

Время «доступного» жилья?

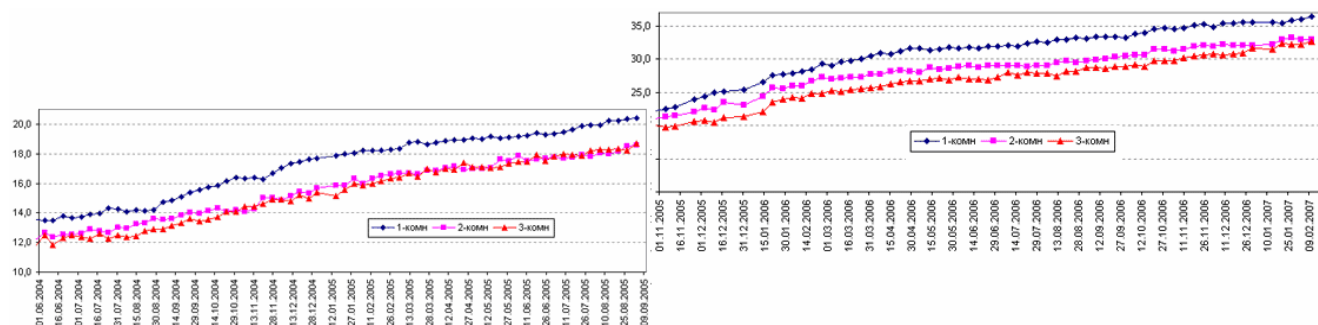
Рынок жилой недвижимости в г.Челябинске на протяжении нескольких последних лет был рынком продавца. Строительные компании успешно применяли 3 стратегии:

1. Лимитирование предложения уже построенного жилья с целью сдерживания общего объема предложения на первичном рынке – характерно для объектов среднего и бизнес-класса, например, некоторые дома Стройком, ДБМ, Массив;
2. Массовое предложение квартир по цене на 10-15% выше среднерыночной, что позволяет задать планку ценовых ожиданий и выжидать, когда рынок «подтянется» к назначенной цене – характерно для эконом-класса, например массовой застройке на Северо-Западе – Массив, Стройком;
3. Реализация квартир через риэлтеров, причем застройщик устанавливает премию +5% к рынку и риэлтер добавляет столько же.

Эти стратегии принесли свои результаты благодаря сочетанию ряда факторов:

- Локальный кризис на рынке жилищного строительства в 2005 г. в связи со сменой Главы города и изменениями градостроительного законодательства;
- Опережающие темпы роста реальных доходов населения в силу дефицита трудовых ресурсов и социально ориентированной политики расходования бюджетных доходов;
- Развитие системы ипотечного кредитования.

Средневзвешенная цена жилья (первичный и вторичный рынки) увеличилась за 2,5 года с 12-14 т.р./м² до 33-36 т.р./м²¹



Приближение к точке равновесия наступило весной-летом 2007 г., когда цены на жилую недвижимость стабилизировались, *несмотря на* резкое увеличение финансирования покупателей – за 9 месяцев с 01.10.06 по 01.07.07 в Челябинской области выдано банковских кредитов на приобретение жилья, включая ипотечные, на большую сумму (7 млрд.р.), чем за весь период до 01.10.06 (5,4 млрд.р.)².

Кредитный бум – УрБК, Челябинск, 18.09.2007.

За 8 месяцев текущего года в Челябинской области с участием ОАО «Южно-Уральское Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» выдано 19 тыс. кредитов на сумму более 12 млрд. руб. Как сообщает пресс-служба ЮУ АИЖК, в сравнении с аналогичным периодом прошлого года объем выдачи ипотечных кредитов в денежном выражении вырос в 6 раз. Всего в этом году на территории области банками и небанковскими структурами планировалось выдать около 20 тыс. кредитов. В настоящее время около 40 банков предлагают более 100 программ ипотечного кредитования. В ЮУ АИЖК аккредитовано 14 банков, работающих по федеральным стандартам. Остальные банки выдают кредиты на приобретение жилья по собственным программам.

Это поставило застройщиков в патовое положение: для расчетов по ранее взятым банковским кредитам и пополнения оборотных средств на новое строительство необходима высокая ликвидность введенного жилья, а повышать ликвидность за счет снижения цен неприемлемо, дабы не «уронить» рынок.

¹ Анализ базы данных www.chelreal.ru

² Данные Банка России www.cbr.ru

Ранней осенью с.г. были предприняты попытки информационного воздействия в контексте «покупай жилье скорей, завтра подорожает», в которых союзниками строителей выступили риэлтеры, однако безуспешно. В обсуждении одной из публикаций такого толка на 74.ru³ 95% постов из примерно 70 однозначно обвинили авторов в некомпетентности и сговоре с целью манипулирования рынком.

В сентябре 2007 ситуация кардинально изменилась: ликвидность построенного жилья стала для застройщиков уже не фактором *доходности*, а критерием *выживания*. Причина – резкое уменьшение лимитов банковского финансирования как самих строителей, так и покупателей жилья, вызванное кризисом ликвидности на мировых финансовых рынках.

Безрассудная кредитная политика на крупнейшем рынке мира – США, спровоцированная все более широким распространением и изощренностью производных финансовых инструментов, породила колоссальный объем необеспеченных обязательств в сегменте subprime⁴, который «лопнул» весной с.г. Основным негативным последствием для нас стало повышение уровня риска и уменьшение лимитов размещения финансовых средств со стороны крупнейших источников фондов (страховые компании, пенсионные фонды) на развивающиеся рынки (emerging markets), в число которых входит Россия.

Вывод средств нерезидентов из России можно проследить по таким показателям, как корреспондентские счета банков нерезидентов в крупнейших российских банках, которые за август снизились на 36%, до 8,271 млрд руб. На сокращение этого показателя мог повлиять кризис доверия на мировых рынках, а также закрытие позиций банков-нерезидентов, зарезервированных под покупку некоторых российских активов, например ЮКОСа.

Кроме того, по данным ЦБ, в августе объемы средств крупнейших российских банков на корсчетах в банках-нерезидентах увеличились на 40%, до 114,984 млрд руб. «Снижение объема средств банков-нерезидентов в России и увеличение счетов российских банков за границей скорее всего связано с кризисом доверия. В период кризиса иностранные банки переоценили своих корреспондентов, в то время как российские банки продолжали с ними активно работать», — говорит главный экономист Альфа-банка Наталия Орлова.

Как отмечает начальник аналитического управления ФК «Открытие» Халиль Шехмаметьев, в течение длительного времени доля иностранных активов российских банков во всей банковской системе снижалась: «На 1 апреля доля иностранных активов составляла 15%, а на 1 августа 10,9%. Наверное, именно в августе было локальное дно иностранных активов, после которого начался рост». С другой стороны, именно через счета российских банков нерезиденты выводят доллары с рынка России, в то время как по балансу это отражается в росте средств на счетах в иностранных банках.

Закономерным следствием для России стал осенний кризис банковской ликвидности, подтвердивший слабость и уязвимость национальной финансовой системы, которая на треть фондируется из зарубежных источников. Среди существенных факторов и механизмов развития кризиса можно выделить:

- Банки, уже имевшие в пассивах международные долговые обязательства, вынуждены были частично их погасить – в основном, планово (на этот период пришелся пик выплат по евробондам) и в ряде случаев, досрочно, что вызвало рекордный отток капитала из страны. Кроме того, потребовалось увеличить резервы на обслуживание внешнего долга;
- Некоторые крупные национальные банки отложили размещение масштабных заимствований на европейском рынке капитала ввиду неблагоприятной конъюнктуры – повысившейся стоимости денег;
- Резко уменьшились объемы и возросла стоимость межбанковского кредитования, что сократило базу фондирования средних и малых банков (в эту категорию попадает большинство региональных банков). В связи с этим, Банк России вынужден был в разы увеличить объем их рефинансирования для поддержания ликвидности системы.

S&P предупреждает о рисках – RBC Daily, 10.09.2007

Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's предупредило о возможных банкротствах среди российских банков из-за глобального ухудшения ликвидности. Риск в основном подвержены банки второго и третьего эшелона, некоторые столкнутся с реальной угрозой банкротства, самоликвидации или «точечного дефолта».

³ См., например, www.domchel.ru

⁴ Ипотечные кредиты, выданные заемщикам, чья кредитоспособность весьма сомнительна

В пятницу агентство Standard & Poor's выразило «опасения относительно кредитных организаций, находящихся на периферии национальной банковской системы». Банки со слабой капитализацией и системой управления могут столкнуться со значительными проблемами финансирования, что потенциально ведет к их закрытию, говорится в пресс-релизе агентства. «Это может быть как самоликвидация, так и «точечные дефолты», — уточнил аналитик S&P Евгений Тарзиманов.

По словам аналитика S&P Екатерины Трофимовой, ухудшение ликвидности в российской банковской системе пока не критическое, поэтому «озабоченность по поводу российского банковского сектора связана главным образом с отдельными банками». По мнению агентства, риску ухудшения ликвидности, ведущему к банкротству, в основном подвержены банки второго и третьего эшелонов, не имеющие доступа к сделкам прямого РЕПО с Банком России. Третим эшелоном аналитики обозначили банки, находящиеся за пределами первой сотни (всего в России на 1 августа действовали 1163 кредитных организации).

Источник проблем, отмечает S&P, в том, что ни система риск-менеджмента, ни нормы банковского надзора не соответствуют стремительному росту кредитования в России. Из-за этого многие банки в погоне за прибылью активно занимали краткосрочные средства на международных рынках для долгосрочного кредитования розничных клиентов. В результате долг банковского сектора со средним сроком погашения значительно меньше трех лет оказался слишком большим (около 10% ВВП. — S&P).

В условиях сокращения ликвидности разрыв активов и пассивов по срокам погашения ведет к напряженности на рынке межбанковского кредитования (МБК) и создает проблемы банкам «второго и третьего круга», пополняющим значительную часть пассивов за счет межбанковских кредитов. В случае реализации «полноценного» кризиса на рынке МБК потери банков будут серьезные и составят до 25,3% совокупного капитала в банковском секторе (результаты стресс-теста ЦБ на 1 января 2007 года). Пока ЦБ удавалось удовлетворять возросшие потребности банков. За три недели с 15 августа ЦБ предоставил банкам в рамках РЕПО 1,9 трлн руб. (в среднем 5 млрд долл. в день), но уже в октябре-ноябре ЦБ прогнозирует рост потребности в 3 раза.

«Многое зависит от того, насколько изъятие капитала будет организованным или дезорганизованным процессом», считают аналитики S&P. Сейчас, отмечают они, российский межбанковский рынок кредитования очень слаб с операционной точки зрения, и в первую очередь это связано с узким спектром облигаций в ломбардном списке ЦБ. Чтобы избежать потрясений, ЦБ принял решение с октября расширить этот список: он понизил требования к рейтингу принимаемых в обеспечение бумаг на две ступени до В+ (по шкале S&P).

«Есть серьезные проблемы с рефинансированием, они видны по тем объемам, которые ЦБ вливает в банковскую систему, — отмечает вице-президент ФБК Алексей Терехов. — Но дефолты будут не из-за оттока капитала из России как такового. Самый большой источник проблем для банков в растущем уровне невозврата кредитов из-за ожидаемого снижения темпов кредитования. В этих условиях крупные игроки, у которых небольшие банки раньше кредитовались на МБК, сами столкнувшись с сокращением объемов ликвидности, будут уменьшать лимиты на своих контрагентов с подобными проблемами в балансе».

Но в конечном итоге жизнь и смерть отдельных банков будет решаться не на рынке МБК. «Это не столько вопрос ликвидности, — говорит главный экономист Альфа-банка Наталия Орлова, — сколько принципиального желания акционеров поддержать банк в трудных условиях. В их числе много компаний и предприятий, для которых банк — непрофильный бизнес, после введения системы страхования вкладов ставший более затратным. Кризисная ситуация на финансовых рынках станет «спусковым крючком»: некоторые акционеры сочтут, что банк обходится им слишком дорого, и предпочтут от него избавиться».

В итоге, практически все банки ужесточили требования к заемщикам. Некоторые банки, особенно небольшие, были вынуждены сократить программы кредитования как юридических, так и физических лиц, вплоть до отказа выделения денежных средств по ранее заключенным кредитным договорам (например, МДМ-Банк). Часть банков воспользовались ситуацией для повышения доходности и увеличили процентную ставку (например, Сбербанк).

Застройщики в этой ситуации оказались между молотом и наковальней: с одной стороны, финансирование строительства со стороны банков стало чрезвычайно затруднено, с другой стороны, существенно сокращается платежеспособный спрос в силу влияния 2 факторов:

1. В условиях стагнирующих цен значительная доля покупателей жилья в спекулятивно-инвестиционных целях заняли выжидательную позицию;
2. Политика ипотечного кредитования стала значительно более консервативной, особенно после объявления руководителя российского АИЖК г-на Семеняки о том, что

необходимости солидарной ответственности⁵ Агентства и выдавшего кредит банка по дефолтным обязательствам.

При этом, как отмечено выше, для обслуживания существующих обязательств, строители будут вынуждены выбросить на рынок значительное число построенных объектов сверх планируемых ими лимитов.

Сценарная модель - расчеты СТРАТУМ

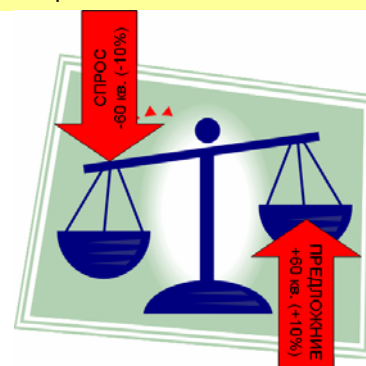
В 2006 г. введено в эксплуатацию 6 912 квартир⁶. С учетом индивидуального малоэтажного строительства и фактического заселения до сдачи объекта, объем первичного рынка составляет ок. 7500 домовладений. Мультипликатор вторичного рынка равен 3: 80% квартир приобретается с целью «улучшения жилищных условий» и за счет продажи имеющегося жилья, что вызывает «цепную реакцию». Таким образом, в год совершается ок. 30 000 сделок⁷ с жилой недвижимостью, или 2 500 сделок в месяц.

Средний размер кредита на приобретение жилья составляет 2 млн.р., т.е. число выданных банковских кредитов (по данным Банка России по Челябинской области) составило ок. 380 в месяц, в т.ч., в г.Челябинске – примерно 250 в месяц (10% от общего числа сделок или до 40% первичного рынка, что соответствует средним показателям по России).

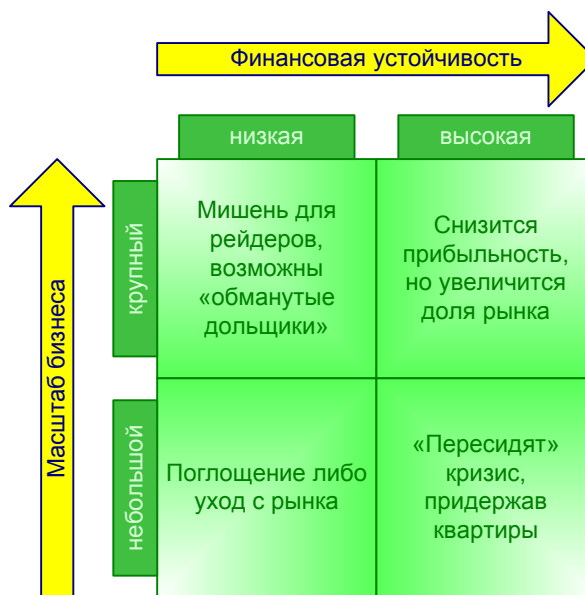
Сокращение числа выданных кредитов всего на 25% в связи с ужесточением требований означает снижение среднемесячного платежеспособного спроса на 60+ квартир на первичном рынке или на 250 объектов по рынку в целом с учетом мультипликатора.

Принимая долю банковских кредитов в общей структуре финансирования многоквартирного строительства в размере 20% (**очень консервативная** оценка), получаем 1500+ квартир в год (с учетом %% по кредитам), построенных на кредитные ресурсы. При невозможности рефинансирования долга за счет новых кредитов, для погашения обязательств в течение полугода, необходимо продавать не менее 250 объектов в месяц. Наступление подобной ситуации для ¼ заемщиков означает увеличение предложения на 60+ квартир на первичном рынке или на 250 объектов по рынку в целом с учетом мультипликатора.

При реализации обоих сценариев, дисбаланс на первичном рынке может достичь 20%.



Влияние кризиса ликвидности на застройщиков будет зависеть от масштабов бизнеса (следовательно, степени зависимости от числа продаваемых квартир) и финансовой устойчивости конкретной компании. В конечном итоге, можно спрогнозировать следующие модели развития по сегментам в случае существенного рыночного дисбаланса:



⁵ В н.в. банки, работающие по программе АИЖК, не отвечают за качество кредита после его продажи Агентству в составе пула закладных. При этом Семеняка полагает, что банки-агенты зачастую «закрывают глаза» на несоответствие заемщика требованиям АИЖК.

⁶ Данные Росстат

⁷ Исходные расчетные показатели необходимо проверить в ЮУРП

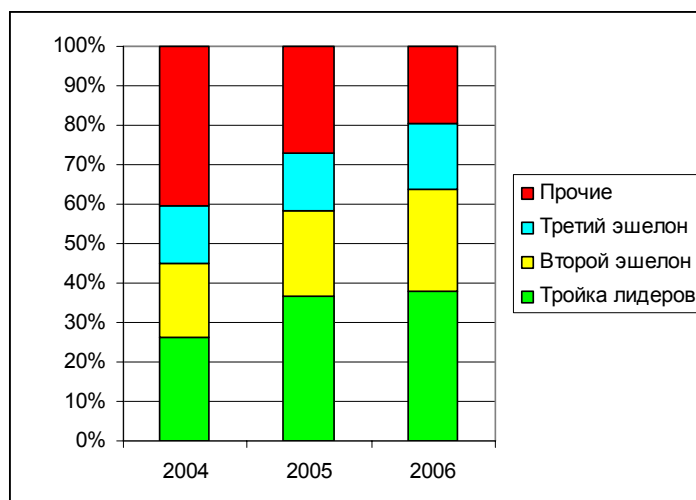
Если ситуация с масштабом деятельности достаточно понятна (Табл. 1), то ранжирование по критерию финансовой устойчивости требует получения дополнительных данных и их тщательного анализа. Известно, что игрок №1 – Стройком – имеет кредитный портфель, превышающий 1,5 млрд.р. и в сентябре «слил» несколько квартир в доме пл.МОПРа, 9 по цене ниже риэлтеров. Устойчивее других будут компании, имеющие собственную производственную базу по базовым строительным материалам, например, Метчелстрой в альянсе с КПДиСК.

Таблица 1: Ввод жилья строительными компаниями в г.Челябинске⁸

| Застройщик | Общая площадь, м2 | | | Квартир | | |
|--------------------------------|-------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 |
| ООО "Стройком" | 31 966 | 64 388 | 60 553 | 452 | 1 056 | 1 070 |
| ООО "Артель-С" | 26 800 | 37 874 | 55 534 | 464 | 695 | 662 |
| ООО "Массив" | 29 227 | 21 780 | 46 801 | 498 | 452 | 729 |
| ИТОГО, лидеры | 87 993 | 124 042 | 162 888 | 1 414 | 2 203 | 2 461 |
| ЗАО "Мечелстрой" | 7 771 | 5 998 | 25 186 | 146 | 98 | 426 |
| ЗАО "НТМ" | 36 063 | 19 991 | 22 734 | 547 | 337 | 387 |
| ООО "Метчелстрой" | - | 13 804 | 22 216 | - | 235 | 385 |
| ООО "Жилстрой-9" | 1 934 | 22 464 | 22 133 | 39 | 412 | 398 |
| Фонд "Монолит-инвест" | 18 199 | 10 632 | 19 758 | 217 | 140 | 330 |
| ИТОГО, 2 эшелон | 63 967 | 72 889 | 112 027 | 949 | 1 222 | 1 926 |
| ООО "Стройзаказчик" | - | 10 521 | 14 112 | - | 198 | 217 |
| ОАО СК "ЧГС" | 21 255 | 14 774 | 11 882 | 314 | 266 | 227 |
| ООО СК "Магистр" | 12 495 | 24 765 | 11 723 | 221 | 436 | 217 |
| ООО "Челябэнергострой" | - | - | 11 568 | - | - | 224 |
| ЗАО "Энергия" | 5 709 | - | 11 473 | 53 | - | 134 |
| ООО "Строительный комплекс №4" | 8 475 | - | 10 994 | 88 | - | 190 |
| ИТОГО, 3 эшелон | 47 934 | 50 060 | 71 752 | 676 | 900 | 1 209 |
| Прочие (41 компания) | 136 510 | 91 533 | 85 228 | 1 942 | 1 152 | 1 316 |
| ВСЕГО | 336 404 | 338 524 | 431 895 | 4 981 | 5 477 | 6 912 |
| Прирост к 2004 году | 100% | 101% | 128% | 100% | 110% | 139% |

Безусловным следствием кризиса станет ускорение естественного процесса консолидации в строительной отрасли и передел рынка.

Диагр. 1: Доли рынка строящегося жилья по группам строительных компаний



Глубина и острота кризиса застройщиков сейчас зависит от доминирующих ожиданий населения, которое не разбирается в специфике рынка и подвержено манипулированию.

⁸ Данные Росстат

Сценарий 1 – как митигировать кризис застройщиков

1. Целенаправленно формировать образ усиливающегося кризиса в *финансовом* секторе. Это несложно сделать, апеллируя к страху повторения 1998 г. Хотя общее состояние российской финансовой системы фундаментально иное, но в макроэкономике народ не разбирается, а негативный опыт потерянных сбережений в подсознании сидит прочно. Неизбежная ликвидация части малых банков (см. выше) подольет масла в раздуваемый костер.
2. В условиях кризиса доверия к финансовым инструментам и институтам неизбежно повысится интерес к альтернативным возможностям⁹ – золоту, вложениям в недвижимость, что, как минимум, стимулирует спекулятивно-инвестиционный спрос.
3. Как только цены на жилье сдвинутся вверх, подогреть ожидания их *дальнейшего роста*, апеллируя к «завершению длительного застоя», «преодолению психологического рубежа», «опыту Москвы» и пр.
4. На базе сформированных мифов 1 и 3 вовлечь население в приобретение недвижимости *прямо сейчас*, т.к. «в банках деньги пропадут» и «завтра и этого не сможешь купить».
5. Если ликвидность на первичном рынке повысится, строители смогут продолжать контролировать рынок, частично привести в порядок финансы и минимизировать потери.
6. Кризис все равно случится, поскольку платежеспособный спрос ограничен более жесткой политикой кредитования, но будет относительно мягким и непродолжительным.

Сценарий 2 – как стимулировать кризис застройщиков

1. Рассказать людям правду и сформировать ожидания снижения цен на жилье, когда «строителям некуда будет деваться».
2. Когда ликвидность на первичном рынке снизится, застройщики будут держаться до последнего, чтобы не потерять прибыль, при этом затягивая финансовую удавку.
3. После прохождения критической точки, они вынуждены будут снизить цены и одновременно выбросить на рынок большее число квартир, чтобы рассчитаться по увеличившимся обязательствам.
4. На фоне даже незначительного снижения цен сформировать ожидания, что «дальше будет еще дешевле». Далее – см. п.2 и 3 ☺
5. Банки реализуют из залогов квартиры (как правило, на 10-15% дешевле рынка), являющиеся обеспечением по необслуживаемым кредитам, выданным застройщикам.
6. Некоторые застройщики не смогут выполнять обязательства по договорам долевого строительства и будут вынуждены продать строящиеся объекты другим строителям, чтобы избежать «разорения» дольщиками. Цена на квартиры в таких домах упадет ниже рыночной.
7. Часть владельцев квартир, купивших их с спекулятивно-инвестиционной целью, психологически «дрогнет», либо по финансовым соображениям будет вынуждена также выставить их на рынок.
8. Поскольку события будут разворачиваться в зимний период, наложится сезонный фактор – традиционный провал во всей торговле со второй половины января до конца февраля. Цены достигнут минимума, вероятнее всего, к концу марта 2008 г.
9. Если привлечь крупного устойчивого застройщика к реализации данного сценария (ранняя *публичная* инициализация снижения цен на этапе 2), то успех сценария почти обеспечен, а компания получает шанс качественно усилить позиции на рынке.

⁹ Показателен недавний пример массовой скупки валюты в Магнитогорске в ожидании некоего «письма Центробанка»

В завершение – 3 фактора, которые стоит иметь в виду:

1. Исполнение обязательств бюджетов всех уровней по обязательствам перед подрядными строительными организациями может задержаться сверх обычного – до конца декабря с.г. в связи со значительным отвлечением административного ресурса на обеспечение проведения выборов в Государственную Думу. Задержка платежей даже на 2 недели существенно ухудшит финансовую устойчивость строительных компаний, чего уже сейчас многие всерьез опасаются.
2. Кризис на мировых финансовых рынках будет преодолен не ранее весны 2008 г., ситуация в России нормализуется летом-осенью 2008. Однако, велика вероятность того, что рынки будут лихорадить еще год.
3. По статистике других стран, первая волна дефолтов по ипотечным кредитам проходит в период 2-5 лет после начала их массовой выдачи. В России начало этой волны можно ожидать уже в 2008 г. Попадая на рынок, дефолтные квартиры сбивают цены.