

# **О чём шепчут ставки?**

## **1. Россия – не Европа.**

Слуцкий А.А., к.т.н., заместитель председателя Комитета по научно – методологическим вопросам оценочной деятельности Собза Самарегулируемых Организаций Оценщиков

# Введение

Исследование «О чём шепчут ставки?» в настоящий момент задумывается состоящим из трёх частей:

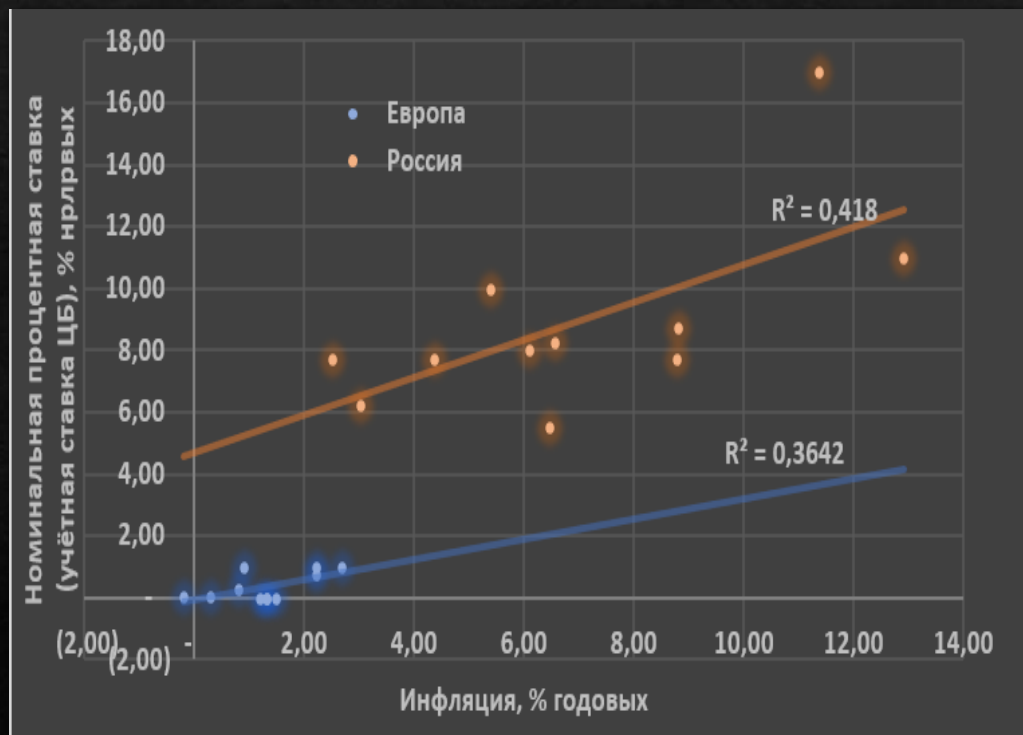
1. Россия – не Европа
2. Российский кредитный рынок и ликвидность российского рынка коммерческой недвижимости
3. Межсегментные и межклассовые корреляции

Ниже представлена первая часть исследования, представляющая собой сравнение доходностей монетарно – фондовых рынков и рынков коммерческой недвижимости Европы и России.

Расчёты по двум остальным частям, представляющим большой практический интерес, завершены, а оформление находится «в процессе».



# 1.1. Инфляция, номинальная и реальная ставки процента

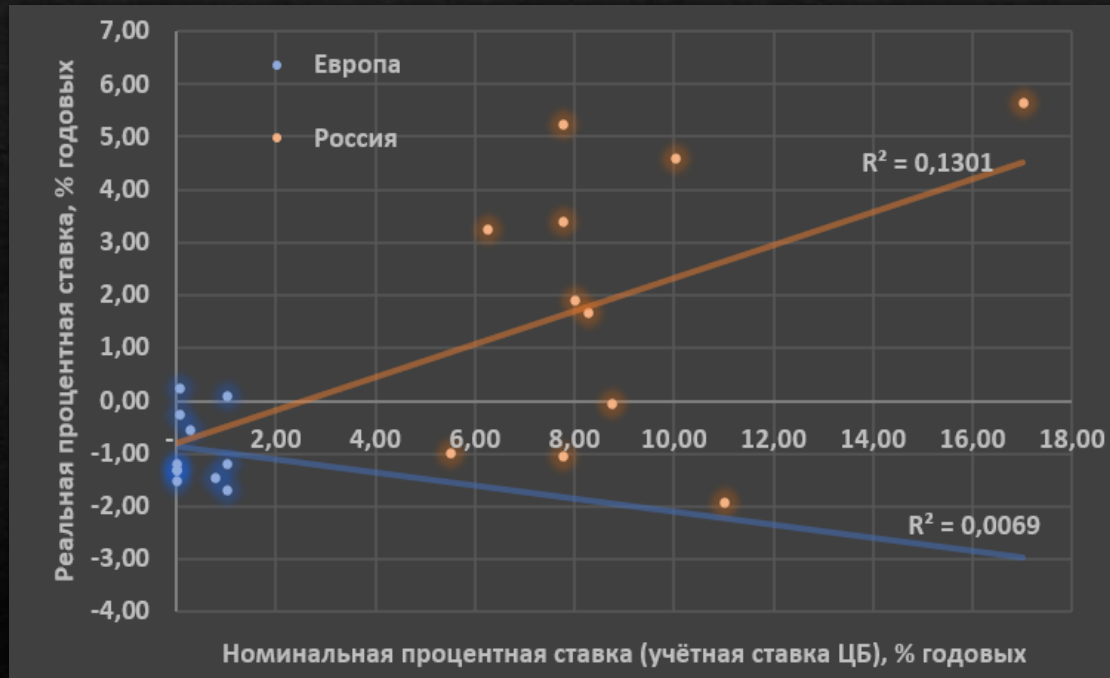


В целом, и в Европе, и в России номинальная ставка процента – ключевая ставка Центрального Банка – ориентируется на инфляцию.

Однако, связь этих ставок очень приблизительна.

При этом по величине инфляции Россия – совершенно иной мир относительно Европы. Но это ни для кого не секрет.

# 1.1. Инфляция, номинальная и реальная ставки процента

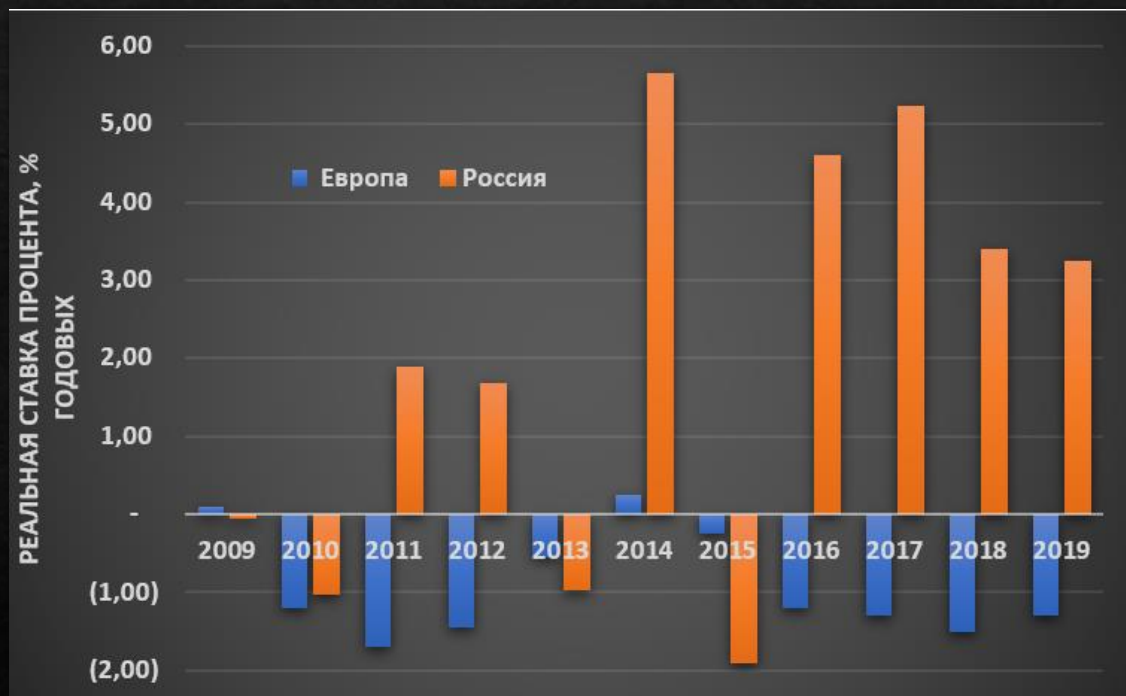


Реальная ставка процента = Номинальная ставка процента (учётная ставка Центрального банка) – Инфляция.

И в Европе, и в России связь номинальной и реальной процентных ставок отсутствует.

Сложно судить, хорошо это, или плохо, но представляется, что каких бы то ни было выводов из этого делать не стоит..

# 1.1. Инфляция, номинальная и реальная ставки процента



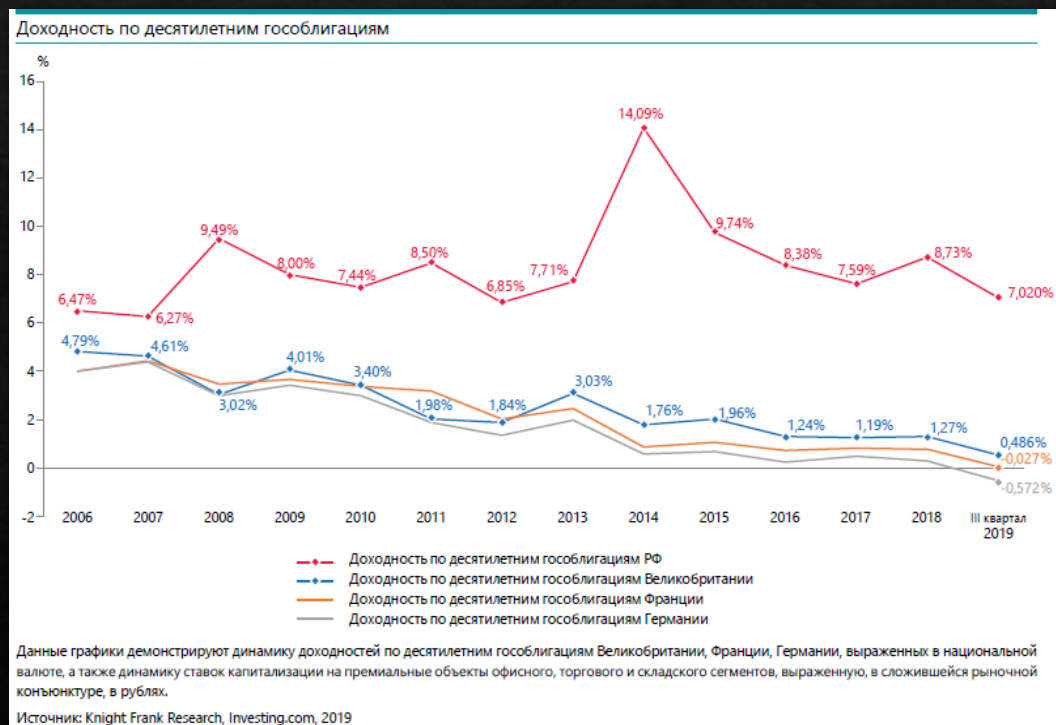
А вот этот график говорит о многом, поскольку отражает качественно разный характер монетарной политики в Европе и в России.

В Европе последовательно проводится политика отрицательной реальной процентной ставки, что, очевидно, призвано оказать стимулирующее влияние на экономику.

Российские монетарные власти стабильно удерживают положительную реальную ставку процента, «охлаждая» экономическую активность и ограничивая рост экономики во всех её сегментах.



# 1.2. Доходность гос. облигаций

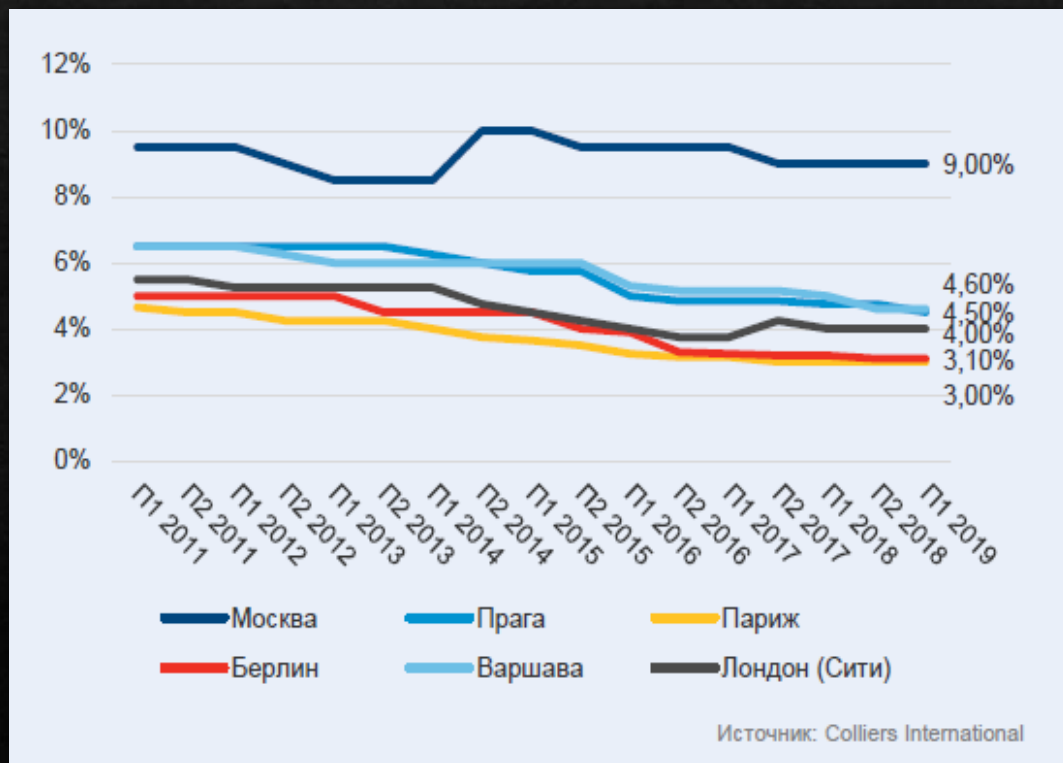


Разница в доходностях государственных облигаций в Европе и в России разительна., что объясняется как качественно разным уровнем инфляции, так и качественно разной монетарной политикой в части реальной процентной ставки.

Но разительно и различие во временной динамике – если в странах Европы налицо тенденция к снижению доходности, то в Россия демонстрирует непохвальную стабильность с пиками во времена известных кризисов 2008 и 2014 годов.

При этом кризис 2014 года, имеющий эндогенную природу «вздул» доходность гос. облигаций существенно сильнее, чем кризис 2008 года с его экзогенной, «инфекционной» природой.

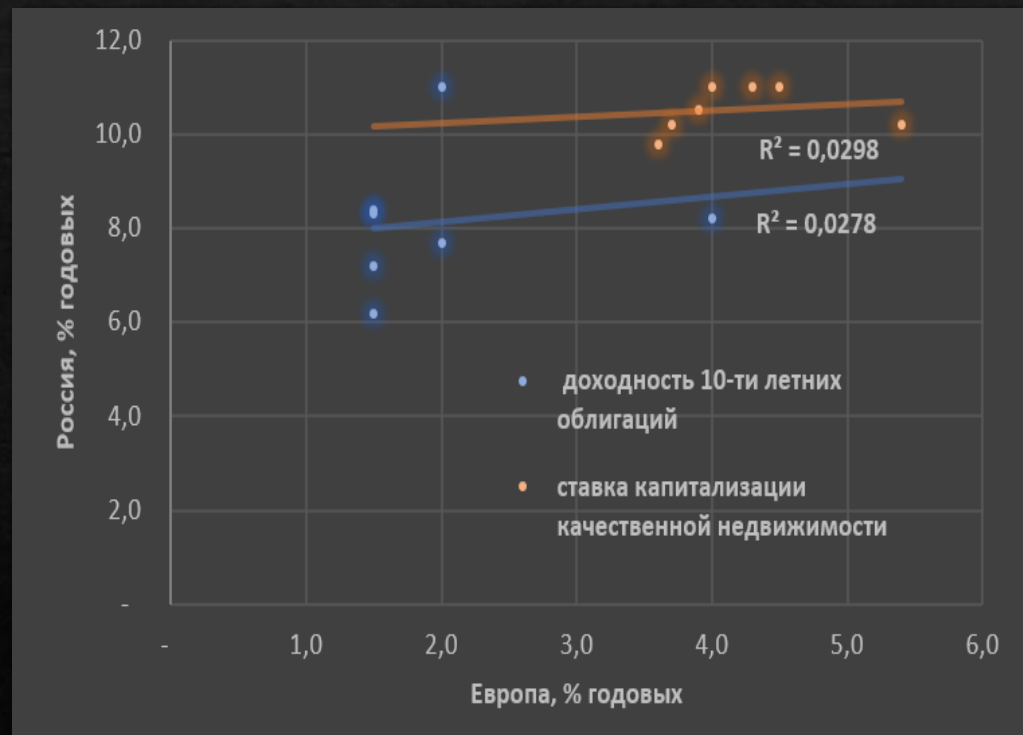
# 1.3. Доходность коммерческой недвижимости



Ровно та же картина имеет место и для ставок капитализации качественных офисов в Москве и в основных городах Европы.

В этой связи подчас вызывают искреннее удивление ставки капитализации низкокласной коммерческой недвижимости, используемые при оценке в провинциальных «городах и сёлах» России, которые равны ставкам капитализации первоклассных офисов в Лондоне ...

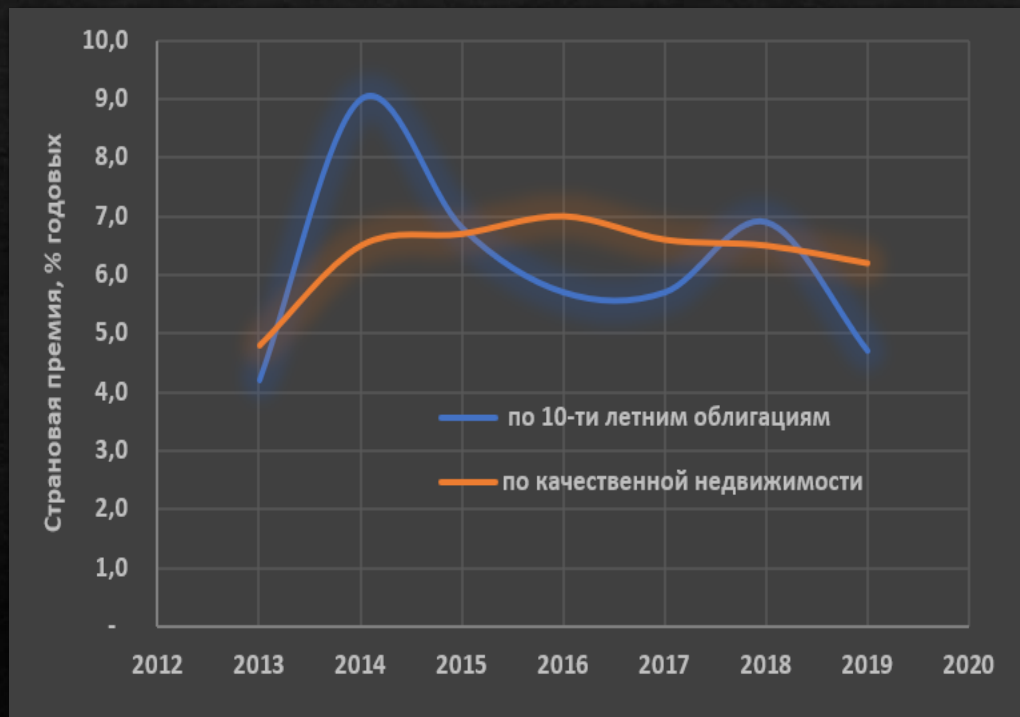
# 1.4. Страновая премия.



Корреляция между доходностями 10-ти летних гос. облигаций и ставками капитализации качественной недвижимости в Европе и России полностью отсутствует, что чётко указывает на отсутствие какой бы то ни было связи и рынков гос. долга, и рынков недвижимости.



## 1.3. Страновая премия.



Между тем, величина страновой премии, определённой двумя путями

1. как разница доходностей 10-ти летних гос. облигаций;

2. как разница ставок капитализации

исторически совместно тяготеют к некоторому среднему значению, которое при необходимости можно использовать в практических целях.

## 1.3. Страновая премия.

	Страновая премия «Россия – Европа» в 2013 – 2019 г.г., % годовых	
	по 10-ти летним облигациям	по качественной недвижимости
<b>минимум</b>	4,2	4,8
<b>среднее</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>
<b>максимум</b>	9,0	7,0

Величина среднего значения страновой премии составляет 6,1 – 6,3% годовых. Интервалы, в которых исторически находились эти средние значения, определённые двумя путями, так же близки по размаху.

Таким образом, можно заключить, что страновое различие рынков Европы и России носит фундаментальный характер своего рода «Берлинской стены».

При этом, надо отметить, что среднее значение страновой премии, определённое по 10-ти летним облигациям, более, чем в 3 раза превышает доходность европейских облигаций, а среднее значение, определённое по качественной недвижимости, более, чем в 1,5 раза превышает ставку капитализации качественной европейской недвижимости.

# 1.4. Степень влияния денежно - фондового рынка на рынок недвижимости.

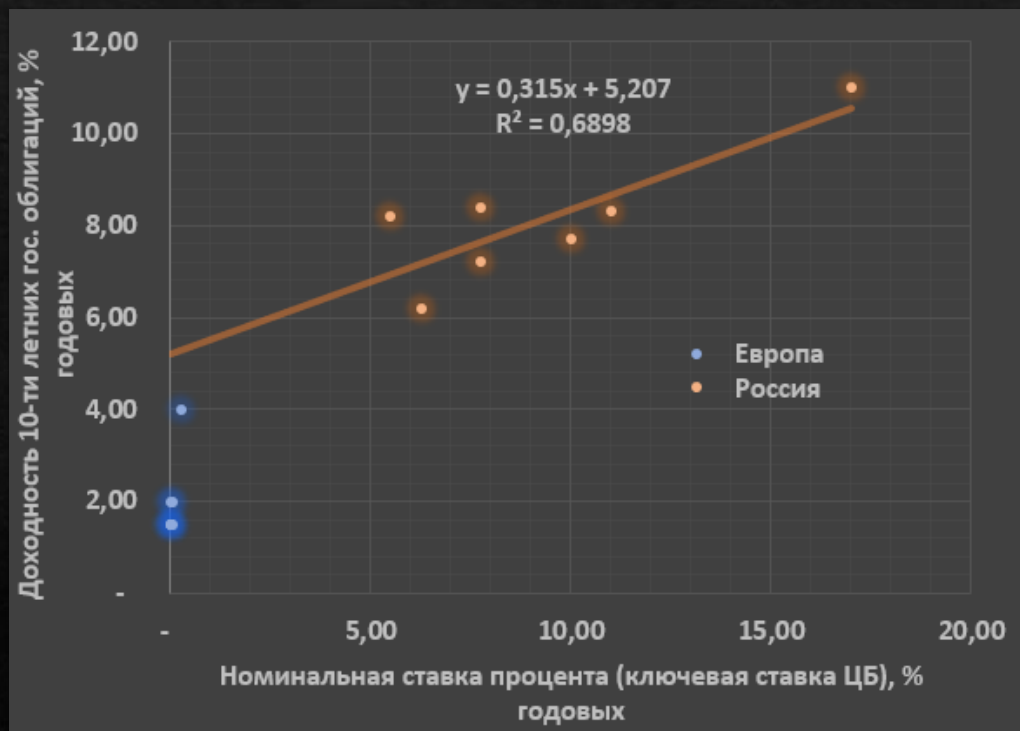
1. учётная ставка центрального банка	
2. ставка государственного долга	
3. рыночная кредитная ставка	
4. рыночная ставка капитализации коммерческой недвижимости	

Логично предположить, что монетарное регулирование рынка недвижимости осуществляется в соответствии с показанной схемой, т.е. регулирующее воздействие монетарных властей, заключающееся в изменении ключевой ставки (обусловленное изменением инфляции) по цепочке должно вызвать сонаправленное изменение ставки доходности гос. долга, ставки кредитования и ставки капитализации рынка коммерческой недвижимости.

Проверим, что имеет место на практике.

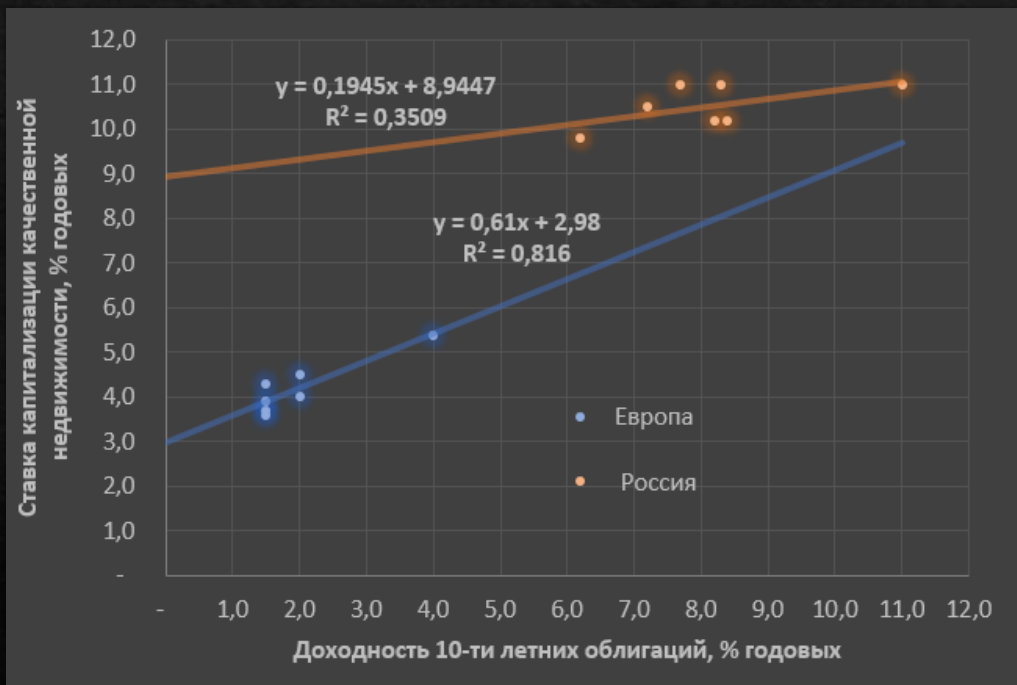


# 1.4. Степень влияния денежно - фондового рынка на рынок недвижимости.



И в самом деле, на первом этапе влияние величины ключевой ставки на доходность 10-ти летних гос. облигаций в России действительно присутствует (искать такую связь в Европе, где ключевая ставка на протяжении уже ряда лет является нулевой, попросту бессмысленно). Однако, степень этого влияния вряд ли является в достаточной степени сильной для, чтобы можно было однозначно утверждать, что монетарные власти в лице Банка России оказывают существенное воздействие на монетарно – фондовый рынок.

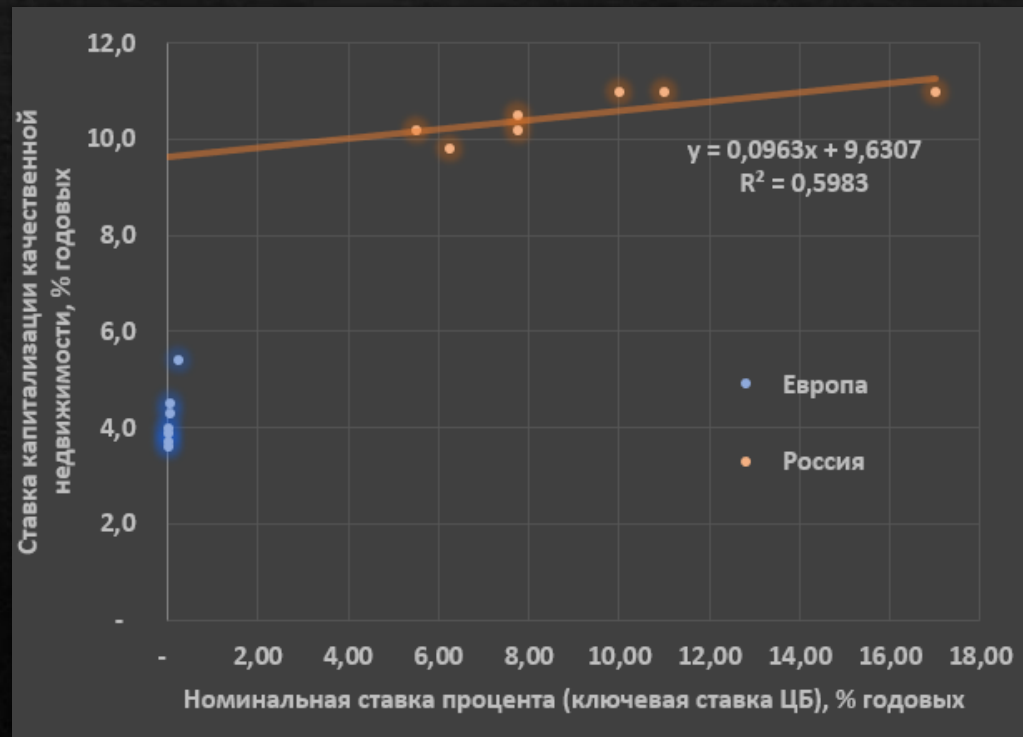
# 1.4. Степень влияния денежно - фондового рынка на рынок недвижимости.



Если сопоставить степень влияния изменений на монетарно – фондовом рынке, которые отражаются в ставках доходности 10-ти летних облигаций, на рынок недвижимости, состояние которого отражает ставка капитализации, то опять обнаруживается разительная разница европейского и российского рынков .

Хотя теснота связи рынков не велика, но степень влияния монетарно – фондового рынка на рынок недвижимости в Европе, определённое по углу наклона линейного аппроксимирующего тренда - 0,6100 отн. ед. – более, чем в 3 раза сильнее, чем в России - 0,1945 отн. ед.

# 1.4. Степень влияния денежно - фондового рынка на рынок недвижимости.



Степень влияния ставки кредитования на ставку капитализации коммерческой недвижимости мы позднее обсудим специально и подробнее, а сейчас рассмотрим интегральный эффект влияния монетарного регулирования на рынок коммерческой недвижимости – связь ключевой ставки и ставки капитализации коммерческой недвижимости.

Как и ранее, искать такую связь в Европе наивно, но нетрудно видеть, что такая связь в России присутствует. Однако, степень влияния ключевой ставки на ставку капитализации мало вплоть до ничтожности. В этих условиях снижение ключевой ставки в разы и даже до нуля, если и окажет какое-то влияние на ставку капитализации, то совсем незначительное.

Это обстоятельство нельзя оценить иначе, как полностью негативное.



# Выводы по первой части исследования.

1. И монетарные рынки и рынки коммерческой недвижимости Европы и России отличаются на качественном уровне.

2. Это проявляется на примерах всех рассмотренных параметров – инфляция, номинальная и реальная ставки процента в экономике, политика в отношении реальной ставки процента, доходности государственного долга и качественной коммерческой недвижимости.

3. В России существенно слабее связь монетарно – фондового рынка и рынка недвижимости, что, скорее всего, является негативным фактором, нежели позитивным.

4. Вызывает обоснованную настороженность «непроходимость» регулирующих воздействий российских монетарных властей, заключающихся в регулировании номинальной ставки процента, до рынка недвижимости.