



Херенграхт, Амстердам, район Питера Франца.

# Цены на жилье: возможно ли дальнейшее снижение?

Пракаш Лунгани

**В исторической перспективе отличительной особенностью цен на жилье является их волатильность, а не их тренд**

В 1625 году Питер Франц построил дом в Херенграхте, новом районе Амстердама. Когда Голландская Республика в 1620-х годах обрела статус мировой державы, а Амстердам стал первым крупным фондовым рынком, а также рынком биржевых товаров и фьючерсов, цена на дом увеличилась меньше, чем за десятилетие, вдвое. В течение последующих трех столетий цена на дом Франца падала из-за войн, спадов, финансовых кризисов, а потом снова возросла (Shorto, 2006). Когда в 1980-е годы дом перешел в другие руки, его реальная стоимость, то есть после учета инфляции, за 350 лет выросла лишь вдвое, что дает очень скромную норму прибыли от этой инвестиции.

Более того, при рассмотрении за длительный исторический период отличительной чертой цен на жилье в Херенграхте был не тренд, а циклы (см. рис. 1): инновации и благополучные времена приводили к росту цены в течение нескольких лет, и как только, похоже, укоренилось убеждение, что на этот раз будет по-другому, наступали шоки и цены падали.

В период с конца 1990-х годов цены на дома в Херенграхте, и в целом в Амстердаме, увеличились за 10 лет вдвое, но затем началось новое резкое падение. Недавний рост цен в Амстердаме и их корректировка были частью глобальной бума и спада цен на жилье. Цены на жилье резко выросли в США, росту способствовали инно-

вации в сфере жилищного финансирования. Они также выросли в Ирландии, что совпало с быстрым по историческим меркам ростом экономики; в Испании и Австралии рост подстегивался иммиграцией; в Исландии он был частью бума, вызванного небывалым расширением финансового сектора страны. В 2006 году цены на жилье стали падать — сначала в США, а потом в других странах (см. рис. 2).

Этот цикл бума и спада повсеместно считается ведущим фактором, способствовавшим мировому финансовому кризису, который сам был в целом признан как самая опасная экономическая угроза, с которой мир сталкивался после Великой депрес-

сии. Понимание причин циклов цен на жилье и методов их смягчения важно для поддержания макроэкономической стабильности как на национальном, так и глобальном уровне. Что мы знаем о распространенности и амплитуде (колебания цен от пика до низшей точки и наоборот) циклов цен на жилье в странах мира? Каковы движущие силы этих циклов? И что этот анализ говорит нам относительно будущего цен на жилье?

## Факты относительно циклов цен на жилье

Определение поворотных точек в ряде экономических данных, «датирование» циклов, является тем более надежным, чем дольше продолжается ряд данных. Данные о ценах на жилье, начинающиеся с 1600-х годов, как для района Херенграхт в Амстердаме, являются не правилом, а исключением. Однако для многих членов ОЭСР национальные данные о ценах на

## Цикл цен на жилье

Подъем цен на жилье в 18 странах с развитой экономикой<sup>1</sup>, который начался в середине 1990-х годов и продолжался десятилетие, затмил подъемы прошлых циклов. Спад, начавшийся три года назад, продолжается.

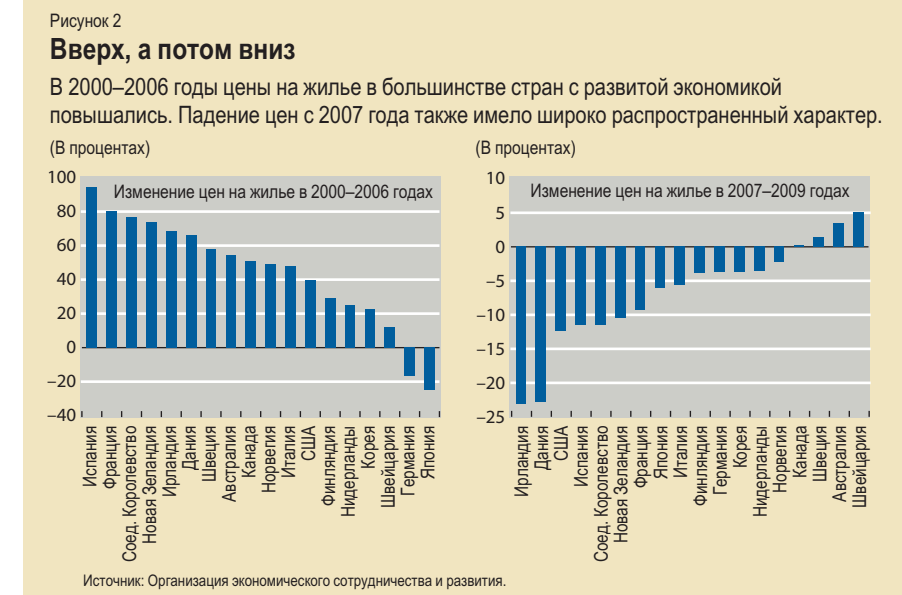
Цикл	Подъем		Спад	
	Продолжительность	Изменение цен <sup>2</sup>	Продолжительность	Изменение цен <sup>3</sup>
1970 — середина 1990-х годов	21 квартал	+40 процентов	18 кварталов	-22 процента
Середина 1990-х — настоящее время	41 квартал	+114 процентов	13 кварталов	-15 процентов

Источник: Igan and Loungani (готовится к печати).

<sup>1</sup>К 18 странам относятся Австралия, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Корея, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония.

<sup>2</sup>Реальные цены, от низшей точки до пика.

<sup>3</sup>Реальные цены, от пика до низшей точки.



жилье начинаются с 1970 года, что достаточно для надежной датировки соответствующих циклов.

С 1970 года по середину 1990-х годов средний подъем цен на жилье в 18 странах ОЭСР продолжался немногим более пяти лет, в течение которых реальные цены (с поправкой на инфляцию) увеличивались в среднем на 40 процентов (см. таблицу). Последующий спад обычно продолжался четыре с половиной года, и цены падали примерно на половину их прироста во время подъема.

Прошлое служит призмой для рассмотрения нынешнего цикла, который начался в большинстве стран где-то между серединой 1990-х годов и началом 2000-х годов. Подъем в этом самом последнем цикле продолжался в два раза дольше, чем в среднем в прошлом



## Цены на жилье: детерминанты или «пузыри»?

Роберт Шиллер хорошо известен тем, что он предсказал крах фондового рынка в 2000–2001 годах (см. *Ф&Р*, сентябрь 2008 года). В 2003 году он предостерег, что цены на жилье в США также были «вздутыми», другими словами, они повысились намного больше, чем это было обусловлено основными движущими силами, такими, как рост доходов, процентные ставки, демографические изменения и себестоимость строительства. Шиллер продемонстрировал, что отношение цен на жилье к арендной плате и доходам было наивысшим за столетие.

Шиллер считает, что такие «пузыри» образуются из-за того, что ожидания относительно цен на активы часто формируются материалами СМИ и общественным восприятием реальности, а также чрезмерной уверенностью в благоприятном исходе. Коррупция и антисоциальное поведение некоторых лиц может увеличивать «пузырь». В условиях рынка жилья США, утверждает Шиллер, у населения укоренилось представление о том, что цены на жилье никогда не снижаются или что на этот раз все будет по-другому. Предложение ипотечных ссуд лицам, очевидно неспособным погасить эти ссуды, и реоформление этих ссуд в обращающиеся на рын-

ке способствовали углублению последствий этих неправильных восприятий.

Экономист университета Эшива Джеймс Кан вместе с соавтором Робертом Ричем из Федерального резервного банка Нью-Йорка, напротив, утверждает, что взлет цен на жилье в США может быть объяснен экономическими детерминантами, особенно ожиданиями роста доходов. В работе Кана предполагается, что взлет цен с середины 1990-х по 2007 год был основан на уверенности в том, что рост производительности приведет к последовательному росту доходов. Эта динамика резко изменилась в 2007 году, когда возникло представление о замедлении роста производительности, тем самым бум жилья и обоснованность ипотек, зависящих от устойчивого повышения цен на жилье, были подорваны. Хотя рост производительности в США начал замедляться в 2004 году, представление об этом, согласно Кану, стало соответствовать реальности лишь в 2007 году.

Кан также утверждает, что из-за относительно неэластичного характера предложения жилья в периоды экономического роста выше среднего цены могут опережать доходы и резко падать, когда рост замедляется. В результате, усиленные реакции цен на базовые изменения детерминант весьма схожи со сценарием «пузырей» и спадов, который недавно имел место.

(41 квартал по сравнению с 21кварталом) и был более выраженным, при этом цены выросли почти в три раза. Продолжающийся спад приближается к продолжительности прошлых, и падение цен на жилье до сих пор близко к величине прошлых спадов. Но поскольку цены росли намного быстрее, чем в прошлые подъемы, их снижение может превзойти прошлые спады.

### Движущие силы в основе циклов цен на жилье

Почему цены на жилье изменяются циклами, как это показано в таблице? Взаимодействуют как долгосрочные, так и краткосрочные взаимосвязи.

**Долгосрочные взаимосвязи.** Экономическая теория утверждает, что цены на жилье, арендная плата и доходы должны в долгосрочном плане меняться в связке. Почему? Рассмотрим

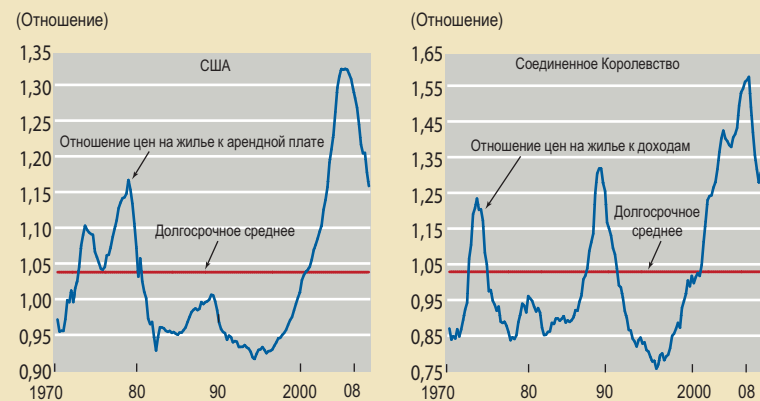
вначале цены на жилье и арендную плату. Покупка и аренда являются вариантами удовлетворения потребности в крове. Поэтому в долгосрочном плане цены на жилье и арендная плата не могут отрываться друг от друга. Когда это происходит, люди будут переходить от покупки к аренде и наоборот, что вызовет корректировку цен и арендной платы и восстановление соответствия между ними. В долгосрочном плане цены на жилье также не могут слишком отклоняться от способности людей платить эти цены, то есть от их доходов.

Взять, например, долгосрочные взаимосвязи в США и Соединенном Королевстве (см. рис. 3). За период с 1970 года по начало 2000-х годов отношение цен на жилье к арендной плате в США возвращалось к долгосрочной средней четыре раза. Цены на жилье опережали арендную плату в 1970-е годы, но с 1980 по 2000 год отношение цен на жилье к арендной

Рисунок 3

### Связаны вместе

В США и Соединенном Королевстве, как и во многих странах, арендная плата и доходы изменяются вместе с ценами на жилье.



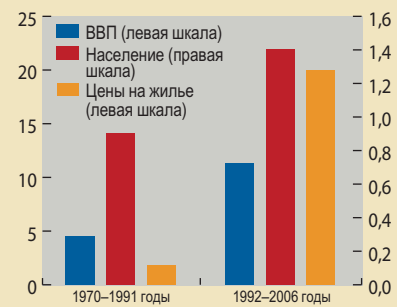
Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

Рисунок 4

### Подталкивая цены на жилье

Активный рост доходов и численности населения может придать мощное ускорение реальным ценам на жилье, как это произошло в Ирландии после 1992 года.

(Среднегодовые темпы, в процентах)

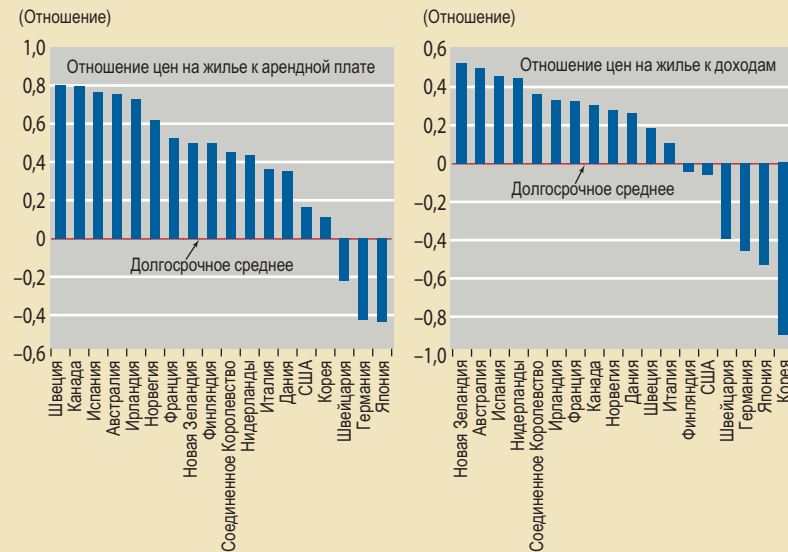


Источники: расчеты автора на основе данных МВФ и Организации экономического сотрудничества и развития.

Рисунок 5

### Как низко могут упасть цены?

Несмотря на значительное снижение, отношение цен на жилье к арендной плате и доходам по-прежнему выше долгосрочных средних в большинстве стран с развитой экономикой.



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.  
Примечание. Долгосрочное среднее отражает 1970–2000 годы. Текущие отношения относятся к концу 2009 года.

плате упало до уровня немного ниже долгосрочной средней. С 2000 по 2006 год это отношение намного превысило долгосрочный средний уровень, а впоследствии возвращается к этому уровню. И с учетом этого показателя, как и амплитуды прошлых циклов, возможна дополнительная корректировка. В Соединенном Королевстве схожая ситуация наблюдается для отношения цен на жилье к доходам. С 1970 по 2000 год это от-

## Одна из причин столь быстрого роста цен на жилье заключается в том, что предложение жилья не может быть моментально изменено.

ношение было близко к долгосрочному среднему уровню, хотя пару раз резко отклонялось. С 2006 года отношение стало опускаться в сторону долгосрочного среднего уровня, хотя оно все еще значительно его превышает.

**Краткосрочные детерминанты.** Если долгосрочные взаимосвязи действуют как ориентир, то в краткосрочном плане цены на жилье от него удаляются, часто весьма значительно и на длительное время. Активный спрос приводит к увеличению цен на жилье, часто повышение больше того, которое полностью объясняется основными факторами. Наглядным примером служит Ирландия (см. рис. 4). В 1992–2006 годах в Ирландии рост доходов превышал 10 процентов в год, что более чем вдвое опережало средние темпы предыдущего двадцатилетия. Рост численности населения также ускорился после 1992 года. Повышение цен на жилье опережало эти факторы — с 1992 по 2006 год цены росли почти на 20 процентов в год, что в 10 раз быстрее

темпов предыдущего двадцатилетия. Одна из причин столь быстрого роста цен на жилье заключается в том, что предложение жилья не может быть моментально изменено. Другая заключается во взаимодействии рынка жилья и финансового рынка. Поскольку жилье служит залогом, повышение цен может оказать обратное воздействие: при повышении цен на залог, банки готовы увеличивать кредитование населения, что подстегивает бум цен на жилье. Это обратное воздействие может возникать независимо от того, что вызвало первоначальное повышение цен: инерция спроса, политика правительства, например, низкие ставки, или институциональные изменения, которые расширяют доступность ипотечного кредита.

Более того, основные факторы не полностью объясняют все изменения цен во всех странах во все времена. Как утверждает экономист Йельского университета Роберт Шиллер и другие, цены на жилье могут определяться психологическими и социологическими факторами; эти факторы могут также усиливать изменения цен на жилье в ответ на экономические детерминанты (см. вставку).

### Возможно дальнейшее падение?

Несмотря на признаки стабилизации, глобальная корректировка на рынке жилья продолжалась в течение 2009 года. Цены на жилье в странах ОЭСР с IV квартала 2007 года по III квартал 2009 года снизились в среднем на 5 процентов в реальном выражении.

Как низко могут упасть цены? Следует учесть ряд факторов.

Во-первых, цены на жилье в большинстве стран по-прежнему существенно превышают уровни, наблюдавшиеся во времена подъема в начале 2000-х годов. Во-вторых, эти цены опережают арендную плату и доходы, которые, как отмечалось выше, часто служат долгосрочными ориентирами для цен. На рис. 5 показано, насколько отношение цен к арендной плате и доходам должно упасть дополнительно, чтобы вернуться к долгосрочному среднему уровню. В-третьих, эконометрические модели показывают, что цены на жилье в 2000–2006 годах выросли в большей степени, чем это может быть объяснено либо краткосрочными факторами, либо долгосрочными взаимосвязями: произошедшие до настоящего времени корректировки не устранили всех излишеств, вызванных повышениями цен на жилье.

Из этого следует тревожный вывод: цены на жилье во многих странах могут дополнительно снизиться. ■

Пракаш Лунгани — советник в Исследовательском департаменте МВФ.

### Литература:

- Igan, Deniz, and Prakash Loungani, forthcoming, "Global Housing Cycles," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," The New York Times Magazine, March 5.