

Зависимость экономических показателей развития сегментов промышленного производства на примере кредитования и строительства жилья в европейских странах

© 2011 П.В. Горячкин

Московский государственный институт электроники и математики
(технический университет)
E-mail: OET2004@yandex.ru

В статье рассматриваются проблемы европейских рынков жилья, интерес к которым значительно увеличился в течение последних лет. Это объясняется тем, что во второй половине 2009 г. во многих европейских странах рынки жилья достигли дна и продемонстрировали признаки восстановления.

Ключевые слова: рынок строительства жилья, ипотечный рынок, ипотечное финансирование.

2009 г. разделился для многих европейских рынков жилья на две половины. Первая половина была полна мрака, поскольку были слышны отзвуки мирового финансового кризиса, который последовал за коллапсом *Lehman Brothers* осенью 2008 г. Ипотечные рынки все еще сжимались, в некоторых странах до точки удешевления, экономики впадали в углубляющуюся рецессию, безработица росла, жилищное строительство коллапсировало, а ожидания потребителей и инвесторов не могли бы быть хуже. При таких обстоятельствах падение цен на жилье, уже наблюдавшееся в 2008 г., могло только усиливаться, что и произошло за редкими исключениями (а именно в Австрии, Норвегии и Швейцарии).

Вторая половина 2009 г., напротив, показала, что во многих странах рынки жилья достигли дна и продемонстрировали признаки восстановления. Парадоксальным образом первичные признаки восстановления часто наблюдались сначала в продажных ценах, а потом в уровнях сделок, ипотечного финансирования или жилищного строительства. Это произошло потому, что в некоторых местах спрос восстанавливался быстрее доступного предложения. В таких условиях существующие собственники были слабо заинтересованы в продаже, если они ожидали дальнейшего укрепления цен в ближайшем будущем, а у строителей жилья также было мало предложений, так как они свернули строительство и имели очень небольшой нереализованный фонд.

В некоторых районах восстановление цен было существенным. Норвегия, Швеция и Великобритания продемонстрировали отскок цен на жилье в 2009 г. на более чем 8 % от их нижних значений в течение менее года (11 % в случае Норвегии)¹. Такая зафиксированная инфляция цен на жилье не могла бы выглядеть необычно

в дни так называемых “кредитных пузырей” недавнего прошлого.

Если доминирующий признак верен, представляется, что обвал европейской жилищной сферы продолжался в течение короткого периода, хотя рынки жилья нескольких стран все еще находятся в очень затруднительном положении. Если данная тенденция продолжится, очень вероятно, что спад в сфере европейского жилья 2008–2009 гг. окажется значительно меньшим и более локализованным, чем многие ожидали в конце 2008 г., и гораздо меньшим, чем часто прогнозировали пессимисты в комментариях в Интернете и традиционных СМИ.

Рынки никоим образом не вернулись к нормальному состоянию. Уровень потрясений как в 2007 г., так и в 2008 г. таков, что для их преодоления потребуется некоторое время. Кроме того, будут сохраняться некоторые постоянные изменения, возникшие из-за них, особенно в трехсторонних отношениях между рынками жилья, финансами и государственной политикой.

В мире также больше неопределенности, поскольку последующие потрясения могут вскоре дестабилизировать рынки снова. Но даже если этого не случится, существует высокая вероятность большого сокращения цикла рынков жилья в будущем в сравнении с циклом, который наблюдался в последние двадцать лет.

Одной из, пожалуй, наименее удивительных особенностей последних двух лет было то обстоятельство, что экономический и финансовый кризис оказал влияние на мировые рынки жилья по-разному. Данная география верна как для основных регионов мира, так и для отдельных местностей в странах. Например, в большей части Азиатско-Тихоокеанского региона наблюдался меньший беспорядок на рынках жилья или его полное

отсутствие, в отличие от Америки и Европы. В некоторых частях Китая и Индии даже были ценовые бумы. Аналогично, если обратиться к изменениям внутри стран, хорошим примером дифференциации является рынок жилья США. На нем присутствовали разнонаправленные явления - от катастрофически пострадавших побережий до, в целом, спокойной ситуации в горах и на равнинах. Существует множество других примеров.

Как следствие, при изучении европейского жилищного опыта последних лет требуется принять простую аксиому. Существуют как обычные примеры, так и примеры, существенно отклоняющиеся от нормы.

Если говорить о 2008 г., для Европы² очевидны некоторые ключевые факторы на рынке жилья:

- После относительно скромного падения цен в большинстве случаев присутствуют признаки хрупкого восстановления, особенно в уровнях продаж и цен.
- Новый ипотечный бизнес продемонстрировал спад повсеместно, но в значительно различающихся объемах, восстановление также будет происходить по-разному.
- Продажи жилья снизились по сравнению с прежними пиковыми уровнями, опять же в различной степени, но рыночный цикл вряд ли восстановит уровни, существовавшие ранее, когда вернется "нормальная" ситуация.
- Жилищное строительство резко сократилось в различных объемах.
- Избыток предложения наблюдается только на локальном уровне и уровне отдельных стран, но там, где избыток существует, он продолжает стимулировать снижение цен.
- Восстановление жилищного строительства сталкивается с огромными трудностями из-за продолжающейся дисфункции в финансировании девелоперских проектов и на рынках земли.

Циклы рынков жилья отличаются по времени по всей Европе, на различия оказывают влияние рыночные, экономические, политические и демографические факторы, характерные для конкретных стран. Рынки с наиболее тяжелым положением находятся в подковообразной зоне, охватывающей края Европы, за исключением северной части, поскольку восстановление в Скандинавии было, в целом, самым сильным по сравнению с другими регионами.

Существует ряд стран, где состояние рынка жилья особенно удручающее. Географически они образуют форму подковы на западе, юге и востоке, окружая остальную часть Европы. Подкова начинается с Ирландии, проходит на юг через Испанию, поворачивает на восток через Сре-

диземноморские острова и Грецию, затем на север через большую часть Центральной и Восточной Европы (СЕЕ) и оканчивается на прибалтийских государствах³.

Опять же, несмотря на то, что у каждой из названных стран особая история, обо всех них можно достоверно сказать, что их проблемы на рынке жилья являются особенно сложными, поскольку для них характерен набор следующих факторов: плохое состояние экономик, слабое государственное финансирование и ухудшающиеся рынки жилья, которые накладывают одну проблему на другую. Цены на жилье и размер связанного с ними долга быстро росли в пиковые годы. Вплоть до кризиса объемы жилищного строительства также быстро увеличивались - в странах СЕЕ с низких базовых уровней. В результате сейчас для данных стран типичен избыток предложения недавно построенной жилой недвижимости, ожидающей продажи. Процесс свертывания строительных проектов затянулся, растягивая боль, вводя их экономики в еще большую депрессию и ухудшая государственные бюджеты.

Рынкам жилья в зоне несчастливой подковы, вероятно, потребуется больше времени для восстановления, чем остальной Европе. При этом скорость изменений будет различной. Предположительно, прибалтийские государства на северо-восточной окраине будут восстанавливаться в течение самого длительного периода.

Позитивное воздействие на начинающееся восстановление основных рынков жилья Европы в течение 2009 г. связано с политикой правительств и центральных банков, достаточно быстрым, хотя и робким, восстановлением экономик, которые в континентальной Европе⁴ в основном стали выходить из рецессии к осени 2009 г., с реакцией домовладельцев и других рыночных игроков и динамикой предыдущих циклов рынков жилья.

Картина пиковых лет вплоть до 2007 г. имеет значительные вариации в Европе. Германия, Австрия, Португалия и Швейцария, например, даже не имели предкризисных бумов в сфере жилой недвижимости. (Это не защитило их полностью от кризиса, хотя из перечисленных четырех стран Германия, пожалуй, пострадала больше всего, но все же меньше, чем большинство ее соседей.)

Тем не менее сохранилась более значительная, чем обычно, координация циклов в достаточно большом количестве стран. Помимо этого, появился обычный для таких ситуаций существенный рост реальных цен и чрезмерная задолженность по ипотекам. Некоторые факторы бума имели глобальный масштаб. Они включали в себя: общее облегчение получения кредитов, уменьшение инфляции в те-

чение большей части периода, падение эффективных процентных ставок, которые подстегивались дисбалансами между мировыми запасами и расходами в Азии и на Западе. Другие были присущи более конкретным странам или даже городам. Они были связаны как с общей макроэкономической ситуацией, так и с множеством микроэкономических факторов, которыми часто пренебрегают в комментариях по рынкам жилья на межгосударственном уровне, такими как: демография и миграция, налогообложение, жилищная политика, различные институциональные особенности и особенности местного предложения жилья.

Неудивительно, что похожая смесь глобальных, европейских и локальных факторов лежит в основе и текущих падений и подъемов. Отметим также, что европейские правительства и центральные банки по-разному отреагировали на экономический и финансовый кризис, используя различные политические инструменты, которые оказали вариативный эффект на рынки жилья, при этом были как ошибки, так и успешные решения.

Европейские банки получили самый тяжелый удар от финансового кризиса. Они много вкладывали в то, что сейчас известно как “токсичные” активы. Банки вели активные операции, которые с начала кризиса были заморожены, на рынках ценных бумаг, обеспеченных активами, и деривативов и столкнулись с внезапными требованиями платежа, которые не всегда могли исполнить. Как известно, европейские правительства были вынуждены прибегнуть к масштабным вливаниям капитала в финансовую систему и нескольких займодавцев, которые бы сколлапсировали или должны были быть спасены. Если взглянуть на Европу в целом, самое большое количество проблемных учреждений было в Великобритании и Ирландии, и лишь немногие страны вышли невредимыми.

Уменьшение использования заемного капитала привело к повсеместным выходам из ипотечного кредитования давних инвесторов и сокращению кредитования другими. Страхи, связанные с ожиданием падения цен на жилье и с увеличением количества дефолтов, еще более усугубили проблему. Снижающаяся спираль уменьшения кредитования, ужесточение ставок отношения суммы кредита к оценочной стоимости залога (LTV), падающие цены на жилье, отрицательная маржа и дефолты по ипотекам казались неизбежными. После коллапса *Lehman Brothers* с последнего квартала 2008 г. по 2009 г. сохранялись высокие опасения, что спираль на европейских рынках жилья может начать усиливать саму себя, как это произошло в некоторых частях США.

Ни один центральный банк не был легок на подъем под натиском кризиса. Преобладавший в тот момент взгляд, что нужно проколоть “пузырь” цен на жилье, несомненно, внес свой вклад в задержку реакции.

Банковские меры спасения неизбежно фокусировались на финансовой системе и общем экономическом воздействии, нежели чем на работе с потенциальным сопутствующим ущербом в таких областях, как жилищная сфера. В действительности же резкое снижение процентных ставок и недавние вливания ликвидности сработали в помощь рынкам жилья.

Ипотечное кредитование резко сократилось по всей Европе. Предшествовавшие сильные темпы роста испарились и сменились в 2008 г. на негативную тенденцию в некоторых странах, таких как Великобритания, а к 2009 г. даже во всей зоне евро в целом (т.е. объемы выплат по погашению задолженности по ипотечным кредитам оказались выше, чем объемы ипотечного кредитования). Спад был частично обусловлен предположением через ужесточение требований по кредитованию, но также был связан и со спросом, поскольку домовладельцы и инвесторы не желали осуществлять покупки в условиях падающего рынка и имели меньше возможностей покупать недвижимость из-за ухудшающихся экономических обстоятельств.

Смешанная картина наблюдается также и в отношении строителей жилья. Когда рынки жилья идут вниз, предложение жилья характеризуется тенденцией к быстрому падению. Именно так и произошло на многих рынках, где имело место наибольшее снижение цен. Однако в отдельных странах, которые испытали лишь относительно небольшую корректировку цен в сторону снижения и имели только ограниченное увеличение предложения жилья, в период раннего бума наблюдалось в итоге достаточно большое снижение цен, так произошло, например, в Швеции; в то время как в других странах, в которых цены упали сильнее, таких как Франция и Бельгия, этого не произошло.

Несмотря на широкий спектр факторов, которыми можно объяснить такую ситуацию, в данном случае она была обусловлена большими различиями в структуре отраслей жилищного строительства в Европе и также типами строящегося жилья - масштабные схемы городской реконструкции, например, требуют большего времени для свертывания, чем небольшие пригородные жилищные проекты. Другие факторы связаны с содержанием последних фискальных интервенций и с тем, насколько правительство использовало программы жилищного строительства и реконструкции в качестве каналов стимулирования совокупного спроса. В дополнение, некоторые правительства предоставили ряд по-

ощрений в целях содействия приобретению новой недвижимости, а общие программы по государственному стимулированию восстановления экономического роста могли увеличить спрос на жилье, когда они работали, даже если они не претворялись в жизнь напрямую через сферу жилищного строительства.

Некоторые европейские экономики сильно пострадали от спадов в жилищном строительстве из-за прямого негативного экономического эффекта от такого большого сокращения совокупного спроса. В наибольшей степени данный эффект наблюдался в странах, где доля жилищных инвестиций в ВВП наиболее высока, - Кипре, Ирландии и Испании. Поскольку показатели жилищного строительства на душу населения в этих трех странах были очень высоки, неизбежно пришло бы время, когда строительство должно было замедлиться, а экономика пострадать, так как ресурсы медленно перенаправлялись на другие нужды. Внезапность изменений неизбежно ввела их в шоковое состояние. Однако более масштабные экономические последствия спада в жилищном строительстве ощущались даже в таких экономиках, как Великобритания, которые имели относительно низкий уровень жилищного строительства в период пиковых лет, поскольку темп, с которым данная сфера впала в коллапс, был очень высоким.

Большинство европейских производителей жилья сильно пострадали от резкого падения жилищного сегмента, даже если необработанные сведения о жилищном строительстве не обязательно показывают большие потери объема производства. Частично это обусловлено тем, что одновременно произошел коллапс девелопмента и в сфере коммерческой недвижимости, что ударило по девелоперам, занимающимся строительством обоих видов недвижимости, которые достаточно распространены в континентальной Европе⁵.

Германия - одна из немногих стран, которые относительно не пострадали, частично благодаря тому, что строители в этой стране существовали в условиях длительного спада жилищного строительства, который наблюдался в течение более чем десяти лет. Швейцарии удалось увеличить производство жилья в период рецессии из-за высокого спроса на рентную недвижимость, который медленно подходит к концу.

Один вопрос, которым пренебрегают при прогнозировании грядущего улучшения ситуации на европейских рынках жилья, касается девелоперского финансирования, необходимого для покупки земли, физической и юридической подготовки такой земли и последующего строительства. Финансовый кризис оказал плохое влияние на финансирование девелопмента в сфере недвижимости, и конца это-

му не видно. Внимание уделяется и состоянию рынков ипотечного кредитования, используемых инвесторами и собственниками жилья, но девелоперы, особенно небольшие, зависимы от прямых банковских кредитов и вынуждены использовать в качестве обеспечения рискованные и непрозрачные активы в виде земли и производимых работ. Такие виды активов в настоящее время понижены в статусе и являются анафемой для займодавцев. Более того, займодавцы сами столкнутся со значительно более высокими расходами при предоставлении кредитов на девелоперские нужды из-за изменений в правовом регулировании требований к капиталу. Поэтому традиционные источники кредитования жилищного девелопмента, скорее всего, будут существенно скуднее в будущем, чем они были ранее.

Данный вопрос касается девелопмента земли. Программы реструктуризации банковских активов включают в себя значительный объем предназначенной для строительства земли, на которую займодавцы обратили взыскание, и гораздо больше земли находится у компаний, которые выжили только благодаря отсрочкам, предоставленным займодавцами по кредитам. Таким образом, в большинстве европейских стран в период данного кризиса на рынках не было наплыва земли под строительство по бросовым ценам, которую другие, более сильные с финансовой точки зрения строители могли бы застроить, чтобы поддержать восстановление предложения жилья. Земля, предназначенная для строительства, уже сильно зарегулирована в европейских системах планирования использования земли, поэтому любая потеря готовых к застройке участков окажет ключевое воздействие на восстановление.

Итогом данных проблем в девелоперском финансировании и земельных проблем является серьезный риск того, что следующее восстановление в Европе будет характеризоваться очень низким уровнем предложения. Во многих европейских странах недостаток качественного и хорошо расположенного жилья является долгим и, кажется, неразрешимым вопросом. И он может стать еще более актуальным в течение нескольких следующих лет, помогая создать условия для еще одного цикла ценового бума и провала.

¹ CML & Crosby, Mortgage finance interim analysis, HM Treasury. London, 2008.

² Ball M. The UK Housing Market. Origins and Prospects. National Association of Estate Agents, 2008.

³ Ibid.

⁴ Financial Stability Reviews. December 2007 & 2009 (Swedish Central Bank).

⁵ Европейский жилищный обзор 2010 г. URL: rics.org/her.