

В.С. Панфилов, А.С. Стуков, А.Г. Шураков



### АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ И ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА<sup>1</sup>

*В статье анализируется состояние финансового сектора и влияние ряда денежно-финансовых и экономико-политических факторов на экономическое развитие в ближайшей перспективе. Особое внимание уделяется анализу проблемных узлов банковского сектора, фондового рынка и текущего состояния и перспектив рынка недвижимости.*

В реформенный период на состояние и перспективы финансового сектора оказывают влияние следующие факторы:

– формирование российской финансовой системы как мультивалютной, т.е. значительная часть денежных расчетов и преобладающая часть накоплений номинируются и осуществляются в конвертируемой иностранной валюте (прежде всего в долларах США);

– вывод с российского рынка значительной части накоплений (около 4% ВВП), обескровливающий ресурсы для внутренних инвестиций;

– крайне низкий уровень доверия между субъектами экономического процесса: население не доверяет бизнесу и банкам, бизнес-сообщества друг другу и банкам, сохраняется недоверие к государству. Общественная легитимность собственности, особенно крупной, также чрезвычайно низка, что стимулирует разного рода неэкономические переделы собственности;

– значимые доходы, получаемые нелегальным с точки зрения налогового законодательства путем (приблизительно 25% общего уровня доходов), концентрируемые наиболее экономически активными группами населения;

– ментальность подавляющей части населения России, которая в настоящее время не соответствует интересам крупных институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний), не задумывающихся о «финансовом» будущем. Такая ментальность во многом обусловлена потерей целыми поколениями финансовых накоплений.

Качественное изменение динамики экономического развития, возникшее на фоне преодоления кризиса 1998 г., обусловлено комплексом макро- и микроэкономических факторов, имеющих разную продолжительность и силу воздействия.

К важнейшим макроэкономическим факторам следует отнести резкое ослабление долгового бремени реального сектора, рост конкурентоспособности отечественных товаров на внутреннем рынке в результате сильного обесценения рубля, рост привлекательности вложений в товарные активы, наличие значительных валютных сбережений населения, позволивших сохранить на приемлемом уровне внутренний потребительский спрос, наконец, радикальное улучшение финансового состояния ориентированных на экспорт предприятий как следствие эффекта девальвации.

---

<sup>1</sup> Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект № 04-02-00152а). В следующем номере журнала будет опубликована статья «Инновационный тип экономического развития: возможности и ограничения финансирования».

Среди микроэкономических факторов первостепенными можно считать: наличие рабочих не задействованных производственных мощностей на предприятиях практически всех отраслей промышленности; отсутствие жестких ограничений на доступ к топливно-энергетическим ресурсам; возникновение платежеспособного спроса, не зависящего от повышения качества продукции и маркетинга; облегчение долгового бремени предприятий перед бюджетом и другими рублевыми кредиторами.

Реализация потенциала восстановительного экономического роста происходила в условиях (прямого и косвенного) воздействия экономической политики и реально складывающихся внешнеэкономических условий.

Политику государства 1999-2003 гг. по степени воздействия на динамику экономического развития можно оценить как *laissez faire*, т. е. политику, которая не предусматривала активных действий, а лишь заботилась о сохранении статус-кво. В этот период имела место политика занижения бюджетных планов по доходам и жесткости в отношении бюджетных расходов. Денежная политика вела к повышению монетизации экономики по мере реализации возможностей пополнения валютных резервов и к повышению реального обменного курса рубля.

Налоговая и таможенная система подверглась в основном косметическому реформированию. Исключениями, которые, однако, не меняют общей картины, явились введение единого налога на вмененный доход, экспортных пошлин на нефть, газ и нефтепродукты, единого социального налога и плоской шкалы по подоходному налогу. Другие важнейшие элементы экономической политики – реформа жилищно-коммунального хозяйства, пенсионная реформа, реструктуризация банковской системы и внедрение современных платежно-расчетных систем – еще не вышли из стадии обсуждения и не могли значимо повлиять на сложившуюся динамику экономического развития.

Таким образом, в целом экономическая политика не препятствовала реализации потенциала восстановительного экономического роста. В то же время она оказалась неспособной сыграть роль катализатора, перенося проблему создания условий для устойчивого и долговременного экономического роста на будущее (рис. 1).

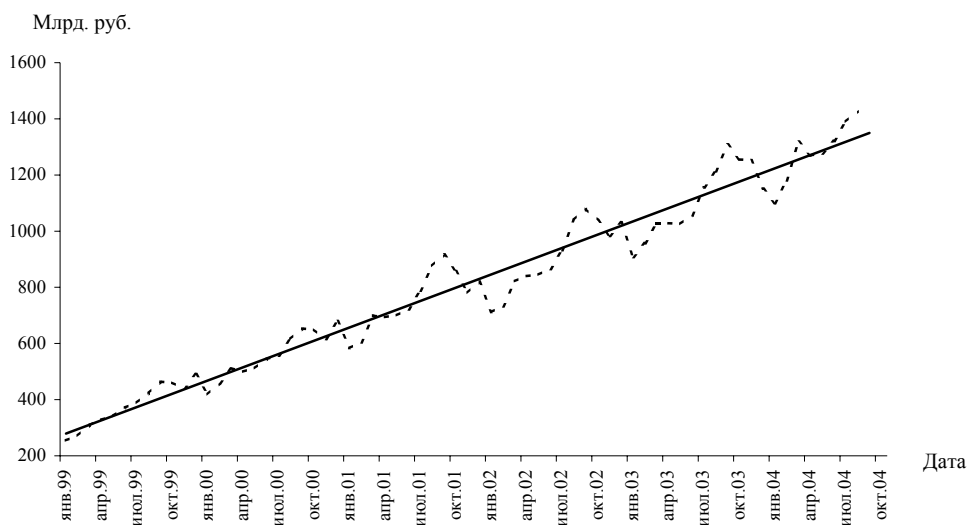


Рис. 1. Динамика ВВП по данным Минфина России:

----- динамика ВВП; ——— линейный тренд ( $R^2 = 0,9625$ )

Более того, начиная с 2000 г. федеральный бюджет приобрел функции, по сути, второго центрального банка в вопросах регулирования (ограничения) денежного предложения. В рамках годового исполнения бюджета Минфин России накапливает значительные денежные ресурсы, превышающие утвержденный профицит бюджета (частично абсорбируя, таким образом, эмиссию Банка России), т.е. сверхплановые доходы, недофинансированные расходы и «свободные» средства бюджетных организаций используются как инструмент денежной политики (рис. 2). Заметим также, что сходную роль выполняют и остатки средств на счетах Пенсионного фонда. Избыточное накопление бюджетных остатков в течение года неизбежно приводит к их масштабному выбросу в конце года, что вызывает регулярный сезонный всплеск инфляции в декабре-январе. До 2004 г. такая политика носила полулегальный характер, с 2004 г. она легализовалась с созданием стабилизационного фонда и законодательно утвержденным механизмом его формирования и использования. Утвержденный механизм действительно способен несколько снизить зимний всплеск инфляции 2004-2005 гг. Однако для качественного изменения динамики необходимо решение фундаментальных проблем, которое продолжает откладываться на неопределенное время.

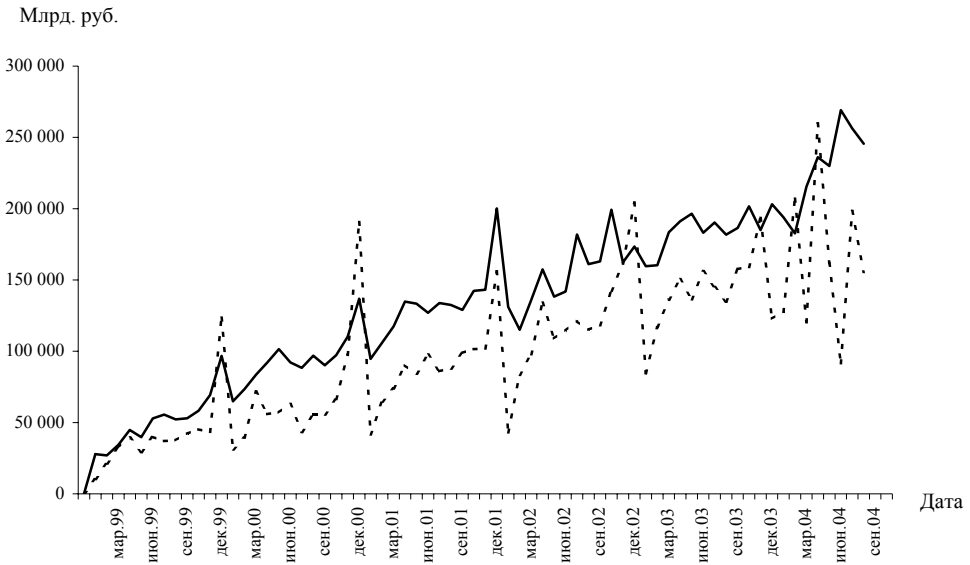


Рис. 2. Доходы (—) и расходы (----) федерального бюджета

В целом 2005 г. станет во многом определяющим для оценки эффективности финансово-экономической политики. Во-первых, практической реализации подлежит ряд важнейших реформ (жилищно-коммунальная, пенсионная, социальная, бюджетная). Во-вторых, в экономике предстоит преодолеть ряд трудных барьеров, прежде всего, изменение тенденции развития реального курса рубля (рис. 3), снижение инфляции (рис. 4) и номинальных процентных ставок, рост реальных процентных ставок без существенного ущерба для экономического роста (рис. 5, 6).

Реальный курс рубля в 2005 г. вплотную приблизится к уровню июля 1998 г. Динамика экономики в целом и внешнеторгового оборота в частности в этих условиях будет служить индикатором конкурентоспособности отечественных производителей и эффективности экономической политики последних лет.

Тенденция снижения темпов роста потребительских цен, отмечавшаяся в последнее время, достигла ежегодного 10-процентного барьера. Более жесткая денежно-кредитная политика, нацеленная на сокращение инфляции, приведет к повышению реальных ставок кредитования. Это повысит риск снижения темпов экономического роста, поскольку экономика с середины 2000 г. функционирует при реальной нулевой ставке кредита. Для банковской системы повышаются кредитный риск и реальная стоимость привлеченных средств, что ведет к уменьшению рентабельности. Поэтому 2005 г. станет показательным для оценки профессионализма и эффективности денежных властей.

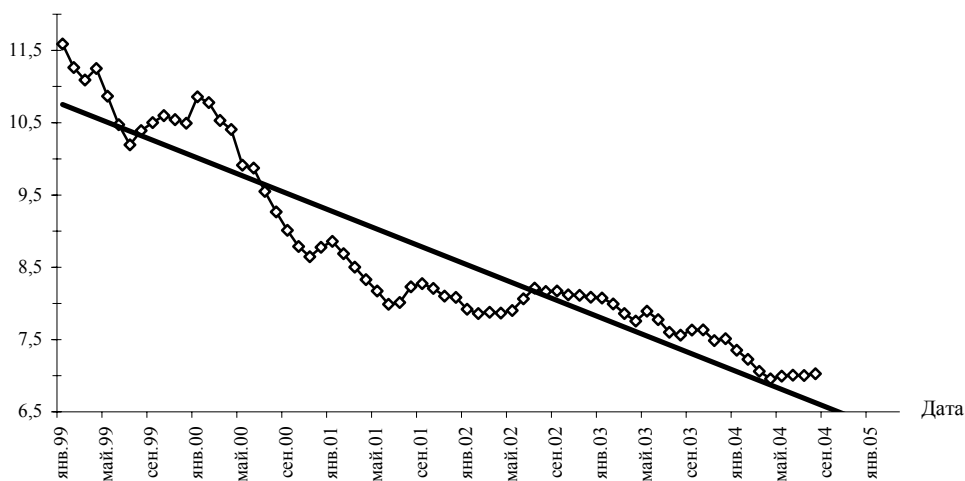


Рис. 3. Реальный курс рубля к корзине валют:

—◇— курс июля 1998 г.; ——— линейный тренд (R2 = 0,8702)

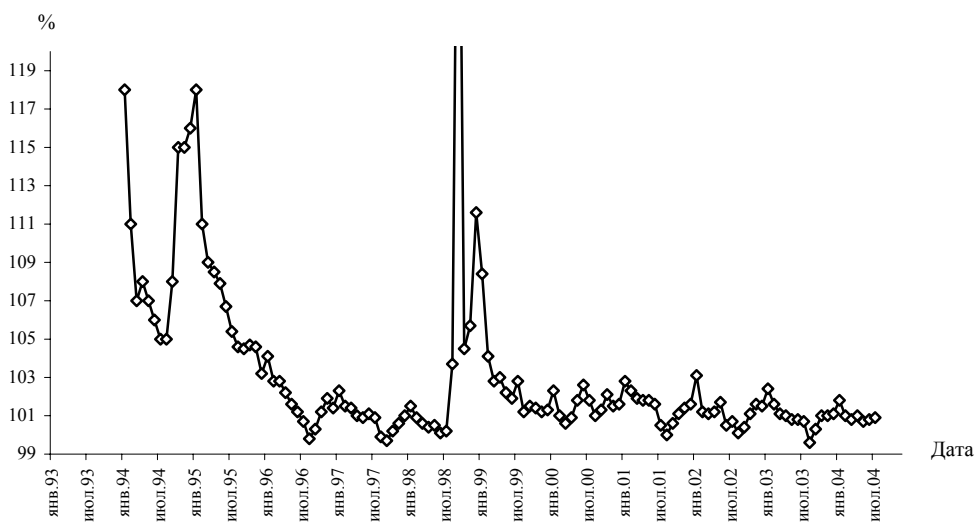


Рис. 4. Индекс потребительских цен

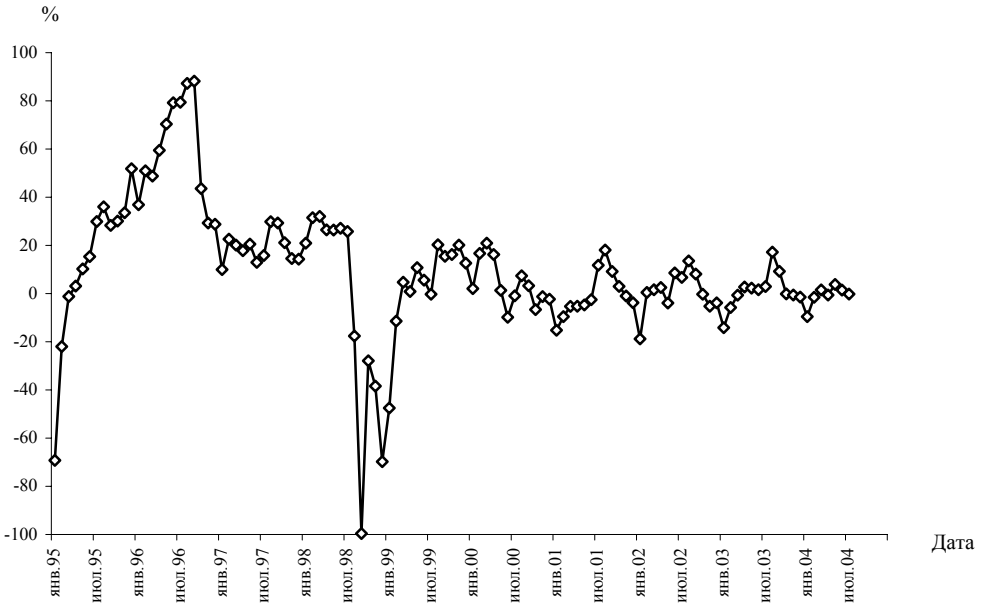


Рис. 5. Спрэд кредиты-инфляция

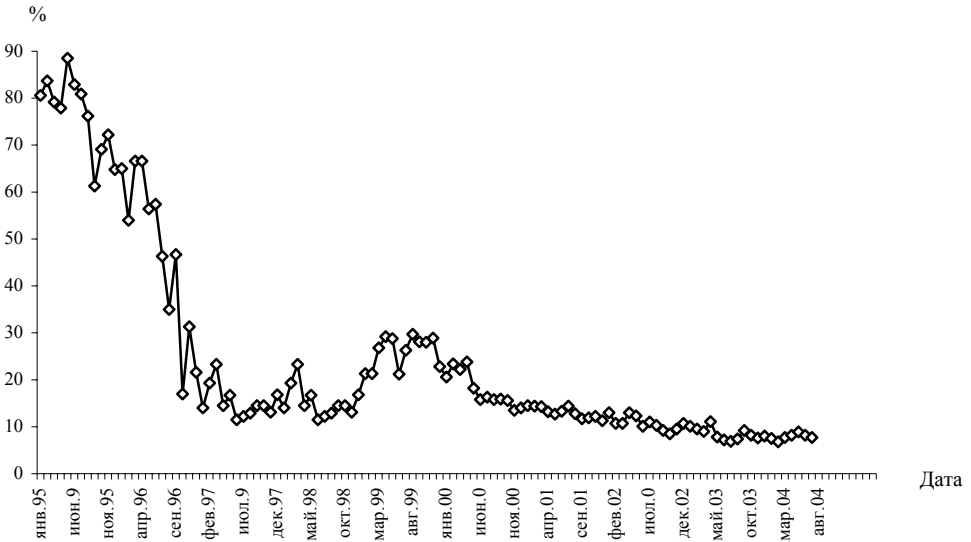


Рис. 6. Спрэд кредиты-депозиты

На 2003 г. пришелся пик платежей по внешнему долгу, который неизбежно негативно влияет на динамику экономического развития. Инерционный темп экономического роста при среднегодовой цене на нефть марки Urals в 23 долл./барр. оценивался нами на этот год в пределах 2,5-3,0%. Более высокие цены на энергоносители

В

2003 г. стали важным фактором ускорения темпов роста до 5% годовых [1, табл. 2.2]. Но фактические темпы экономического роста в 2003 г. достигли 7,3%.

Анализ показывает, что дополнительное ускорение темпов роста обусловлено специфической ситуацией в мировой экономике и – что наиболее важно для России – в сфере международных финансов.

С начала 2001 г. на мировых рынках происходит падение доходности финансовых инструментов, затронувшее денежный рынок, рынок облигаций и рынок акций. Темпы падения задали денежные власти США, пытаясь таким образом вывести экономику из фазы стагнации, грозившей перерасти в кризис. Кроме того, высокие темпы падения должны были смягчить обвал ранее сильно перегретого рынка акций. Восстановление американской экономики происходило далеко не по V-образной кривой, как представлялось оптимистам, а медленно и неоднозначно. В результате, ставки сохранялись на самом низком уровне в течение более чем 30-летнего периода. В еврозоне, хотя и менее интенсивно, происходил аналогичный процесс. В конечном счете это предопределило качественное изменение динамики мирового валютного рынка. Многолетний тренд укрепления доллара сменился противоположной тенденцией (рис. 7).

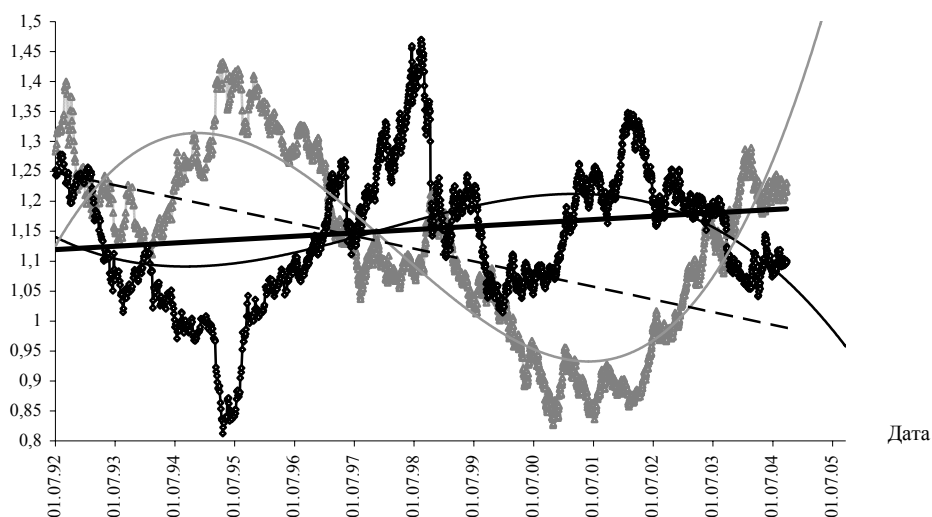


Рис. 7. Основные показатели динамики мирового валютного рынка:

- ▲— euro/usd;
- usd/yen;
- полиномиальный тренд (usd/yen);
- полиномиальный тренд (euro/usd);
- - - линейный тренд (euro/usd);
- линейный тренд (usd/yen)

Если сравнить рис. 7 с динамикой ставок LIBOR (рис. 8), то смена тенденций на валютном рынке совпадает с моментом, когда маржа между ставками в долларах и евро становится устойчиво положительной в пользу евро.

Такая ситуация кардинально повлияла на российский бизнес. Низкая доходность вложений в долларские активы (отрицательная, если измерять эту доходность в других ведущих мировых валютах) побудила российский бизнес искать пути сохранения стоимости своих вложений. Естественный путь в этом направлении состоял в сокращении доли долларовых активов и увеличении доли активов,

номинированных в иных валютах, в том числе в рублях. Зеркальное отражение этого подхода – увеличение доли долларовых обязательств. Таким путем воспользовались и нефинансовые предприятия, и банки (рис. 9, 10).

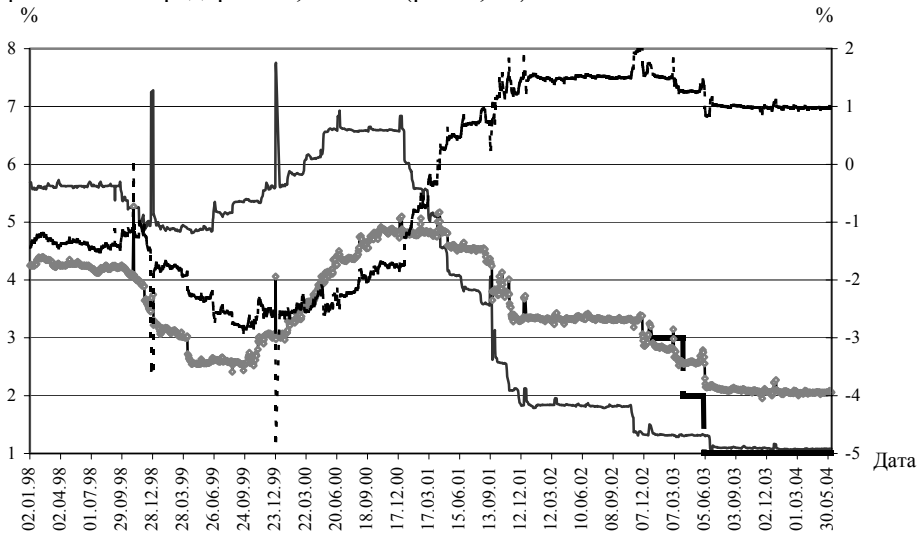


Рис. 8. Ставки межбанковского рынка в долларах и евро:

- LIBOR (долл, неделя);
- ◆— LIBOR (евро, неделя);
- ставка ЦБР (руб.);
- - - - маржа (евро-долл) (правая шкала)

Более оперативно прореагировали коммерческие банки, снизив к началу 2003 г. обеспеченность своих валютных пассивов с 80 до 50%. В свою очередь нефинансовые предприятия увеличили свою внешнюю задолженность с 2 до 5 млрд. долл. в квартал. Этот процесс не мог не сказаться на инвестиционном и отчасти потребительском спросе. По нашим оценкам, его вклад в увеличение темпов экономического роста в 2003 г. в России составил 2,5-3,0% годовых. Вместе с тем этот процесс создает дополнительные угрозы устойчивости экономического роста.



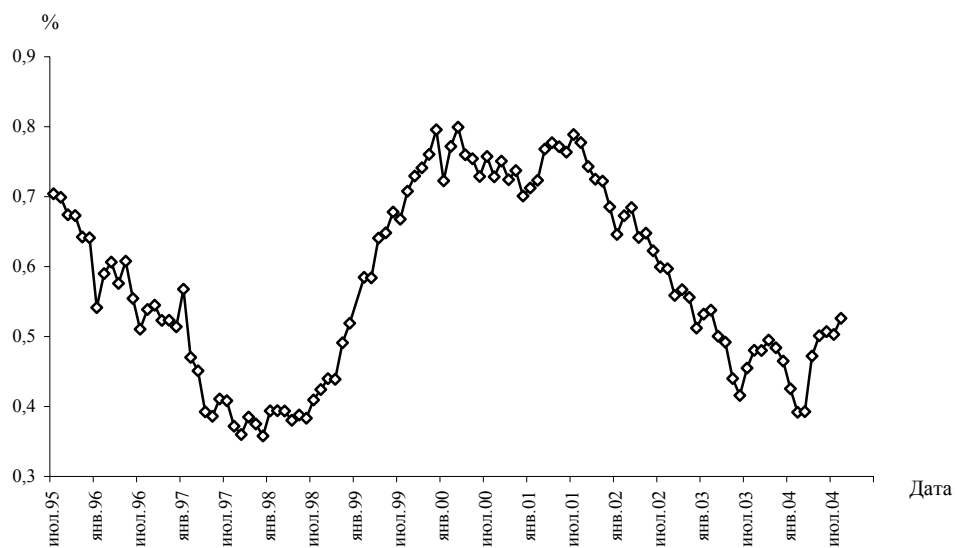


Рис. 9. Обеспеченность валютных пассивов коммерческих банков

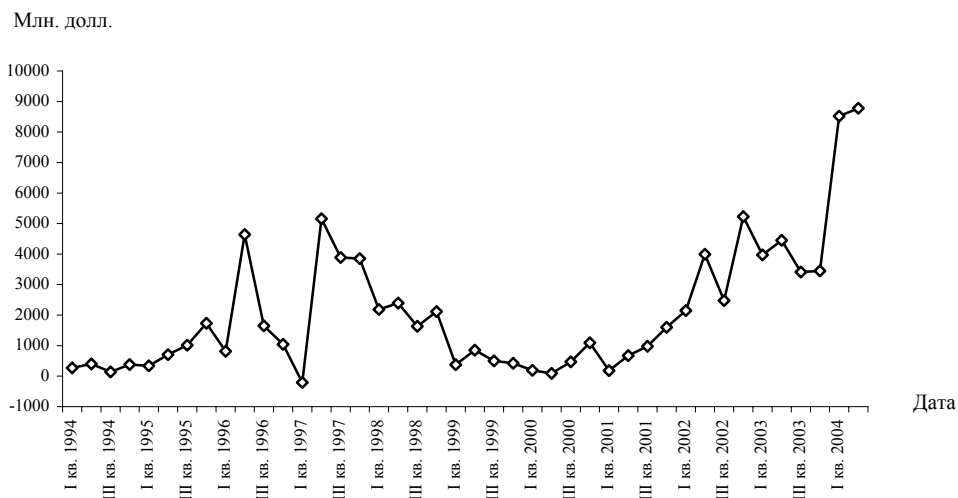


Рис. 10. Прирост внешних обязательств (долгов) нефинансовых предприятий

Начало роста процентных ставок на мировом рынке, прежде всего в США, поставит и российские коммерческие банки с их валютной структурой балансов, и нефинансовые компании с их внешней задолженностью в сложное положение. Внешний долг российских нефинансовых компаний, превысивший 40 млрд. долл., опасен не столько объемом, сколько потенциальным эффектом домино, т.е. потеря возможности рефинансироваться одной из крупных российских компаний будет означать снижение рейтингов остальных российских корпораций. В совокупности с возможным интенсивным ростом базовых процентных ставок это может чрезмерно увеличить долговое бремя и соответственно усилить свертывание инвестиционных программ российских компаний.

Для банковской системы риск состоит в том, что изменения на мировом рынке приведут к смене тенденции на внутреннем российском валютном рынке. Стабилизация курса доллара на мировом рынке, тем более его укрепление, повлечет и его номинальное укрепление по отношению к рублю. В этих условиях даже умеренная реструктуризация своих валютных портфелей нефинансовыми компаниями или населением может вызвать кризис в банках, наиболее активно вкладывающих доллары в обязательства в рублевые активы.

Банковская система России на фоне почти шестилетнего экономического роста интенсивно развивалась в количественном отношении (рис. 11, 12).

Особенно быстро развивался новый для российской банковской системы вид кредитования – потребительский кредит (рис. 13).

Казалось, что и на межбанковском рынке достигнута должная стабильность. С середины декабря 2003 до середины апреля 2004 г. ставки по однодневным кредитам практически не превышали 2% годовых (рис. 14).

Однако активная политика стерилизации избыточной ликвидности и агрессивная перестройка активов коммерческих банков на кредитование в противоположность вложениям в ликвидные ценные бумаги вызвала напряженность на межбанковском рынке (рис. 15). Предпринятые в этот момент ЦБ России действия по борьбе с легализацией теневых доходов (отзыв лицензии 13 мая 2004 г. у Содбизнесбанка, занимавшего 57-е место по капиталу и 104-е по активам, а также ряд заявлений высокопоставленных лиц) инициировали панику среди клиентуры коммерческих банков. От резкого роста ставок межбанковского рынка на фоне закрытия лимитов межбанковского кредита в первую очередь пострадали банки-нетто-дебиторы. Затем проблемы стали испытывать банки, у которых оказался недостаток ликвидных активов для покрытия утечек со счетов до востребования. Распространение паники на физических лиц – клиентов банков грозило перерасти в крупномасштабный кризис.

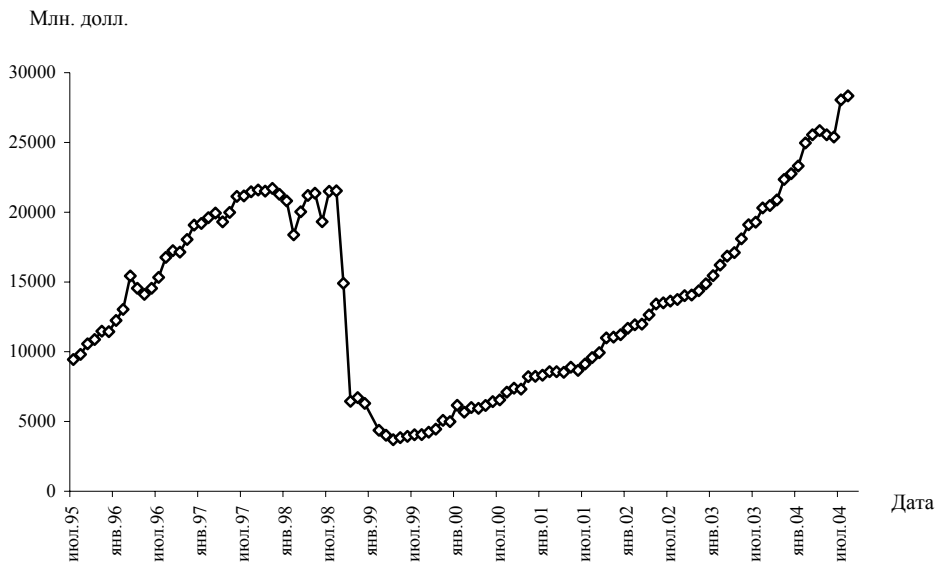


Рис. 11. Капитал российских коммерческих банков

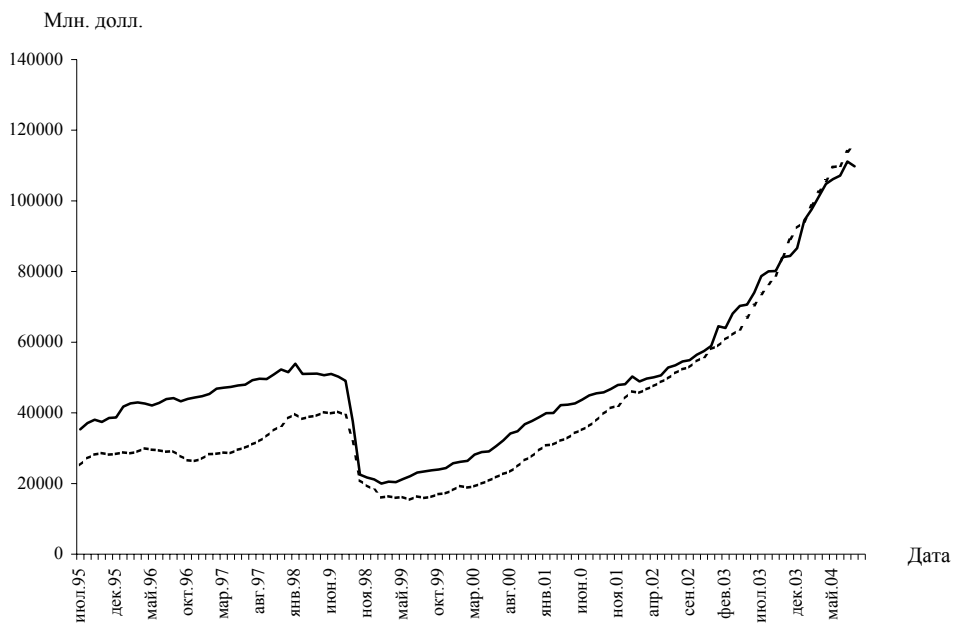


Рис. 12. Депозиты (—) и кредиты (-----) российских коммерческих банков

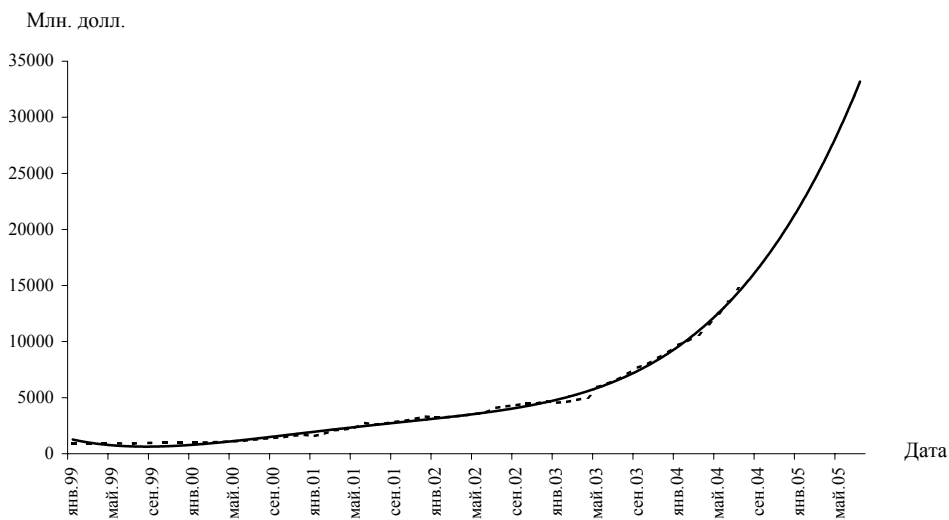
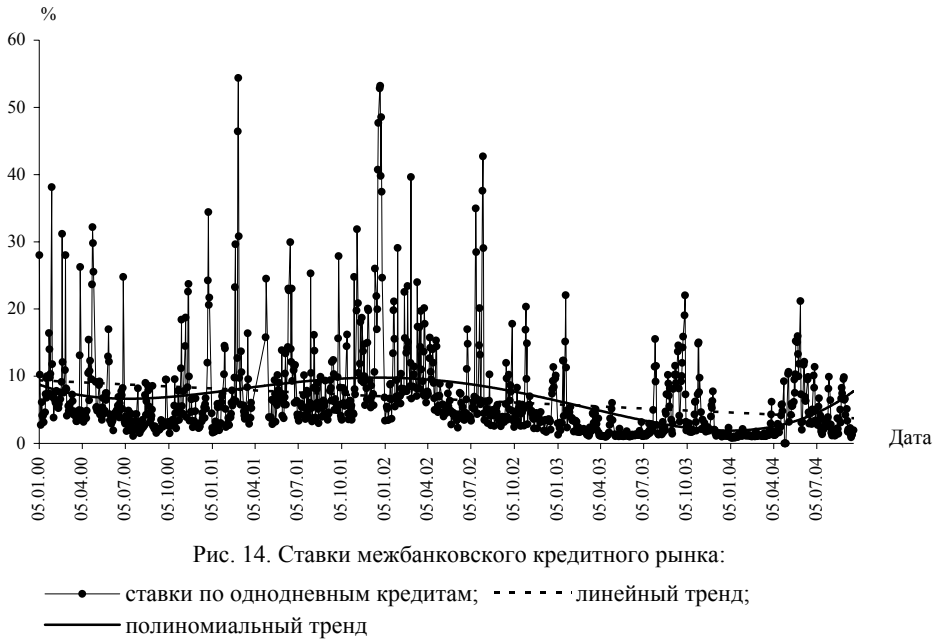


Рис. 13. Потребительский кредит в России:

----- потребительские кредиты; — полиномиальный тренд ( $R^2 = 0,9965$ )



Заметим, что все перечисленное происходило в условиях благоприятной макроэкономической ситуации, хороших агрегированных показателей банковской системы. Для нормализации ситуации пришлось предпринять достаточно масштабные и оперативные меры:

- внести поправки в Федеральный закон «О страховании депозитов физических лиц в банках Российской Федерации», которые, в частности, предусматривали полное возмещение для вкладов до 100 тыс. руб. даже в банках, не прошедших отбор в систему страхования депозитов;
- спасти от банкротства Гута-Банк. Банк России разместил на сумму 700 млн. долл. депозит во Внешторгбанке и одобрил приобретение Внешторгбанком Гута-Банка;
- снизить вдвое норматив (с 7 до 3,5%) обязательных резервов, упростить процедуры допуска коммерческих банков к ресурсам ЦБ.

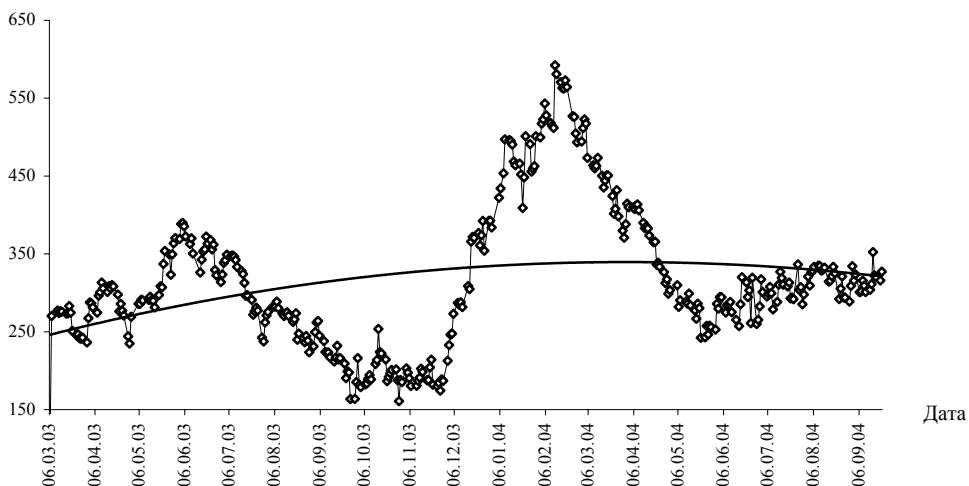


Рис. 15. Сумма корреспондентских счетов, депозитов и БМР:

- ◆— обязательства ЦБ перед коммерческими банками без обязательных резервов;
- полиномиальный тренд (обязательства ЦБ перед коммерческими банками без обязательных резервов)

События весны-лета 2004 г. еще раз подчеркнули высокий уровень накопленного общесистемного риска в экономике России. Осознание этого факта должно стать исходным в выборе времени и способов осуществления экономической и особенно денежно-кредитной политики. В противном случае пожарные меры повлекут за собой негативные последствия. В данном случае чрезмерно резкое снижение норматива обязательных резервов понизило надежность банковской системы в целом и сузило поле маневра для ЦБ России.

**Текущее состояние и перспективы развития фондового рынка.** В 2004 г. ситуация на рынке акций напоминала аналогичную середины 90-х годов, когда на динамику рынка оказывали сильное влияние политические новости, связанные, например, с перспективами победы на выборах президента России. И в 2004 г. политические новости, к которым можно отнести решения определенных органов власти относительно компании ЮКОС, оказывали большее влияние на рынок, чем фундаментальные показатели компаний.

Отнеся эти новости к разряду политических, мы имеем в виду отсутствие согласованности в действиях различных ведомств — сегодня одно что-то запрещает, завтра другое этот запрет отменяет, или президент несколько раз повторяет, что он не заинтересован в банкротстве компании, а ряд ведомств проводит политику, противоположную высказываниям гаранта конституции.

Несогласованность в стратегии власти относительно ЮКОСа, на наш взгляд, является не случайностью, а обдуманым шагом — конечный результат все равно будет достигнут (другой вопрос — какой именно и насколько «деликатно»), но при этом не стоит упускать возможность легко заработать. Владея инсайдерской информацией относительно заявлений чиновников и используя ее для торговли на рынке (что в США является уголовным преступлением), только за лето 2004 г. доходность может составить более 1000% годовых при минимальном уровне риска: реакция рынка на эти заявления легкопредсказуема, а сама торговля на инсайте сложнодоказуема. Можно было бы описать случаи, когда в результате заявлений чиновников акции российских компаний (не только ЮКОСа, а, например, Газпрома, Норильского никеля), росли или падали в течение дня на многие проценты. Однако для научного исследования важно зафиксировать факт, что до сих пор российский фондовый рынок более похож на казино, а не на важнейший экономический институт. Из этого вытекает и подход к оценке его перспектив, либо он становится инструментом перелива капитала и механизм финансирования развития, и его динамика определяется,

главным образом, фундаментальными факторами, либо его развитие замораживается вместе с перспективами российской экономики.

На фоне наиболее часто цитируемых количественных показателей рынка – динамики фондовых индексов, курсовой стоимости акций и капитализации рынка, особенно когда эти показатели испытывают сильный рост, качественное изменение рынка незаметно отходит на второй план. Безусловно, рост фондовых индексов способствует оптимистичному настрою инвесторов, капитал которых растет, а также оптимистичным отчетам организаций, ответственных за регулирование рынка, так как рост капитализации рынка позволяет рапортовать о том, что по темпам Россия опережает большинство фондовых рынков развитых и развивающихся стран. Но возникает вопрос, почему на протяжении многих лет список акций – голубых фишек практически не пополнялся, почему компании не используют эмиссию акций как один из вариантов привлечения инвестиций, почему не наблюдается широкой заинтересованности домохозяйств в инвестировании в фондовые активы и т. д.

На основе прогноза динамики индекса ММВБ, подготовленного нами в начале 2004 г. (см. [2]), можно подвести некоторые промежуточные итоги (рис. 16).

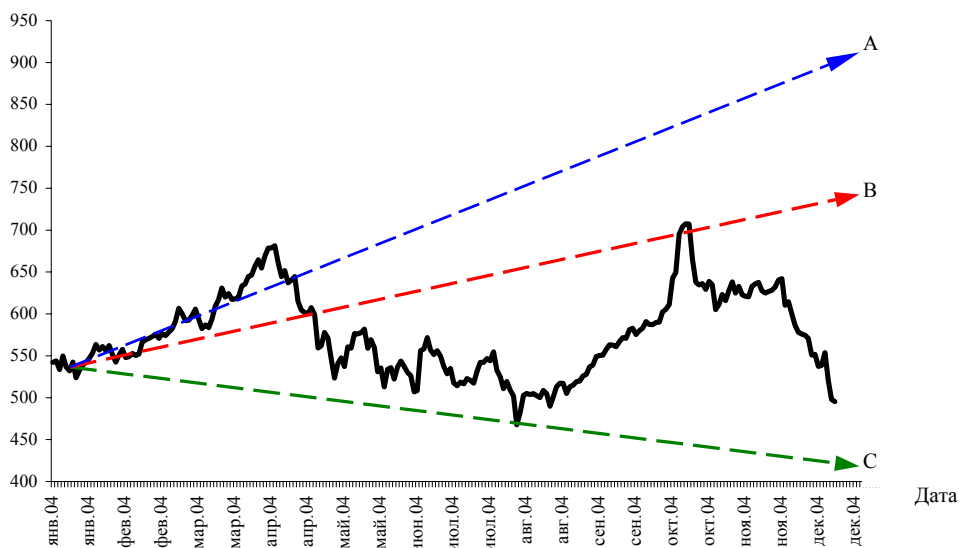


Рис. 16. Прогноз индекса ММВБ по сценариям:  
А – оптимистичный; В – базовый; С – пессимистичный

В прогнозе представлены три сценария развития ситуации: оптимистичный, пессимистичный и базовый. Прогнозные целевые уровни индекса ММВБ рассчитывались исходя из оценок справедливой стоимости акций российских компаний, входящих в данный индекс. При этом в качестве основных экзогенных параметров использовались:

- уровень цен на нефть в среднесрочной перспективе (до 2008 г.) – для нефтяных компаний;
- темпы роста тарифов на электро- и теплоэнергию относительно темпов роста инфляции – для энергетических компаний;
- уровень цен в среднесрочной перспективе (для ГМК Норильский никель).

Также предполагалась реализация определенных действий, а именно при оптимистичном сценарии – присвоение инвестиционного рейтинга России агентствами «Standard and Poog's» и «Fitch», при базовом – либерализация рынка акций Газпрома и продолжение реформирования электроэнергетики. Следует признать, что реализация данных событий отложена на неопределенное время.

Сопоставляя прогнозную и реальную динамики индекса, можно сделать вывод о том, что в I кв. 2004 г. реализовывался оптимистичный сценарий, во II кв. имел место переход к пессимистичному развитию событий (рис. 16). Такой переход был обусловлен ростом политических рисков, связанных с разворачиванием «дела ЮКОСа». В моделях не учитывалась вероятность роста политических рисков – если последовательность событий еще можно было спрогнозировать, то время их наступления – практически нельзя.

По сути, влияние роста политических рисков и по знаку и по силе сравнимо с падением цен на нефть, которое учтено при построении пессимистичного сценария, это подтверждает определенная согласованность реальной и прогнозной динамики индекса во II кв. 2004 г.

По некоторым причинам прогнозные оценки не пересматривались. Хотя с конца июля имеет место тенденция к переходу на базовый сценарий развития, последующая его реализация требует не только продолжения экономического роста в стране и поддержания высоких цен на энергоресурсы, но и завершения определенных событий, например «мягкое окончание дела ЮКОСа», либерализация рынка акций Газпрома и пр.

Продолжение пессимистичного сценария пролонгирует дальнейшее повышение политических рисков, а именно угрозы появления новых дел, аналогичных «делу ЮКОСа», в которых будут фигурировать другие компании, использовавшие различные схемы «минимизации налогов». Кроме того, учитывая, «избирательный подход властей» в этом вопросе, прогнозировать, когда и какие именно компании могут подвергнуться подобным расследованиям, достаточно трудно, так как это выходит за рамки фундаментального анализа.

*«Проблемные узлы» российского фондового рынка.* Их можно разделить на следующие три основные группы: «качественные» недостатки, связанные с высокой рыночной концентрацией, «отраслевой» перекос в структуре фондового рынка, «пассивная роль» основных групп инвесторов.

Российский рынок акций характеризуется высокой рыночной концентрацией как по объему торгов (рис. 17), так и по капитализации (рис. 18): на 5% акций приходится около 80% суммарной капитализации и около 96% суммарного объема торгов. В принципе, и среди развитых рынков можно выделить такие, у которых 5% акций аккумулируют в себе сравнимые значения капитализации и торгового оборота, например, фондовый рынок Великобритании, Испании и т. д. Но принципиальное отличие российского фондового рынка от вышеуказанных заключается в том, что 5% компаний в России (по количеству) – это 10 компаний, 5% компаний за рубежом – 120-160 компаний.

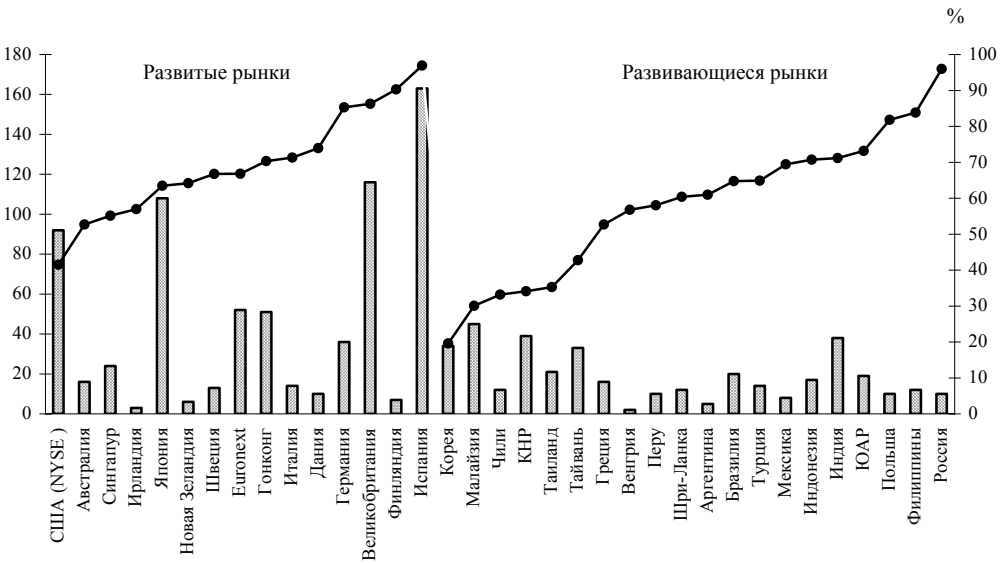


Рис. 17. Рыночная концентрация по объему торгов (2003 г.):

■ количество компаний, входящих в 5% (левая шкала);  
 ● доля 5% наиболее ликвидных акций в общем объеме торгов

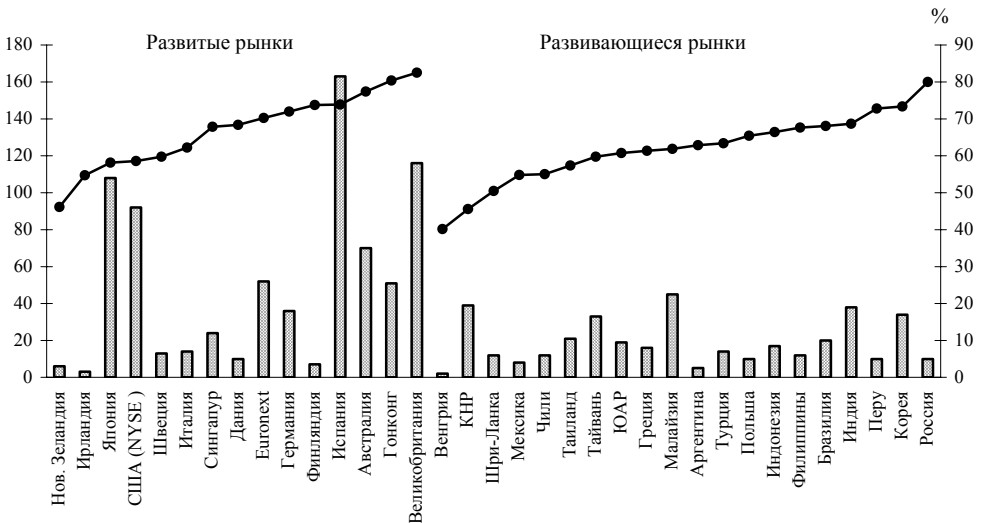


Рис. 18. Рыночная концентрация по капитализации (2003 г.):

■ количество компаний, входящих в 5% (левая шкала);  
 ● доля 5% наиболее капитализированных компаний в суммарной капитализации рынка

К основным недостаткам избыточной рыночной концентрации относятся следующие.

Акции, которые не входят в «заветные» 5%, имеют крайне низкую степень ликвидности. В большинстве своем они недооценены (имеют значительный потенциал роста до фундаментальной стоимости). Но низкая ликвидность не



позволяет таким консервативным группам инвесторов, как пенсионные фонды, страховые компании, паевые инвестиционные фонды, использовать данные ценные бумаги как объект для инвестиций.

*Высокая рыночная концентрация* означает ограниченное количество акций, пригодных для инвестирования. А именно, если динамику голубых фишек еще можно прогнозировать с помощью фундаментального анализа, то для акций второго и третьего эшелонов первостепенное значение имеет знание внутренней информации. Рост курса низколиквидных акций обычно происходит не на фоне улучшения фундаментальных показателей компании, а на фоне слухов, касающихся, например, информации о скупке акций стратегическим инвестором. Безусловно, и в случае голубых фишек, если у участников рынка есть некоторая уверенность в том, что акциями какой-либо компании интересуется стратегический инвестор, цены «взлетят» (как акции Сургутнефтегаза в апреле 2003 г., акции Мосэнерго в августе 2004 г.). Однако дальнейшая динамика голубых фишек, подтвердится информация или нет, будет определяться в основном фундаментальными показателями. В случае же низколиквидных акций дальнейшая торговля данными инструментами может отсутствовать.

Номинально российский рынок акций представлен достаточным количеством компаний, акции которых включены в списки фондовых бирж. Но только номинально, потому что, как говорилось выше, из-за высокой рыночной концентрации большинство бумаг является «статистами», по которым в течение года заключается очень ограниченное количество сделок. Более того, в последние три года наметилась тенденция уменьшения количества компаний, по акциям которых заключались сделки (т.е. и количество «статистов» уменьшается). По сути, в 2004 г. рынок достиг своего максимума – «в высоту», в то время как в «ширину», т.е. по количеству компаний, по которым заключались сделки, максимум достигнут еще в 2002 г. (рис. 19).

Количество компаний

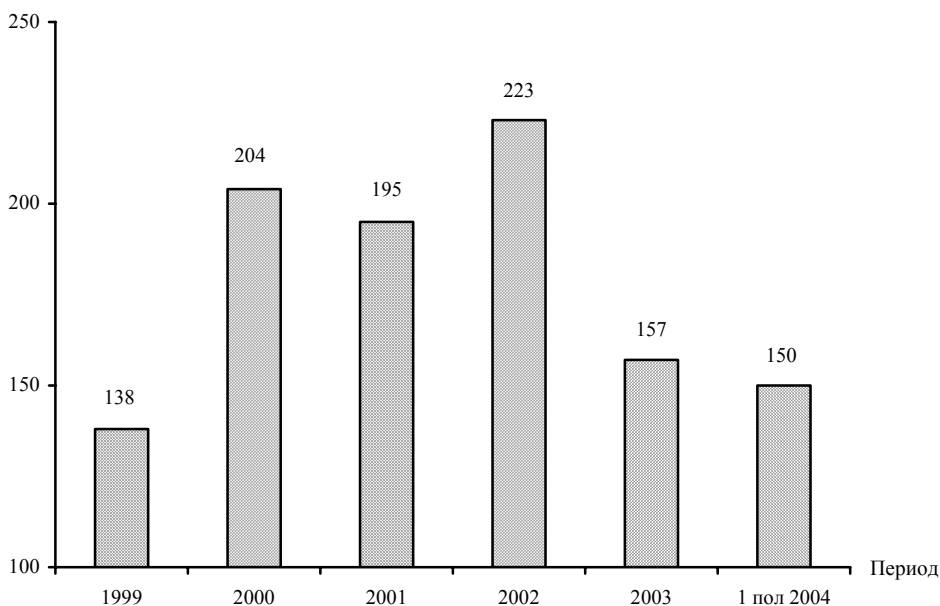


Рис. 19. Количество российских эмитентов, по акциям которых заключались сделки на внутреннем рынке (РТС (классический рынок, биржевой рынок) + ММВБ )

Другой «качественный недостаток» – снижение доли акций в свободном обращении, что приводит к увеличению возможностей манипулирования рынком и сокращению числа потенциальных инвесторов. Влияние данного недостатка могло быть элиминировано с приходом на рынок новых компаний, акции которых были бы привлекательными для инвесторов, но этого в последние годы практически не происходило.

Еще одна негативная тенденция заключается в том, что рынок акций российских эмитентов постепенно уходит за рубеж (рис. 20). То же относится и к долговым инструментам – объем эмиссий еврооблигаций превышает объем рыночных займов, размещенных внутри страны.

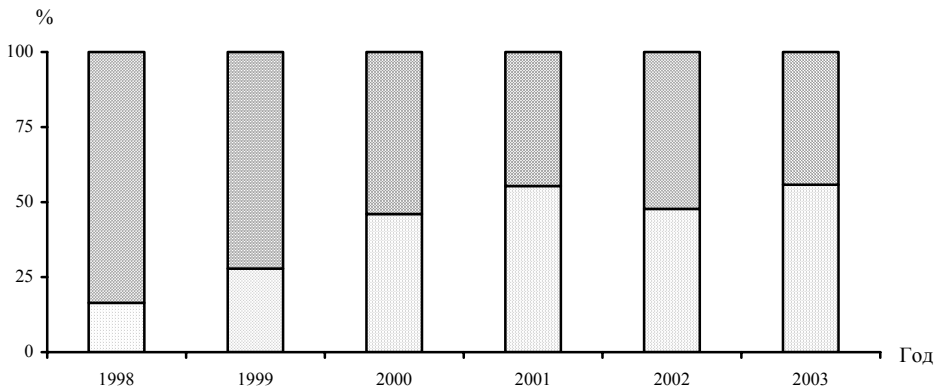


Рис. 20. Распределение биржевого оборота российских акций:

□ российские биржи; ■ иностранные биржи

В принципе, уход торговой активности с развивающихся рынков на развитые имеет немало примеров в мировой практике. Тем не менее игнорирование российскими компаниями национальных фондовых бирж как места размещения своих эмиссий в дальнейшем может способствовать тому, что основные группы инвесторов, с целью диверсификации портфелей, будут «уводить» свои капиталы на зарубежные фондовые рынки.

«Качественные» недостатки фондового рынка в определенной мере обусловлены наличием «отраслевого» перекоса в структуре компаний-эмитентов ценных бумаг, торгующихся на рынке акций (рис. 21а). С некоторым допущением отраслевую структуру эмитентов ценных бумаг можно рассматривать как отражение структуры всей экономики, точнее, той ее части, которая относится не к государственному, а частному сектору<sup>2</sup>.

В настоящее время доминирующими отраслями на российском фондовом рынке являются топливно-энергетический комплекс и базовые отрасли экономики<sup>3</sup>.

Интересен тот факт, что структура американского фондового рынка «зеркально противоположна» структуре российского рынка (рис. 21б). Так, если на

<sup>2</sup> По некоторым оценкам, на долю американских компаний, акции которых торгуются на бирже, приходится около 50% всей производимой продукции и оказываемых услуг.

<sup>3</sup> При этом следует отметить, что доля телекоммуникаций сопоставима с долей электроэнергетических компаний.

## Анализ текущего состояния и перспектив развития финансового сектора

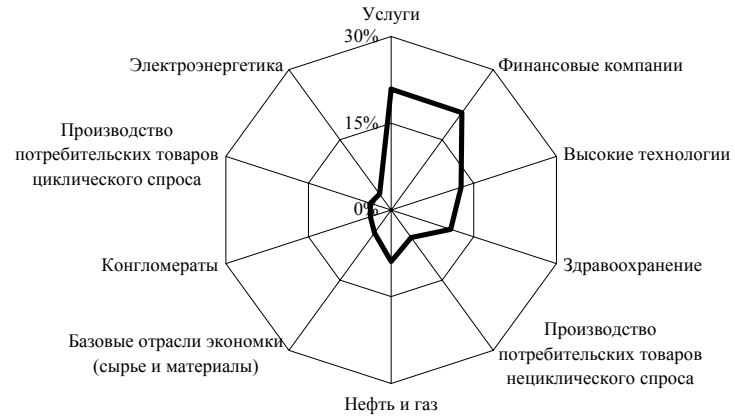
---

российском рынке на ТЭК и базовые отрасли экономики приходится около 83% капитализации рынка и 17% на все остальные отрасли, то на американском рынке, наоборот, соответственно 17 и 83%.

рис. 21



(а)



(б)

Рис. 21. Отраслевая структура фондового рынка России (а) и США (б)

Преобладание ТЭК и базовых отраслей промышленности ведет к тому, что рынок изначально воспринимается инвесторами как рынок «сырьевых активов», поэтому ухудшение конъюнктуры рынков энергоресурсов негативно сказывается на акциях не только нефтяных компаний, но и всего рынка акций. Тем самым рынок позиционируется как волатильный, изменчивость которого является «производной» волатильности рынка энергоресурсов (который по своей природе очень нестабилен). Соответственно вложения в российские акции, даже при условии снижения общерыночного риска, высокорискованны. Как следствие этого доля направляемых на рынок акций в активах основных групп инвесторов – институциональных инвесторов и домохозяйств – незначительна.

Основной фактор изменения отраслевой структуры – появление новых перспективных компаний, рост их доли как в суммарной капитализации рынка, так и в объеме торгов, и уход с рынка тех компаний, которые по определенным причинам перестали быть «интересны инвесторам», либо поменяли форму собственности. Естественно, что при любом типе роста изменение «отраслевой структуры» будет иметь место, но качественно разного характера. Для анализа необходимо выделить два типа компаний, которые потенциально могут выйти на фондовый рынок.

Первый тип представляют компании, которые уже объявили о своем намерении выйти на рынок в ближайшие 2-3 года и предпринимают определенные шаги, чтобы наиболее эффективно разместить свои эмиссии, о чем, в частности, свидетельствует бурный рост внутреннего рынка корпоративных обязательств. Это компании тех отраслей, которые в настоящее время доминируют на рынке корпоративных облигаций, а именно пищевая отрасль, строительство, торговля и т. д., нацеленные, как правило, на внутренний рынок. Поэтому, увеличив свою долю на внутреннем рынке, в дальнейшем они будут расти темпом роста самого рынка данной продукции, перспективы которого, при реализации инерционного сценария, зависят от функционирования ТЭК: в случае ухудшения конъюнктуры рынка энергоресурсов и замедления инерционного фактора развития рост таких отраслей сам по себе становится проблематичным.

Во вторую группу входят компании тех отраслей, которые потенциально могут стать новыми точками роста – высокие технологии, отдельные виды машиностроения и производства потребительских товаров. В зависимости от того, смогут ли они привлечь на достаточно выгодных условиях долгосрочные инвестиции, зависит сам факт реализации такой стратегии. Но чтобы эти компании могли успешно выйти на рынок, причем с целью привлечения именно инвестиций под конкретные проекты, необходима помощь государства, маловероятная при реализации инерционного варианта.

***Текущее состояние и перспективы развития российского рынка недвижимости.*** Специфика развития российской экономики в переходный период наложила отпечаток и на развитие российского рынка недвижимости. В послевоенные годы в Советском Союзе шло массовое строительство жилья, финансирование которого происходило за счет бюджета государственных предприятий. С переходом к рыночной экономике советская система финансирования строительства жилья перестала действовать, между тем условия для формирования рыночной системы финансирования строительства и механизмов перераспределения жилья не были созданы. Сбережения граждан были обесценены, а либерализация цен и рост безработицы поставили миллионы россиян за черту бедности. Финансовая система России первой половины 90-х годов не имела ресурсов для обеспечения потребностей строительной отрасли,

поэтому множились «уникальные» формы финансирования строительства и приобретения жилья. Несмотря на массовый характер распространения, в единую систему, связанную с финансово-кредитной сферой, они не преобразовались. Сложившаяся ситуация может быть улучшена в результате создания эффективной финансовой системы и разработки действенных механизмов аккумуляции и перераспределения финансовых средств в экономике, в частности, в строительстве и на рынке недвижимости.

Необходимость реформирования системы финансирования жилищного строительства обуславливается и потребностью в обновлении ветшающего со временем жилищного фонда. К 2004 г. показатель жилищного фонда в России достиг 2,9 млрд. кв. м. Площадь жилых помещений в аварийных и ветхих строениях в 2,5 раза превышает объем введенного в 2003 г. жилья (36,4 млн. кв. м) и составляет более 91 млн. кв. м. Выбыло по ветхости и аварийности 1,9 млн. кв. м площади жилых помещений, или 2% ветхого и аварийного жилищного фонда. При этом общий прирост жилищного фонда составил 29 млн. кв. м. Таким образом, из выбывших 7,4 млн. кв. м жилых площадей 5,5 млн. кв. м – дома в нормальном состоянии (это, как правило, кирпичные пятиэтажные дома, построенные в 60-е годы). Основная причина их сноса – выгодное местоположение (развитая инфраструктура, хорошее транспортное сообщение), т. е. дорогая земля, где выгодно строить высотные дома.

Возникает парадокс – есть рынок недвижимости, но нет рынка земли. Собственник жилья, как правило, не является собственником земли под ним. Если стоимость жилья включает в себя стоимость строительства (примерно равную для однотипных домов, расположенных в различных местах) и стоимость земли, то кому и каким образом покупатели жилья платят вторую составляющую?

Важнейшая проблема переходного периода – несоответствие доходов населения и стоимости жилья. В наследство от СССР граждане России получили жилой фонд, оценивающийся (в текущих ценах) примерно в 1,8 трлн. долл., по 12,5 тыс. долл. на человека. При этом немногие способны эту недвижимость содержать и оплачивать даже субсидируемые коммунальные услуги.

Текущие тенденции развития рынка недвижимости в России при сохранении существующей динамики и качества экономического развития страны уже в *среднесрочной перспективе приведут в лучшем случае к стагнации жилищного строительства*, а в худшем – к масштабному кризису. Основными предпосылками данного утверждения являются следующие.

Во-первых, объем жилищного строительства за послекризисный период составляет ежегодно 30-36 млн. кв. м, или около 50% объема, достигнутого в 1990 г. (когда был обеспечен ввод в эксплуатацию 61,7 млн. кв. м общей площади жилья). Кроме того, жилищное строительство – практически единственная крупная отрасль экономики, для которой не была характерна отчетливая положительная динамика в период экономического роста 1999-2004 гг. Большинство отраслей снова достигли уровня 1993-1994 гг., в то время как уровень жилищного строительства остается на 20% ниже.

Такая ситуация типична для рынков с недостаточным спросом, для которых обязательным является падение цен, по крайней мере, относительно их общего уровня. Анализ динамики средней по стране стоимости 1 кв. м жилых помещений показывает, что был только один такой период – с августа 1998 г. до IV кв. 2000 г. В остальное время рост цен на жилье в России существенно опережал общую инфляцию.

Во-вторых, на фоне роста доходов населения увеличивается их дифференциация (разрыв между наиболее и наименее доходными 20-процентными группами населения вырос в 15 раз и более).

В-третьих, на начало 2004 г. лишь половина населения была способна откладывать сбережения. Из них только 5% могли позволить приобретение жилья за счет собственных средств. Ресурсы ипотечного жилищного кредитования (ИЖК) потенциально доступны менее 10% населения, причем эта доступность снижается для тех групп, чьи доходы растут медленнее, чем рост цен на жилье.

В-четвертых, опережающий рост цен и тарифов на энергоносители и базисные материалы увеличивает себестоимость строительства жилья (рост цен на основные строительные материалы – цемент, металл – в 2003 г. составил 40%).

Продолжение такой динамики в скором времени приведет к порогу доступности. Если обеспеченные слои населения смогут приобрести (или уже приобрели) необходимую и достаточную по статусу жилую недвижимость, то большинство будет не в состоянии самостоятельно улучшить свои жилищные условия. Возрастание социальной напряженности в стране потребует реализации большего числа социальных жилищных программ, что, учитывая возможности бюджета и эффективность бюджетных расходов, не решит и малой доли проблемы.

Возможен вариант инвестиционного строительства жилья для сдачи в аренду населению. Однако арендная плата в долгосрочном плане растет пропорционально росту стоимости жилья. Поэтому в условиях отставания роста доходов населения от темпов роста стоимости жилья доля населения, способного снимать жилье по договорам аренды на рыночных условиях, соответственно также снизится. Сокращение платежеспособного спроса со стороны населения и рост себестоимости строительства приведут к сужению масштабов строительства и как следствие к кризису одной из важнейших отраслей экономики.

Окончание первого этапа перехода России от централизованной к рыночной системе жилищного финансирования можно отнести к 2000 г. В этот период принято большое количество новых законодательных актов федерального уровня, при этом в наиболее прогрессивных субъектах РФ, в региональных и муниципальных образованиях развивались собственные финансовые стандарты.

За последнее десятилетие в России были предприняты основательные меры по реформированию законодательства и институциональной базы. Произошел также ряд законодательных изменений критической значимости (ставших предметом активной полемики) в связи с принятием в 2001 г. нового Земельного кодекса и не менее важных поправок к гл. 17 Гражданского кодекса.

Первый этап характеризовался значительным увеличением сделок с недвижимостью, а также изменением структуры жилого фонда по формам собственности. Так, по данным Госкомстата России [3], в период с 1992 по 2002 г. объем сделок с жилой недвижимостью вырос в 6 раз, доля государственного жилого фонда снизилась в процессе приватизации с 42 до 6,5%, при этом вдвое возрос объем жилья, находящийся в частной собственности (табл. 1).

Таблица 1

Структура жилищного фонда по формам собственности, %

Жилищный фонд	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе: частный	50,4	52,9	54,8	56,8	59,5	63,1	65,3	67,4	69,9

из него в собственности граждан	41,4	44,1	46,1	48,4	51,8	55,7	58,2	60,6	66,5
государственный	13,4	10,2	8,7	7,3	6,1	5,6	6,3	3,7	6,5
муниципальный	28,0	29,6	30,8	31,3	31,2	29,2	26,6	28,6	22,5
общественный	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
смешанной формы собственности	8,1	7,3	5,7	4,5	3,2	2,0	1,8	0,2	1,0

Начавшийся второй этап перехода связан с появлением на рынке новых участников, формированием новых инструментов и более тесной интеграцией рынка недвижимости с другими рынками, в частности кредитным. В этих условиях меры по увеличению платежеспособного спроса со стороны населения (с помощью ИЖК, повышения уровня доходов, создания доступных жилищных программ) без увеличения чистого прироста объемов жилищного фонда приведут к существенному росту цен на жилье, что делает их неэффективными. И наоборот, увеличение масштабов жилищного строительства при текущем отставании доходов населения от цен на жилье создаст предложение жилья, не обеспеченное платежеспособным спросом. Такой вариант приведет к существенному падению цен на строящееся жилье (вследствие возникновения массового незаконченного строительства из-за недостаточного финансирования) и убыточности большинства строительных компаний вследствие продолжающегося роста себестоимости строительства (роста цен на строительные материалы, зарплаты строителей и подрядчиков, тарифов на электроэнергию и тепло и т. д.). В настоящий момент российский рынок недвижимости является рынком ограниченного предложения, он лишается социальной функции обеспечения населения жильем и превращается в рынок стабильных высокодоходных активов.

Анализ динамики показателей рынка недвижимости показывает сильную зависимость рынка от предложения жилья. В долгосрочной перспективе ситуация целиком зависит от совместных усилий бизнеса и властей по созданию прозрачного и эффективного рынка недвижимости, увеличению масштабов строительства и снижению в нем доли социального жилья.

В краткосрочной перспективе кардинальных изменений не предвидится. В прогнозе на 2004 г. почти все факторы влияют лишь на рост цен. Несмотря на то, что в отдельных регионах на 2004 г. запланировано существенное увеличение объемов строительства жилья, основная его часть предназначена для решения социальных задач, а не для коммерческой реализации. Например, власти в Москве заявили о строительстве в 2004 г. 5 млн. кв. м, из которых большая часть – монолитно-кирпичное жилье повышенных площадей, а из оставшегося жилья нижнего ценового диапазона более половины отводится под программы реконструкции ветхого жилого фонда, сноса аварийных домов и пятиэтажек, для очередников. Поэтому реальное количество новых квартир, несмотря на увеличение площадей строительства, останется на рынке практически неизменным.

Падение курса доллара и вызванная этим ажиотажная активность на рынке недвижимости в течение всего 2003 г. привели к значительному росту спроса. В результате почти вдвое сократились базы предложения на вторичном рынке, многие новостройки раскуплены еще на нулевой стадии. Таким образом, несмотря на декларируемый рост строительства, реальный объем предложения в 2004 г. сложился ниже предложения прошлых лет.

Единственное отрицательное влияние на темп роста цен оказывает снижение прямого спроса со стороны населения вследствие существенного отставания темпа роста доходов населения от темпов роста цен.



Для анализа факторов, влияющих на развитие рынка, как положительных, так и негативных, и их взаимосвязи, а также тенденций развития рынка путем разработки вариантного прогноза динамики показателей рынка недвижимости рассмотрим особенности формирования спроса и предложения на рынке недвижимости.

*Формирование предложения жилья.* Предложение жилья на рынке недвижимости формируется из предложения излишков жилья на вторичном рынке, части муниципального и государственного жилого фонда, а также части вводов новостроек.

В целом реализация жилья на вторичном рынке имеет тенденцию к достижению баланса между потребностью семьи в жилье и размером ее дохода. Так, семья с достаточным уровнем дохода, нуждающаяся в улучшении жилищных условий, будет стремиться продать свою квартиру для покупки большей по площади или более комфортабельной. И наоборот, пенсионеры, проживающие в большой квартире, но не способные ее содержать, будут заинтересованы в ее реализации и покупке меньшей, получая хороший доход от разницы в стоимости квартир. В 2001-2003 гг. эти тенденции уравнивали друг друга и мало влияли на предложение жилья на рынке.

Другой источник предложения жилья – разгосударствление и приватизация жилья в домах государственного и муниципального жилого фонда. Так, за последние 12 лет было продано около 16 млн. кв. м жилой площади и приватизировано около 1800 млн. кв. м. Предполагается приватизировать еще 900 млн. кв. м., однако значительная часть этой жилой недвижимости – не для продажи.

В итоге, основное влияние на рынок недвижимости оказывают новые вводы жилых домов. На сегодняшний день объем жилищного строительства равен 30-36 млн. кв. м в год (табл. 2), или 41-50% объема, достигнутого в 1987 г., когда на территории РФ был обеспечен ввод в эксплуатацию 72,8 млн. кв. м общей площади жилья. Из построенного жилья около 43% приходится на жилье, строительство которого осуществило население за свой счет и с помощью кредитов, еще 2-3% – на ЖСК. Остальные 55% приходятся на инвестиционное строительство и социальные государственные и муниципальные программы.

Таблица 2

Структура и динамика вводов в действие жилых домов и размер жилищного фонда в РФ, млн. кв. м

Годы	Построено				Жилищный фонд		
	всего	населением за свой счет и с помощью кредитов	жилищно-строительными кооперативами	прочие	всего	прирост	ветхий и аварийный
1990	61,7	6,0	2,9	52,8	2425	–	32,2
1991	49,4	5,4	2,4	41,6	–	–	–
1992	41,5	4,9	2,1	34,5	2492	–	–
1993	41,8	5,6	1,9	34,3	–	–	–
1994	39,2	7,1	1,9	30,2	–	–	–
1995	41,0	9,0	1,7	30,3	2645	–	37,7
1996	34,3	10,0	1,4	22,9	2676	31	40,3
1997	32,7	11,5	1,3	19,9	2710	34	42,4
1998	30,7	12,1	0,8	17,8	2738	28	45,6
1999	32,0	13,7	0,7	17,6	2761	23	49,6
2000	30,3	12,6	0,7	17,0	2787	26	65,6
2001	31,1	13,0	0,6	17,5	2822	35	87,8
2002	33,8	14,2	0,6	19,0	2853	31	88,4
2003	36,3	15,2	0,5	20,6	2882	29	91,2

В настоящее время в структуре вводов жилой недвижимости превалирует доля жилья, построенного по принципу долевого участия в строительстве, т. е. пока жилой дом не построен и не принят госкомиссией реализуется не недвижимость, а имущественные права на нее. В этом случае права на большую часть квартир в домах, построенных по инвестиционным проектам, переходят конечному собственнику еще на первых этапах строительства, не доходя до рынка жилой недвижимости.

Из жилья, построенного по социальным программам, лишь четверть направляется на реализацию на коммерческой основе. Поэтому из 16-18 млн. кв. м жилья, составившем совокупное предложение в 2003 г., на рынке было реально доступно для покупки 3-5 млн. кв. м.

*Формирование спроса на жилье.* Спрос на жилую недвижимость формируется под влиянием следующих основных факторов: потребности населения в жилье или улучшении жилищных условий; динамики доходов населения и доли сбережений; уровня инфляции; динамики курсов валют; процентных ставок по кредитам и депозитам; динамики цен на жилье, а именно влияния изменения цены на доступность жилья и динамики цен на инвестирование в жилье как актив.

Анализ доходов населения позволил выделить три группы семей. Первая и самая многочисленная – 50% – имеет доход ниже либо примерно равный прожиточному минимуму. Для нее недоступна покупка квартиры за свой счет или с помощью ипотечного кредита. По статистике, основная часть этой группы – молодые или многодетные семьи. Они и являются адресатами социальных программ, субсидий и дотаций. По данным за 2004 г., на учете на получение жилья состоит 10% общего количества семей. Вторая группа – 30% семей – группа со средними доходами, позволяющими создавать сбережения. При умеренной динамике цен на жилье семьи данной группы потенциально способны накопить на жилье для своих детей или воспользоваться ипотечным кредитом для приобретения жилья, накопив на первый взнос или заложив (продав) имеющееся жилье.

Третья группа – с высокими доходами (20% семей). Как правило, это преуспевающие семьи без детей или с одним ребенком. В этой группе высокий уровень жизни, и расходы на приобретение жилья (накопления на жилье) составляют около 30% совокупных сбережений. Объектами покупки данной группы населения становится элитное жилье, большие квартиры с улучшенной планировкой в престижных районах, коттеджи, загородные дома. Поэтому несмотря на высокий объем спроса в денежном выражении, эта группа не оказывает сильного влияния на спрос на типичные квартиры стандартных планировок, хотя вложения в такое жилье возможны в качестве инвестиций.

Для оценки спроса на жилую недвижимость *со стороны населения* были проведены расчеты доли сбережений, направляемых на приобретение недвижимости в суммарном объеме сбережений. По нашим оценкам, на покупку жилья население страны откладывает до 40% сбережений. По данным социологических опросов [4], более 30% сберегается целенаправленно на покупку жилья, оставшиеся 10% варьируются в зависимости от доступности жилья. Доступность жилья определяется соотношением доходов населения и стоимости квадратного метра площади.

Но не все сбережения на жилье оказывают влияние на спрос. Это относится к сбережениям семей, почти полностью накопивших на приобретение квартиры. Для определения этой доли была применена следующая модель.

Исходя из предположения, что ежегодно семья откладывает на квартиру определенную долю своих сбережений, получаем число групп, равное среднему

сроку накопления, которые различаются периодом накопления и суммой накопленных долей. Были рассмотрены варианты модели с 5-, 6- и 7-летними сроками накопления. В варианте с 5-ю годами накопления получались завышенные доходы населения или заниженный уровень цен, а 7-ю – прирост стоимости жилья превышал прирост накоплений вследствие высоких темпов роста цен на недвижимость. Наиболее соответствующие реальной динамике данные были получены при 6-летнем сроке. В этом варианте ежегодно присутствует 6 групп семей: от группы, период накопления которой равен одному году, до 6-й группы, уже накопившей всю сумму на квартиру. Получаем, что на 6 групп приходится весь объем сбережений на жилье, равный 21 доле.

Это позволяет рассчитать и прямой спрос со стороны населения (6/21 сбережений на жилье), и дополнительный спрос, вызванный ипотечным жилищным кредитованием.

В табл. 3 приведена динамика спроса и предложения на рынке недвижимости в период с 1995 по 2003 г.

Объем предложения был получен путем вычисления общей стоимости всей жилой площади, зарегистрированной по договорам купли-продажи в соответствующий период. Объем спроса рассчитывался, исходя из указанного выше предположения о 6-летнем сроке накопления, при котором прямой спрос со стороны населения составляет 6/21 общего объема сбережений на покупку жилья за предыдущие 5 лет.

Данные табл. 3 показывают, что за весь рассматриваемый период спрос превышает предложение. Исключение составляет 1997 г., когда установилась рекордная (до 2004 г.) цена – 565 долл./кв. м. Такая тенденция создает значительный потенциал роста цен на жилье.

Таблица 3

Динамика спроса и предложения на рынке жилой недвижимости в 1995-2003 гг.

Показатель	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Совокупные доходы населения, млрд. руб.	915,0	1362,5	1661,1	1774,6	2861,5	3830,4	4998,8	6847,8	8829,5
Прирост сбережений, млрд. руб.	91,86	149,15	158,51	590,22	519,40	391,38	479,76	586,65	537,84
Площадь жилых помещений, млн. кв. м	12,06	12,99	15,327	15,76	17,09	16,22	16,68	17,00	17,70
Стоимость жилых помещений, млрд. руб.	14,80	23,59	51,28	79,58	119,62	140,76	176,26	230,00	306,92
Средняя стоимость за кв. м, тыс. руб.	1,23	1,82	3,35	5,05	7,00	8,68	10,57	13,53	17,34
Курс рубля к долл.	4,58	5,51	5,92	17,88	26,53	27,89	29,90	31,35	30,69
Совокупные доходы населения, млрд. долл.	199,77	247,23	280,55	99,25	107,86	137,34	167,18	218,43	287,68
Прирост сбережений, млрд. долл.	20,06	20,06	23,37	-11,01	2,52	11,58	12,30	15,87	19,01
Средняя стоимость за кв. м, тыс. долл.	0,268	0,329	0,565	0,282	0,264	0,311	0,353	0,432	0,565
Сбережения на покупку жилья, млрд. долл. на начало года	9,64	9,51	8,10	3,11	7,99	12,13	12,97	14,20	16,02
накопления за предыдущие 5 лет	20,88	24,62	26,57	19,01	19,44	22,21	24,69	28,41	32,46
Спрос, млрд. долл.	5,97	7,03	7,59	5,43	5,55	6,35	7,06	8,12	9,28
Предложение*, млрд. долл.	3,23	4,28	8,66	4,45	4,51	5,05	5,90	7,34	10
Спрос/Предложение, % текущий	1,85	1,64	0,88	1,22	1,23	1,26	1,20	1,11	0,93
кумулята при 6-летнем накоплении	185	173	127	126	126	126	125	122	112

\* Оценка без учета ипотечного кредитования и инвестиционного спроса, т.е. рассчитан только прямой спрос со стороны населения.

Исследуя динамику индекса средних цен по стране с 1994 по 2004 г. (рис. 22), видим, что уже сейчас цены достигли предкризисного уровня первой половины 1998 г.

Динамика цен в различных регионах страны различна. Так, в наиболее динамично развивающихся регионах инвестиционная привлекательность жилья была очень высока, что притягивало в эти регионы на рынок недвижимости дополнительные финансовые ресурсы, увеличивая рост цен. Периодически возникающие ценовые «пузыри» (существенное завышение рыночных цен) в итоге приводили к временной стагнации в данных регионах.

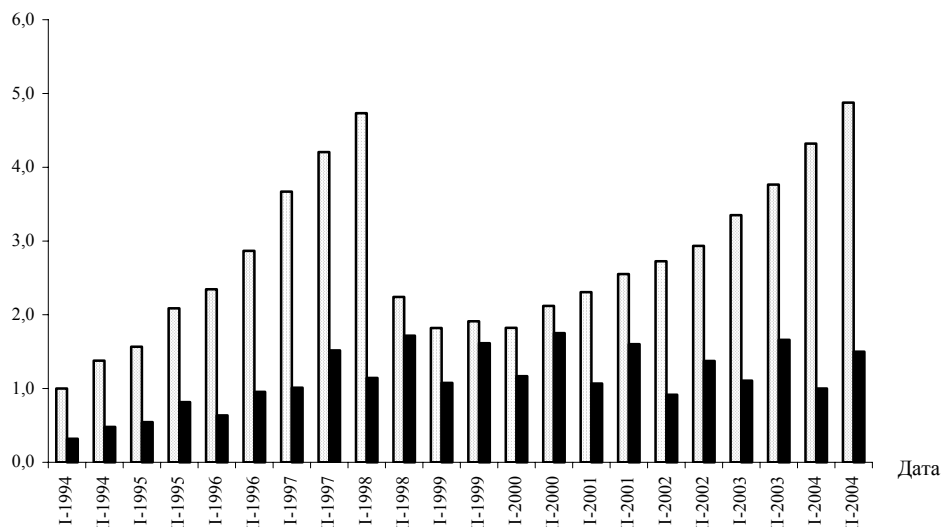


Рис. 22. Индекс цен на жилье и площадь проданных помещений:

□ индекс цен на жилье (1994 г. = 1); ■ площадь проданных жилых помещений, млн. кв. м.

В зависимости от масштабов региональных рынков различались и темпы роста цен на недвижимость и время непрерывного роста и длительность периода стагнации-спада. Например, для Московского региона непрерывный высокий темп роста цен наблюдался с середины 2002 до середины 2004 г. Среднегодовой рост цен в этот период составил 40%. Однако в последние месяцы на московском рынке недвижимости наблюдается стагнация цен, что связано в первую очередь со спадом прямого спроса со стороны населения, ведь в последние годы темпы роста доходов населения отставали от темпа роста цен на жилье в 2 раза.

Для оценки текущего состояния и прогнозирования динамики рынка недвижимости недостаточно определить спрос на недвижимость со стороны населения. Начиная с 2002 г. на рынке появляются новые участники и новые инструменты (инвесторы, ИЖК).

*Инвестиционный спрос.* Жилая недвижимость – не только средство улучшения жилищных условий, но и объект инвестирования. На фоне низких банковских ставок доходность от инвестирования в жилье в 2000-2004 гг. кажется фантастической (около 30% годовых в валюте), и это не включая дохода от сдачи жилья в аренду. При высокой конкуренции между финансовыми ресурсами такая доходность привлекает инвесторов на рынок. Поэтому уже в 2003 г. значительно возросли инвестиции в рынок недвижимости. Интерес инвесторов к рынку недвижимости оказал существенное влияние на дисбаланс спроса и предложения,

усугубив его. Реакция рынка была вполне предсказуема – вместо снижения темпа роста цен в III кв. 2003 г. (фактор сезонности) рост сохранился на прежнем уровне, и, по нашим расчетам, цены на жилье за 2003 г. выросли на 36%.

В среднесрочном прогнозе динамики инвестиционного спроса на жилье до 2008 г. были рассчитаны четыре варианта объема инвестиционного спроса (рис. 23). Рост данной составляющей спроса пропорционален росту цен на жилье. Поэтому прогнозные варианты включают в себя различную динамику экономики страны, структуру и объемы жилищного строительства:

1) высокие темпы роста экономики (рост ВВП – 7-8% в год) при реформировании рынка недвижимости (увеличение объемов строительства жилья и снижение доли социальных жилищных программ);

2) высокие темпы роста экономики с сохранением текущей динамики строительства жилья и доли в нем социального жилья;

3) низкие темпы роста экономики (рост ВВП – 3-4% в год) при реформировании рынка недвижимости;

4) низкие темпы роста экономики с сохранением текущей динамики строительства жилья и доли в нем социального жилья.

*Первый вариант* – оптимистичный реформенный. В условиях стабильно высоких темпов роста экономики растет реальная заработная плата, доходы и сбережения населения, происходит укрепление курса рубля. Такая динамика способствует росту прямого спроса на жилье со стороны населения. Вместе с тем при реформировании рынка недвижимости возрастают объемы вводов нового жилья и доли рыночных продаж, что увеличивает предложение на рынке.

В этом варианте происходит выравнивание спроса и предложения, что приводит к стагнации роста цен на жилье. Снижение темпа роста цен оказывает существенное негативное влияние на инвестиционный спрос. При краткосрочном падении темпов роста цен на жилье и благополучной динамике экономики инвестиционные потоки на рынок недвижимости лишь на время сократятся, но реализации уже имеющихся активов не ожидается. Ситуация может осложниться лишь при ухудшении экономического положения всей страны (при падении цен на нефть), когда для погашения своих обязательств инвесторам придется выставлять на продажу уже приобретенную жилую недвижимость. Массовый сброс жилья на рынок приведет к резкому увеличению предложения и соответственно к снижению цен. Кризисный потенциал нарастает с каждым годом роста цен. Так, если макроэкономическое положение ухудшится к концу 2004 г., последствия будут незначительными, в силу малой доли жилья в собственности у инвесторов (инвестиции в жилье в 2002-2003 гг. составили 2,4 млрд. долл., или 20% предложения жилья в 2003 г.). Но с 2005 г. воздействие на рынок жилья может оказаться существенным – реализация инвесторами всего объема жилья может привести к падению цен на 30% и более.

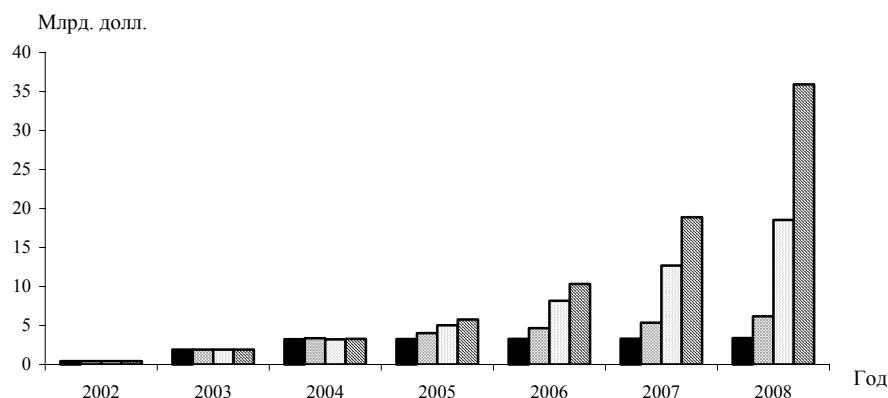


Рис. 23. Динамика инвестиционного спроса на жилье в различных прогнозных сценариях:

- оптимистичный реформенный;                      ▨ оптимистичный инерционный;
- пессимистичный реформенный;                 ▩ пессимистичный инерционный

*Второй вариант* – оптимистический по динамике развития экономики, но с сохранением текущей динамики строительства жилья и доли рыночных продаж. Низкие темпы роста строительства жилья сдерживают рост предложения на рынке. Сохраняется дисбаланс спроса и предложения, что поддерживает стабильный рост цен на жилье. Средняя доходность от инвестиций в жилую недвижимость на уровне около 30% привлекает на рынок дополнительные инвестиционные потоки, увеличивая спрос в среднем на 17%. Возможность развития кризиса при ухудшении макроэкономической ситуации меньше, чем в первом варианте. Вследствие сохраняющегося дисбаланса спроса и предложения даже в условиях стагнации экономики и снижения реальных доходов населением может быть выкуплено у инвесторов жилья на сумму около 4 млрд. долл. Этот объем жилой недвижимости не приведет к падению цен на жилье, однако при дальнейшем развитии кризиса последующее увеличение предложения жилья заметно снизит цены.

*Третий вариант* – пессимистический по динамике развития экономики с реформированием рынка недвижимости. В этом варианте прекращается рост доходов населения, следовательно, снижается и прямой спрос со стороны населения, при этом увеличиваются объемы вводов нового жилья и доля рыночных продаж, т.е. происходит рост предложения. Такая динамика должна была бы привести к снижению цен на рынке, однако привлеченные инвестиции оказывают существенное влияние на спрос в сторону его увеличения, тем самым сохраняя нормальный уровень доходности для инвестиций. По этому сценарию происходит постоянный прирост инвестиционного спроса со средними темпами 60% в год. Именно эта часть спроса становится главным фактором дальнейшего роста цен. Таким образом, дополнительные инвестиционные потоки создают потенциал роста цен в следующем году. Реализация данного сценария приведет к финансовой пирамиде на рынке. Риски возрастают пропорционально увеличению доли инвестиционного спроса в валовом спросе. Поэтому незначительные ухудшения макроэкономической ситуации могут привести к катастрофическим последствиям для рынка.

*Четвертый вариант* – пессимистический по динамике развития экономики с сохранением текущей динамики строительства жилья и доли рыночных продаж.

Данный вариант характеризуется снижением доходов и доступности жилья для населения, низкими темпами роста гражданского строительства жилья и значительной долей социального жилья. Предложение, оставаясь в натуральном выражении неизменным, в денежном растет более высокими темпами, чем прямой спрос со стороны населения. В этом варианте, как и в предыдущем, особую роль играет инвестиционный спрос. Высокий рост цен провоцирует рост инвестиционного спроса, который в свою очередь повышает цены. Налицо финансовая пирамида, растущая более быстрыми темпами, чем в предыдущем варианте.

В настоящее время развиваются различные формы инвестирования, зависящие от состава участников-инвесторов. Крупные инвесторы самостоятельно принимают решения об инвестировании в тот или иной актив, в частности в недвижимость и, обладая достаточным объемом финансовых средств, приобретают (инвестируют в строительство) недвижимость. Для мелких и средних инвесторов преобладающую форму принимают инвестиции через управляющие компании. Так в последнее время существенное развитие получили паевые инвестиционные фонды, привлекающие средства населения под различные инвестиционные проекты, в частности в жилищном строительстве. Кроме того, объектом инвестирования могут стать и ипотечные ценные бумаги – закладные, а не только сама недвижимость. Развитие ипотечного жилищного кредитования в условиях ограниченности банковского сектора в долгосрочных финансовых ресурсах приведет к необходимости сформировать институт рефинансирования ИЖК. В перспективе рынок закладных станет одним из наиболее привлекательных рынков долгосрочных инвестиций. Однако пока не развита сама система ИЖК, не может быть и речи о рынке закладных.

*Ипотечное жилищное кредитование.* Введение в 2002 г. системы ИЖК позволяет расширить круг потенциальных покупателей жилья и существенно увеличить спрос на рынке. Ряд коммерческих банков по всей стране совместно с Агентством по ИЖК начало выдачу кредитов населению. На сегодняшний день, по нашим оценкам, потенциальный объем ипотечного кредитования составляет почти 660 млрд. руб., а объем средств для рефинансирования ипотечных кредитов – более 46 млрд. руб. Несмотря на такой значительный потенциал, реальный объем ИЖК в 2004 г. составил менее

16 млрд. руб. Непосредственно Агентством было выкуплено закладных (рефинансировано кредитов) на сумму 2,8 млрд. руб.

*Прогноз развития рынка недвижимости в РФ.* Для оценки перспектив формирования рынка недвижимости были использованы прогнозные сценарии развития рынка и экономики страны, проанализированы взаимосвязи показателей рынка и следующих факторов: темпов развития экономики страны, т. е. темпов ВВП, инфляции; объема строительства нового жилья; соотношения социального жилья и коммерческого, т. е. реализуемого на рынке; уровня доходов населения и темпов прироста сбережений; доли инвестиционного спроса в валовом спросе на жилье; объема ИЖК.

Темпы инфляции, реальный и номинальный темпы ВВП оказывают влияние на темпы роста доходов населения, объем сбережений и объем отчислений средств в Пенсионный фонд. Эти два показателя являются основой для расчета прямого спроса на жилье со стороны населения, а также прироста спроса, связанного с ИЖК. Объем рефинансирования ипотечного кредитования получен на базе динамики отчислений в пенсионный фонд, так как именно фонд является основным и пока единственным институциональным инвестором системы ИЖК. При расчете прироста спроса, связанного с ИЖК, было введено ограничение использования

потенциального объема кредитных ресурсов. Необходимость данного ограничения очевидна: кредиты, выданные всем группам на недостающие им объемы средств, приведут к 6-кратному увеличению спроса на жилье. Результатом станет неконтролируемый рост цен, повышение рисков и финансовые потери. В случае участия Пенсионного фонда РФ в системе ИЖК под угрозой будут вложенные им средства, т. е. будущие пенсии.

В связи с этим были рассмотрены два варианта: (1) население кредитруется ровно на 70% от стоимости приобретаемого жилья; (2) кредит выдается в размере 20% и более.

В варианте (1) объем собственных средств населения, дополнительно поступающих на рынок недвижимости, увеличивает спрос со стороны населения менее чем на 30%. В варианте (2) происходит 2-3-кратное увеличение спроса. Поэтому в состав спроса со стороны населения был включен первый вариант. Объем инвестиционного спроса зависит от динамики цен на жилую недвижимость и динамики доходности на альтернативных финансовых рынках. В результате – совокупный спрос формируют прямой спрос со стороны населения, дополнительный спрос, связанный с ИЖК, и инвестиционный спрос.

Динамика предложения жилья связана с динамикой вводов нового жилья, а также с тем, какая его доля попадает на рынок, т.е. зависит от политики властей в жилищном строительстве. Анализ полученной динамики показателей спроса, предложения и уровня цен на рынке жилой недвижимости в России показывает, что в среднесрочной перспективе недостаточная обеспеченность жильем, в лучшем случае, сохранится на современном уровне (рис. 24).

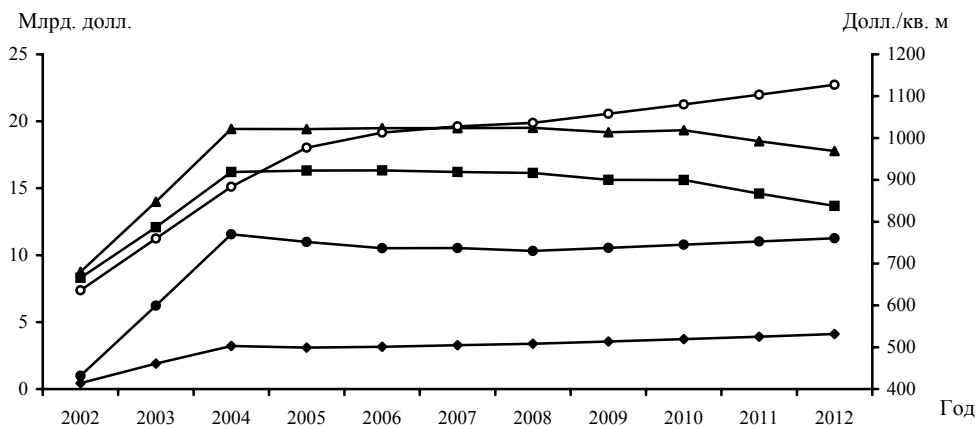


Рис. 24. Динамика рынка жилой недвижимости в прогнозе до 2012 г. (инерционный вариант):

- ◆ инвестиционный спрос;
- спрос со стороны населения;
- ▲ совокупный спрос;
- предложение на рынке
- средняя стоимость 1 кв. м (правая шкала);

\* \* \*

Оценивая перспективы среднесрочного развития российской экономики в целом, следует отметить, что если парадигма современной экономической политики не изменится, то это неизбежно повлечет за собой резкое снижение



темпов роста российской экономики (2,5-3,0% в год) вследствие исчерпания потенциала восстановительного роста и отсутствия импульсов для механизмов самодействия. Остаточный потенциал восстановительного роста, оцениваемый авторами в 5-6%, и 2-3-процентный потенциал, генерируемый сделанными инвестициями, будут исчерпаны в течение ближайших 1,5-2 лет. В лучшем случае, к этому может добавиться 3-4% потенциального прироста за счет снижения налогового бремени, что, впрочем, далеко не очевидно, поскольку в российской экономике до сих пор отсутствуют механизмы трансформации дополнительных доходов в эффективный спрос.

### *Литература*

1. «Вектор». № 1. Экономическое обозрение. М.: ООО «Румелко», ИНП РАН, 2003.
2. Рынок ценных бумаг. 2004. № 6.
3. Россия в цифрах. М.: Госкомстат России, 2003.
4. Об итогах обследований потребительских ожиданий населения в 1998-2001 гг. М.: Госкомстат России, 2002.