционные решения на рынке недвижимости формируются под воздействием диспропорций сырьевой экономики и ошибочных воззрений субъектов рынка недвижимости, что отражается в частотах и амплитудах воспроизводящихся циклов.

Ключевые слова: неторгуемый сектор; голландская болезнь; непрямая деиндустриализация; циклы недвижимости; локальные рынки недвижимости; торговый баланс; субъекты рынка недвижимости; инвестирование недвижимости; субъективные оценки

Цикличность экономического развития проецируется на рынок активов в терминах ожидания роста или падения цен. Инвестиционные решения, связанные с активами недвижимости, принимаются исходя из предполагаемого роста стоимости под воздействием исключительных рыночных факторов. Оптимистичные ожидания роста цен стимулируют кредиторов и заемщиков расширять портфели объектов и проектов недвижимости [11]. При этом кредиторы одинаково охотно финансируют как предложение рынка недвижимости (девелоперов, подрядчиков), так и спрос (домохозяйства по ипотечным кредитам,

собственников коммерческой недвижимости) [7]. В фазе расширения экономического цикла активность коммерческих банков на рынке недвижимости характеризуется низким риском, так как актив, растущий в цене на протяжении цикла, обладает высокой ликвидностью. В фазе экономического сжатия инвестиционная и залоговая привлекательность дешевающих активов недвижимости утрачивается, и кредиторы, в ожидании обесценения залогов, склонны минимизировать объемы кредитования через механизм кредитного рационирования [5].

С одной стороны, активы имеют фундаментальное значение, которое определяется с помощью оценочных моделей и методов, основанных на будущих ожидаемых денежных потоках, что детерминирует их цены [6, с. 22-23], с другой - цена актива в моменте определяется как спот, т.е. цена, по которой актив может быть продан в конкретный момент времени.

По мнению исследователей и практиков, существует множество макроэкономических, региональных и локальных факторов, влияющих на циклическое поведение рынков недвижимости. Смена технологических укладов, демографических характеристик, конъюнктуры сырьевых рынков, приоритетов в промпроизводстве не в состоянии отменить циклы недвижимости. Отсутствие единообразия в направлении движения и амплитуде цен в разрезе локальных рынков затрудняет формулирование единого объяснения циклов недвижимости. Как справедливо отмечает Докко и др., не достаточно лишь наблюдать за стремительным ростом и спадом стоимости квадратного метра или арендными ставками, чтобы охарактеризовать такое поведение рынка как циклическое, необходимо разработать теорию измерения цикла, которая может быть верифицирована эмпирически [14].

Цикличность рынков недвижимости является объектом пристального внимания исследователей во всем мире, так как последствия колебаний цен на активы недвижимости влияют на совокупное богатство домашних хозяйств, качество банковских залогов, устойчивость финансовых рынков и многое другое. Различия в динамике цен демонстрируют, что в странах с развивающейся экономикой цены на жилье растут быстрее, более волатильны, теснее коррелируют с потоками капитала, менее устойчивы, чем в развитых странах [13]. Основным экзогенным драйвером является приток ликвидности (что отражается на итоговой величине торгового баланса, чистом ввозе/вывозе капитала), который сильнее других влияет на цены жилья и потребление в странах с развивающейся экономикой. Движение цен на сырьевые товары (коммодити) в масштабах мировой экономики приводит к синхронизации циклических процессов и явлений на национальных рынках недвижимости и в инвестиционно-строительной отрасли [4, 9], формирует источники макроэкономической нестабильности [2, 12].

Жилье является типичным примером актива неторгуемых секторов¹ долгосрочного использования, который (в силу своей неторгуемости и низкой ликвидности) часто оказывается в центре финансовых кризисов. Подъем деловой активности в неторгуемых секторах стимулируется избыточным кредитным расширением и связан с завышенным обменным курсом, что предопределяет центральное место рынка недвижимости в банковских и валютных кризисах.

Движение цен на активы неторгуемых секторов связано с эффектами «голландской болезни» (Dutch Disease - далее DD), которая проявляется как непрямая деиндустриализация (indirect-deindustrialization) через:

- рост номинальной заработной платы в не сырьевых отраслях (строительстве, сфере услуг и др.);

¹ Актив неторгуемого сектора (non-tradable sector) - товар, услуга, которые не участвуют международной торговле, т.е. продаются и используются только (или преимущественно) резидентами.

- эффект расходов бюджета;
- укрепление национальной валюты.

Наиболее серьезным последствием DD для экономики является укрепление курса национальной валюты. Высокий курс - сдерживающий фактор для развития экспортного потенциала несырьевых отраслей, вынуждает правительства и монетарные власти стерилизовать приток валюты через организацию специальных фондов (в Норвегии - *Statens pensjonsfond utland*, в Российской Федерации - *Фонд национального благосостояния* и *Резервный фонд*), в которые направляются сверхдоходы от продажи нефтегазового сырья. Расходование средств таких фондов связано чаще всего с поддержанием национальной пенсионной системы. Однако стерилизация валютных поступлений в страну практически не создает условий для формирования долгосрочного устойчивого состояния в неторгуемых отраслях: цены на недвижимость с момента улучшения конъюнктуры на коммодити начинают рост, который сменяется падением лишь в результате резкого снижения рыночных цен. Согласно Хернандес-Мурилло и др. [15], циклы локальных рынков недвижимости дополняются и усиливаются факторами и решениями национальной денежно-кредитной политики.

Такая ситуация создает неопределенность на рынке недвижимости и продуцирует риски для всех участников рынка недвижимости. Динамика на рынках недвижимости совпадает с динамикой торгового баланса, демонстрируя при этом задержку в смене тенденции на 1-2 квартала (см. рис. 1 и 2).

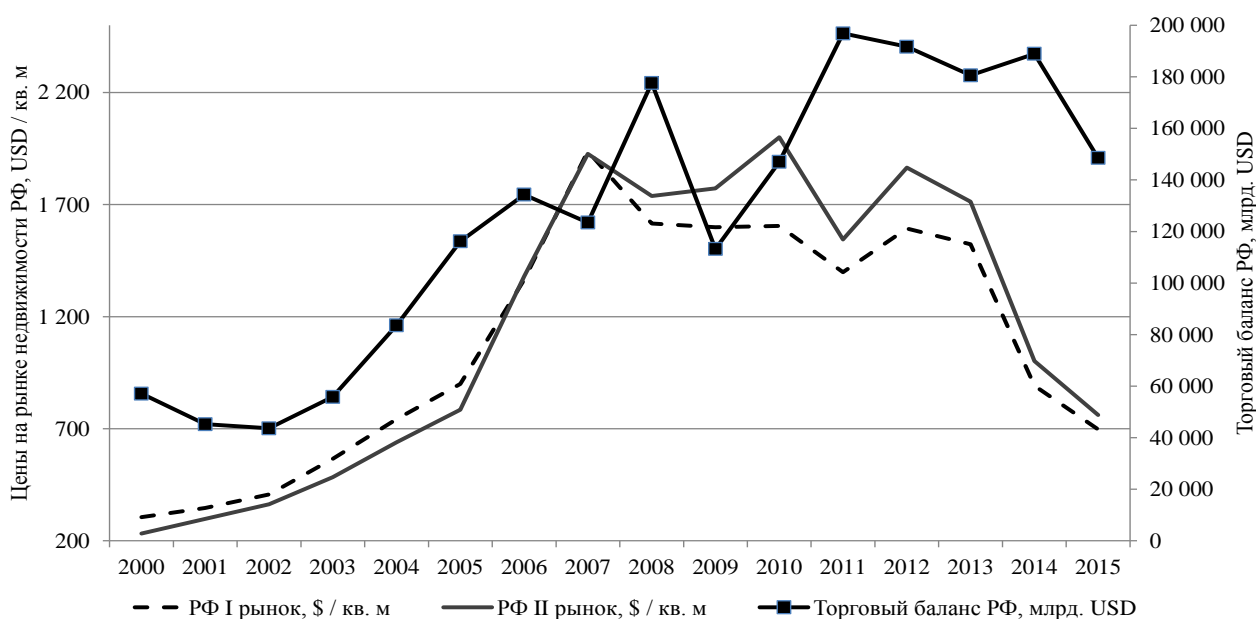


Рисунок 1. Динамика торгового баланса и цен на I и II рынках недвижимости Российской Федерации, 2000-2015 (рассчитано по данным ЦБ РФ, ФСГС)

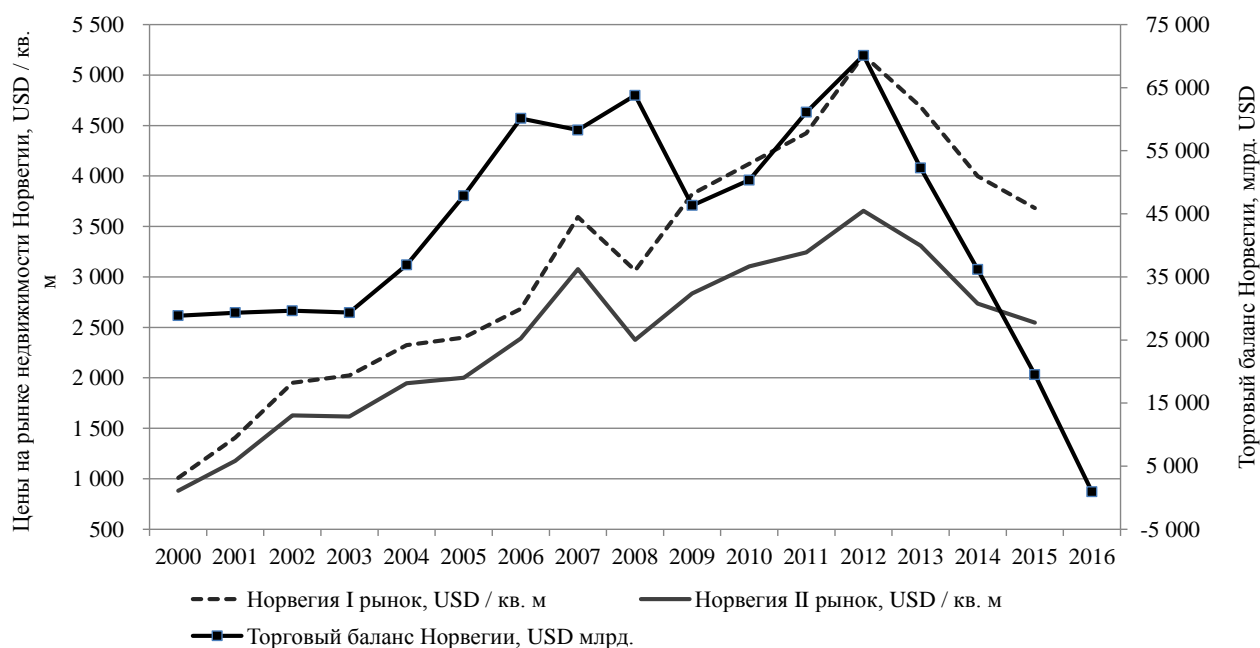


Рисунок 2. Динамика торгового баланса и цен на I и II рынках недвижимости Норвегии, 2000-2016 (рассчитано по данным Statistics Norway)

Влияние эффектов стерилизации валютных поступлений на динамику цен рынка недвижимости можно оценить с помощью статистических показателей (см. табл. 1).

Таблица 1

Статистическая оценка влияния динамики торгового баланса на цены рынков недвижимости РФ и Норвегии за период 2000-2015 гг.

| Показатели | min | max | \bar{x} | var | Коэф. корр. торговых балансов с рынками недвижимости |
|-----------------------------|-----------|------------|------------|-----------|--|
| Российская Федерация | | | | | |
| Торговый баланс, млрд. USD | 43 650,00 | 196 854,00 | 125 233,81 | 23 943,91 | |
| I рынок, USD / кв. м | 305,89 | 1 938,04 | 1 093,44 | 267,75 | 0,703 |
| II рынок, USD / кв. м | 232,29 | 2 000,60 | 1 156,71 | 362,77 | 0,745 |
| Норвегия | | | | | |
| Торговый баланс, USD млрд. | 19 515,29 | 70 115,97 | 44 997,69 | 5 215,58 | |
| I рынок, USD / кв. м | 1 009,87 | 5 197,83 | 3 148,99 | 477,64 | 0,596 |
| II рынок, USD / кв. м | 881,99 | 3 654,12 | 2 407,65 | 270,24 | 0,691 |

Полученные результаты демонстрируют слабое влияние валютной стерилизации на динамику цен рынков недвижимости (коэффициент вариации в Норвегии и Российской Федерации за период превышает двукратные значения), тогда как корреляция величины Торгового баланса выше в РФ, что, вероятнее всего, объясняется эффектом Баласса-Самуэльсона.

Приведенные статистические характеристики рынков недвижимости и их связь с торговым балансом указывают на сложности оценки эффективности принимаемых инвестиционных решений на рынке недвижимости. Длительный срок службы и окупаемости капитальных активов, значительная продолжительность выплат по ипотечным кредитам указывают на необходимость принятия во внимание не только традиционных показателей окупаемости, но и слабо квантифицируемых стимулов, лежащих в плоскости поведенческих финансов. Значительное разнообразие субъектов рынка недвижимости детерминирует неоднородность инвестиционных типов поведения (см. табл. 2). Цена для субъектов рынка

недвижимости определяется не только из представлений о спросе и предложении, но и инвестиционной целесообразности. Инвестиционные решения, лежащие в основе заключения сделок с недвижимостью, имеют социологические и психологические мотивы. При этом следует разграничивать стимулы, которые лежат в основе принятия решения об инвестировании, и стимулы, которые указывают на необходимость ликвидации инвестиций (выхода из инвестиционного проекта, продажу инвестиционного портфеля или отдельных активов и т.д.).

Недвижимость, в зависимости от потребительских качеств и общего полезного результата, рассматривается как потребительский товар и/или капитальный актив, удовлетворяет первичные (проживания, получение арендного дохода) и/или вторичные (выражение социального статуса) потребности.

Таблица 2

Группировка субъектов экономической деятельности на рынке недвижимости*

| Субъект рынка недвижимости | Функция | Поведенческая модель |
|---|---|---|
| 1. Арендатор (съемщик) | Чистый потребитель. Иногда (неимущественный) выбор для пользователей возникает из экономических соображений | Потребительская |
| 2. Пользователь-владелец | Пользуется недвижимостью, на которую имеет право собственности | Инвестиционно-потребительская (зависит от мотивации и экономической ситуации) |
| 3. Собственники небольших инвестиционных активов недвижимости | Недвижимость покупается для (i) получения дохода, (ii) защиты сбережений от инфляционного воздействия, (iii) по специфическим экономическим причинам (дом для детей, доходы в пенсионном возрасте и т.д.) | Преобладает инвестиционная |
| 4. Компании недвижимости | Главная цель - получение дохода от сдачи имущества в аренду | Инвестиционная |
| 5. Фонды недвижимости | Главная цель - получение дохода от портфеля, включающего недвижимость, права на недвижимое имущество, эмиссионные и не эмиссионные финансовые инструменты и активы | Инвестиционная |

* - разработано с использованием [16]

Наименее уязвимым с точки зрения движения цен недвижимости является арендатор (съемщик), демонстрирующий потребительскую модель поведения, идущий за рынком и абсорбирующий эффекты, которые предоставляет DD. Для других субъектов рынка недвижимости поведенческие особенности и демонстрируемые стратегии абсорбируют и сочетают системные ошибки. Стимулы, принимаемые во внимание субъектами рынка недвижимости, различаются по группам инвесторов. Ниже рассмотрим основные системные ошибки, которые лежат в основе принимаемых решений.

Решения о вхождении в проект, инвестировании средств, привлечении собственных и заемных источников финансирования связаны с субъективными оценками. Предпотребительское поведение влияет на выбор инвестиционной стратегии (в случае ипотечного кредитования), выражается в оценке собственной потребности (улучшение жилищных условий), осведомленности о рисках, твердости намерений, формировании собственного прогноза в отношении ожидаемых результатов [1]. Поведение инвесторов на рынке недвижимости противоречит стандартным экономическим законам: повышение цен стимулирует приток большего количества покупателей, которые опасаются еще большего роста (даже при низких темпах инфляции) [10], следование «стадному инстинкту» сужает видение возможности изменения тренда [8]. Многие инвесторы считают, что рост цен в

прошлом определяет продолжение увеличения цен в будущем, и, наоборот, их суждения меняют знак с падением цен. В основе таких решений лежат:

- излишняя самоуверенность (overconfidence);
- (ошибочный) ретроспективный детерминизм (hindsight bias);
- стереотипизация, представленность (representativeness) и (iv) (информационная доступность (retrievability)).

Решения, связанные с ликвидацией инвестиций, во многом основываются на указанных выше субъективных оценках, но интерпретируемых инвесторами с противоположной точки зрения. Так стереотипизация предполагает, что инвесторы видят инвестиции с недавним повышением цен, как предиктор более долгосрочных успешных инвестиций, и, наоборот, с ценой падает. [17] Удержание инвестиций (и связанных с ними потенциальных и/или фактических убытков) часто диктуется:

- традиционностью (консерватизмом) взглядов (conservatism);
- суженным представлением (narrow framing), сосредоточенном на деталях инвестиционного проекта (объекта инвестирования), а не целостной картине;
- доступности (retrievability) информации о недавних ценах и стоимости актива;
- неприятие неопределенности (ambiguity-aversion) в отношении поиска в дальнейшем объектов инвестирования;
- возросшая эрудиция (increased knowledge) выражающаяся в невозможности сопоставления рисков доходов и рисков убытков;
- фамильярность смешения (familiarity bias) проявляющаяся в предпочтении знакомых (в недалеком прошлом) результатов.

Поведенческие драйверы инвестиционных решений тесно связаны с социальным влиянием (social influence), эмоциями и настроениями (emotion and mood). Социальное влияние является самым сильным драйвером принятия решений, когда неопределенность возрастает, а индивидуум ощущает низкую уверенность в себе. Иначе говоря, социализированные домохозяйства получают информацию от социума, с которым они контактируют, и формируют свои инвестиционные решения в соответствии со сложившимися в этом социуме предпочтениями. Влияние эмоций возрастает, как справедливо указывает Редхед [17], по мере усложнения и роста неопределенности: эмоциональный подъем и оптимизм (вызванный положительным информационным фоном): позитивное настроение стимулирует субъектов совершать рискованные инвестиции, делает их более доверчивыми, внушает чувство уверенности в получении высокой доходности при низких рисках. По мнению Мирошниковой О.А. [3], формирование позитивного настроения среди потенциальных инвесторов достигается через «подсвечивание» стилизованных (и положительных) фактов рынка недвижимости в аналитических статьях, интервью (официальных и заинтересованных лиц) и телевизионных программах. В практической плоскости это приводит к покупкам на пике и продажам на дне цен, влечет неизбежные убытки и обналичивание инвестиций.

Исследовав динамику цен и драйверы инвестиционных решений на рынке недвижимости, было установлено, что они:

- формируются под воздействием диспропорций сырьевой экономики и ошибочных воззрений субъектов рынка недвижимости;
- демонстрируют высокую изменчивость и амплитуды на протяжении цикла;
- генерируют риски инвестирования и финансирования недвижимости.

Возможные решения указанных проблем лежат в плоскости развития интеллектуально конкурентной экономики и формирования неискаженных представлений об эффективности торгуемого и неторгуемого секторов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аймалетдинов Т.А. Представления россиян об ипотеке как о способе улучшить жилищные условия // Мониторинг общественного мнения: экономические и социальные перемены. 2013. №3 (115).
2. Бельских И.Е. Кризис региональной экономики 2015-2017 гг. в России: поиск альтернатив развития // Региональная экономика: теория и практика. 2014. №26. С. 2-9.
3. Мирошникова О.А. Анализ факторов, влияющих на цикличность рынка недвижимого имущества // Интерэкспо Гео-Сибирь. 2014. Т. 3. №1.
4. Овсянникова Т.Ю. Ценовая динамика на рынке жилой недвижимости как отражение глобальной финансовой нестабильности // В сборнике: Инвестиции, строительство и недвижимость как материальный базис модернизации и инновационного развития экономики: Материалы Пятой Всероссийской научно-практической конференции с международным участием, 10–13 марта 2015 г / Томский государственный архитектурно-строительный университет. Томск: Издательство Томского государственного архитектурно-строительного университета, 2015. С. 11-23.
5. Полховская Т.Ю. Особенности влияния политики финансирования на формирование пузырей рынка недвижимости // Известия Ростовского государственного строительного университета. 2010. Т. 1. №14 (14). С. 179-184.
6. Полховская Т.Ю. Финансирование недвижимости: теория и проблемы институализации. Ростов-на-Дону: Рост. гос. строит. ун-т, 2013. 137 с.
7. Полховская Т.Ю., Шевченко А.А. Инвестирование и финансирование недвижимости: учебное пособие. Ростов-на-Дону: Рост. гос. строит. ун-т: Полховская Т.Ю., 2014. 133 с.
8. Роменский А.В. Теоретические основы исследования цикличности финансирования недвижимости // Финансовые исследования. 2011. Т. 3. №1-1. С. 31-42.
9. Стерник Г.М., Евстафьев А.И., Перетрухин А.О. Развитие национальных рынков недвижимости в условиях экспансии иностранного капитала // Урбанистика и рынок недвижимости. 2014. №2. С. 6-22.
10. Шанюкевич И.В. О циклическом развитии рынка жилой недвижимости в Беларуси // Жилищная экономика. 2011. №3-4 (11-12). С. 54-67.
11. Шевченко А.А. Управление рисками финансирования инвестиционно-строительной деятельности // Финансовые исследования. 2011. №3 (32). С. 112–119.
12. Яськова Н.Ю. Развитие недвижимости в условиях кризиса // Известия Байкальского государственного университета. 2015. Т. 25. №3. С. 443-449.
13. Cesa-Bianchi A., Cespedes L.F., Rebucci A. Global Liquidity, House Prices, and the Macroeconomy: Evidence from Advanced and Emerging Economies // Journal of Money, Credit and Banking. 2015. Vol. 47. No. S1. Pp. 301-335.
14. Dokko Y. et al. Real estate income and value cycles: A model of market dynamics // Journal of real estate research. 1999. Vol. 18. No. 1. Pp. 69-95.
15. Hernández-Murillo R., Owyang M., Rubio M. Clustered housing cycles // FRB of St. Louis. 2013. Working Paper No. 2013-021B.
16. Manganello B. et al. Real Estate Investing. Springer, 2015.
17. Redhead K. Personal finance and investments: a behavioural finance perspective. Routledge, 2008.

Polkhovskaya Tatiana Yur'evna
Southern federal university, Russia, Rostov-on-Don
E-mail: tpolkhovskaya@gmail.com

Real estate market cycles, prices and investment decisions

Abstract. Investment decisions of real estate market participants are affected by factors of macroeconomic level (exchange control) and comprehensive system errors. This article demonstrates the effectiveness lack of sterilization policy of the monetary authorities (Russian Federation and Norway) in the context of Dutch disease phenomenon. The author has found that real estate market prices volatility and cyclical nature is not sensitive to sterilization through the mechanism of withdrawal of excess revenues from the oil and gas sale. As shown in the article, the evolution and recurrence of real estate cycles in exporting countries for 16 years are generated by commodity markets. This leads to indirect de-industrialization and inhibition of industrial production, rise in prices and business activity in the non-tradable sectors (construction) and markets (real estate). The inflow of foreign currency and the appreciation of national currency, low efficiency of the sterilization mechanism lead to distorted investment decisions of real estate market participants. The combination of cognitive errors degrades the investment decisions quality, both of the household and corporations and real estate funds. Real estate market prices and investment decisions are influenced by commodity economy imbalances and erroneous views of real estate market agents, which are reflected in the frequency and amplitude of recurrent cycles.

Keywords: non-tradable sector; Dutch disease; indirect-deindustrialization; real estate cycles; local real estate markets; trade balance; real estate market agents; real estate investment; cognitive errors