



Ринок: прогноз і кон'юнктура



*Гриценко О.А., канд. екон. наук
Національна юридична академія*

ІНВЕСТИЦІЙНІ МОЖЛИВОСТІ РИНКУ НЕРУХОМОСТІ

Розглянуто особливості ринку нерухомості як інвестиційного активу. Визначаються характер та спрямованість інвестиційних потоків залежно від структури, фінансово-кредитних інструментів сучасного ринку нерухомості, а також рівня економічної, правової та політичної стабільності в суспільстві.

В інвестиційному просторі економіки України місце ринку нерухомості поступово збільшується. Його масштабний і диверсифікований характер приваблює як індивідуальних, так і інституціональних інвесторів, оскільки забезпечує їм довгостроковий, прогнозований, стабільний дохід і знижує інвестиційні ризики фінансових портфелів. У країнах з розвиненими ринковими традиціями нерухомість давно стала об'єктом інвестиційного інтересу. В сучасній науково-практичній літературі основна увага в аналізі інвестиційних процесів приділяється способам, формам, механізмам інвестування, управлінню портфелем нерухомості [1, 2, 3]. Як особливий напрямок дослідження розглядаються інвестиційні можливості суб'єктів інвестування в нерухомість [4]. Сьогодні український ринок нерухомості перебуває в стадії активного формування, тому його інвестиційні можливості тільки починають виявлятися. У зв'язку з цим виникає необхідність в особливому економічному аналізі, що розкриває його інвестиційний потенціал і перспективи розвитку, які дозволять інвесторам раціонально оперувати і керувати вкладеннями в нерухомість.

Насамперед необхідно визначитися з особливостями нерухомості як інвестиційного блага і характером її ринкового обігу.

Інвестиційні якості притаманні усім видам нерухомості: землі і тим об'єктам (споживчого, виробничого, комерційного використання), що знаходяться у фізичному, економічному і правовому зв'язку з нею. Нерухомість, вкладення в яку пов'язані з одержанням доходу, стає *інвестиційною нерухомою власністю*.



Особливості нерухомості як інвестиційної власності обумовлені, *по-перше*, тим, що вкладення в неї завжди матеріалізовані в реальному фізичному об'єкті, що має конкретні фізичні якості і визначене функціональне призначення. Тим самим інвестиційні потоки регулюються закономірностями окремих сегментів ринку нерухомості (наприклад, житла, промислових чи комерційних об'єктів).

По-друге, нерухомість являє собою капітал у матеріально-речовій формі, зрощений із землею. На цій основі формується фінансовий актив “інвестиції + земля”, структура доходу якого істотно змінюється залежно від функціонального призначення об'єктів і їхнього місця розташування. У зв'язку з цим виникає поняття *дохідної нерухомості*, основне призначення якої полягає в одержанні економічної ренти.

По-третє, на відміну від багатьох інших фінансових інструментів (таких як акції, облігації) нерухомість є *неадитивним благом*, тобто таким, яке рівноцінно не ділиться на частини. Це означає, що кількісно рівновеликі площі приміщень можуть мати неоднакову економічну цінність, різні інвестиційні можливості, рівень прибутковості і ступінь ризику залежно від технічного стану, місця розташування та ін. Неадитивний характер нерухомості ускладнює процедуру розподілу й обміну фінансового активу.

По-четверте, нерухомість як інвестиційна власність може бути знецінена у зв'язку з фізичним зносом, функціональним і моральним старінням. Це вимагає постійних додаткових вкладень у нерухомість для підтримки її фізичних і економічних властивостей на рівні ринкових вимог. Завдяки цьому фінансові витрати можуть бути не зв'язані з загальним збільшенням кількості блага.

По-п'яте, вкладення в нерухомість належать до низьколіквідних інвестицій, що обумовлено їх непереміщуваністю, досить тривалим терміном будівництва і маркетингового періоду, протягом якого вибирається об'єкт і приймається рішення про його інвестиційну долю. Ступінь ліквідності також значно знижується при володінні нерухомістю не в повному обсязі повноважень (як при суперфіціях і емфітевзісах) та існуванні різного роду обмежень і обтяжень (наприклад, застави, сервітутів). Непереміщуваність нерухомих об'єктів знижує мобільність вкладеного в них капіталу, який в цьому разі набуває яскраво вираженого локального і регіонального характеру. Інвестиційні можливості ринку нерухомості залежать від особливостей того чи іншого регіону.

Важливе значення для розуміння інвестиційних можливостей ринку нерухомості має існування на ньому ознак *недосконалої конкуренції*. Це означає, що дії суб'єктів здійснюються в умовах структурної невизначеності, за якої вони не в змозі передбачати всі можливі зміни, ступінь їхньої імовірності і розрахувати оптимальну лінію поведінки. Недосконалий тип



ринку нерухомості знаходить свій прояв у *нерелевантному характері* інформації на ньому. Інформаційне забезпечення ринку нерухомості пов'язане з тим, що, з одного боку, складається інформаційна асиметрія й асинхронність для різних суб'єктів, а з іншого – відбувається тимчасове відставання інформації і її аналізу від процесів інвестування, оскільки інформаційний запит про ситуацію на ринку нерухомості не може цілком задовольнитися за рахунок поточних відомостей з їхнім гранично коротким інтервалом відображення в ціні. Так, інформація про ціну нерухомості та її динаміку є достовірною в середньому протягом року, у той час як для цінних паперів – протягом кварталу, а поточна інформація про ціну більшості інших активів є щоденною. Інформаційна особливість ринку нерухомості ускладнює одержання і знижує надійність інформації, вимагає додаткових транзакційних витрат по її збору і перевірці. На фінансових ринках України вже склалася цілком достовірна система показників прибутковості різного виду цінних паперів, як, наприклад, індекси ПФТС, SOKRAT, SBPU-30, ProU-50, які публікуються у відкритій печаті, у той час як на ринку нерухомості такої відкритої інформаційної системи ще немає.

У країнах з розвинутим ринком нерухомості існують різні показники його інвестиційних можливостей. Так, у США публікується інтегральний показник прибутковості нерухомості Russell-NCREIT Property Index. Цей індекс інвестиційної активності на ринку нерухомості розраховується спільними зусиллями компанії “Френк Расселл” і Національної ради попечителів інвестицій у нерухомість і включає інформацію від 50 великих інституціональних менеджерів по нерухомості. В даний час в Україні робляться перші спроби інформувати інвесторів про тенденції на ринку нерухомості в порівнянні з іншими фінансовими активами (наприклад, газета “Бізнес” сформувала свій інвестиційний портфель, що складається з американських, українських і російських акцій, банківських металів і депозитів, нерухомості, і публікує щотижневу інформацію про зміни, що відбуваються з ними). Тим самим нерухомість визнана одним із фінансових активів у структурі інвестиційного портфеля української економіки.

На відміну від ринку більшості фінансових активів, де інвестиційна поведінка суб'єктів побудована переважно на існуванні ринкової вартості зобов'язань, що купуються чи продаються, на ринку нерухомості переважає *інвестиційна вартість*. Її особливість виявляється в індивідуалізованій природі інтересу, вигоди і переваг, що впливають з володіння і користування нерухомістю конкретним інвестором. У цьому випадку “невидима рука” ринку не в змозі керувати специфічним інвестиційним стилем окремих інвесторів, дія яких побудована на оцінці індивідуальної інформації про рівень доходу, ступінь ліквідності, фактори ризику, характер очікуваних компенсацій і премій. Чим більше на ринку нерухомості виражені ознаки досконалої



конкуренції (як наприклад, на ринку житла), тим більшою мірою її вартість наближається до ринкової. Однак більшість об'єктів комерційних видів нерухомості купуються та продаються за інвестиційною вартістю.

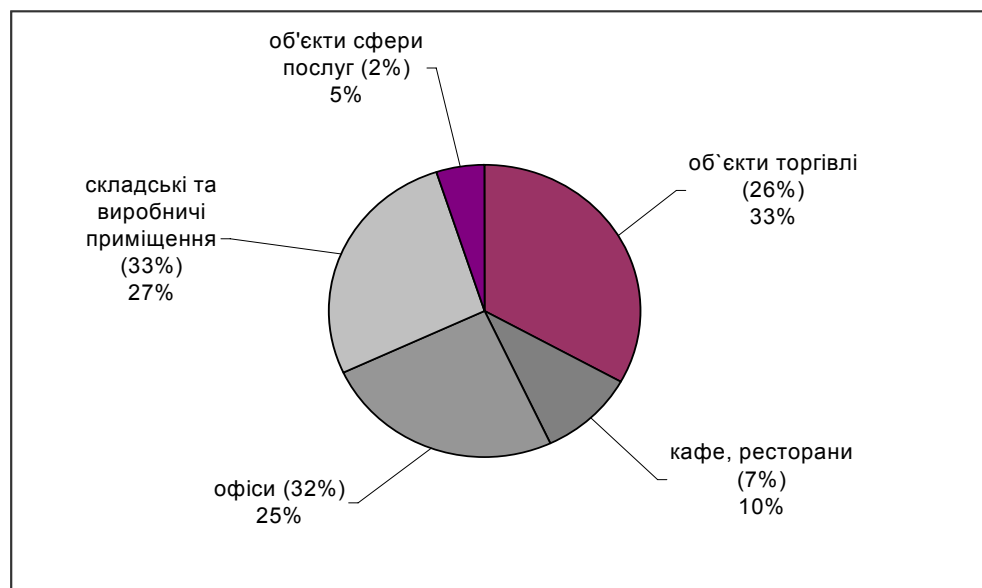
На інвестиційні потоки істотний вплив має структура ринку нерухомості, його розподіл на різні сегменти і сектори. Сьогодні активніше протікають процеси на ринку житлової нерухомості, де середньорічний обсяг угод склав у 2000 р. 4 млрд. гривень. Починає набирати темпи ринок комерційної нерухомості (торгові, складські, виробничі приміщення, кафе, ресторани, офіси, об'єкти сфери послуг). Пропозиція комерційної нерухомості у 2000 р. виросла в порівнянні з 1996–1997 рр. у 5–7 разів, а в порівнянні з 1999 р. – на 5–70 %, склавши понад 1 млрд. гривень. Ринок нерухомості розподіляється на два великих сегменти: первинний і вторинний. На первинному ринку відбуваються вкладення в будівництво об'єктів нерухомості. А на вторинному – обіг нерухомості між різними власниками залежно від попиту та пропозиції. Сьогодні первинний сегмент є найбільш розвинутим на ринку житлової нерухомості, будівництво якої обумовлене наявністю споживчого попиту, однак при цьому переважає стимул до будівництва житла в центральних районах великих міст. Так, житлові будинки, що зводяться Холдинговою компанією “Київміськбуд” на окраїні міста, мають дуже низьку рентабельність (не більше 2 %), у той час як середня рентабельність по холдингу – 5 відсотків. Рентабельність будівництва у центральній частині міста досягає 100, а часом і 200 відсотків. У даний час існують значні розбіжності між середньою вартістю будівництва житла в Україні, що становить 300–350 дол. США за 1 кв. м, і продажними цінами. Так, на окраїнах міст обласного підпорядкування діапазон складає від 40 до 330 дол. США, а в центральних частинах відповідно від 120 до 750 дол. США (без врахування елітних будинків). Таким чином, інвестиційний стимул має яскраво виражений локальний вектор руху.

Особливим чином реалізуються інвестиційні мотиви на ринку комерційної нерухомості. На цьому ринку інвестори мають такі альтернативи: будувати, купувати чи орендувати об'єкти нерухомості. Перший варіант інвестицій вибирає найменша кількість підприємців, хоча побудувати сьогодні будинок нескладно. Близько 50 % інвесторів при організації свого бізнесу орієнтуються на оренду комерційної нерухомості. Це обумовлено тим, що така форма користування нерухомістю найбільш гнучка і ліквідна, оскільки дозволяє швидко позбавлятися від приміщень при зниженні прибутковості від організованого бізнесу. Найчастіше купуються такі види комерційної нерухомості, як офіси, що окремо розташовані, та універсальні приміщення, які можуть при необхідності диверсифікуватися в різні функціональні форми. Істотні розбіжності в цінах первинного і вторинного секторів ринку комерційної нерухомості не стимулюють інвесторів до



будівництва, а підприємців – до купівлі на ринку споруджуваних об'єктів, оскільки в даний час комерційна нерухомість у різноманітному асортименті представлена на вторинному ринку, де ціни значно нижче. Так, якщо в середньому вартість будівництва нежилых приміщень (переважно призначених для розміщення офісів і магазинів), розташованих у житлових будинках, складає від 200 до 400 дол. США за 1 кв. м., то на вторинному ринку в районах, віддалених від центру, такі приміщення з ремонтом можна придбати за ціною від 80 до 180 дол. США, а в центральних районах – від 170 до 450 дол. США за 1 кв. м. Низькі ціни на об'єкти нежилої нерухомості багато в чому визначаються приватизаційними процесами, за рахунок яких ще активно поставляється нерухомість на вторинний ринок. При цьому приватизаційна ціна, як правило, виявляється нижчою від продажних цін вторинного ринку. Крім того, на вторинний ринок у величезній кількості почали надходити об'єкти нерухомості в результаті примусового продажу при банкрутствах, банківських і податкових застав тощо. У цьому випадку прискорений продаж нерухомості здійснюється за цінами нижчими від ринкових.

Важливе значення на ринку комерційної нерухомості має структура інвестиційного попиту та пропозиції об'єктів комерційної нерухомості (рис. 1).



*Рис. 1. Структура пропозиції та попиту (у дужках)
комерційної нерухомості*

Як видно з діаграми, перевищення попиту над пропозицією спостерігається на ринках складської і виробничої нерухомості, а також офісних



приміщень. Це багато в чому пов'язано з процесами первісного нагромадження капіталу, при якому торгово-посередницькі види бізнесу починають тяжіти до налагодження власного (ще невеликого) виробничого бізнесу. Користуються незначним попитом на ринку виробничі приміщення площею понад 1000 кв. м, водночас переважним попитом – офісні приміщення площею не більше 400–500 кв. м. Усе це свідчить про відсутність великих інвестиційних проектів у більшості підприємств України.

Нерухомість як фінансовий актив має *дивергентні властивості*, що означає різні напрямки руху *доходу та ризику*. Основний інтерес до інвестування в нерухомість пов'язаний з одержанням доходу, головні види якого є:

- 1) поточні чисті грошові доходи від оренди нерухомості;
- 2) дохід у формі дивідендів при випуску акцій інвестиційних трастів, що розпоряджаються нерухомістю;
- 3) спекулятивний дохід при перепродажу нерухомості в разі росту її вартості;
- 4) дохід забудовника в результаті вкладення капіталу в облаштування землі чи будівництва нерухомості;
- 5) дохід у формі процентної ставки за заставою при інвестиціях у цінні папери за іпотечними зобов'язаннями.

В даний час на ринку нерухомості переважає одержання доходу у формі орендної плати. Цей дохід носить стабільний і передбачуваний характер, оскільки обумовлений, з одного боку, заздалегідь обговореними умовами договору, а з іншого – відсутністю прямої залежності від результатів господарської діяльності, що здійснюється в межах нерухомості. Крім того, величина орендної плати коригується залежно від рівня інфляції, що дозволяє називати нерухомість антиінфляційним товаром. Сьогодні стимул здавати (а не продавати) приміщення в оренду обумовлений тим, що дохід від оренди нерухомості виявляється вище депозитних ставок найстабільніших комерційних українських банків. Наприклад, депозитні ставки в національній валюті для юридичних осіб у найбільших комерційних банках коливаються від 12 до 28 % (за станом на вересень 2001 р.). Водночас ставка капіталізації по комерційній нерухомості складає в середньому від 20 до 50 відсотків. Однак більш висока норма прибутковості від нерухомості формується у зв'язку з необхідністю компенсації специфічних інвестиційних ризиків нерухомості.

Інвестиційні ризики нерухомості обумовлені, з одного боку, характером самого об'єкта вкладення, а з іншого – особливостями операцій, що здійснюються з ними. Власне ризики нерухомості пов'язані з її *матеріально-фізичними характеристиками* (наприклад, помилки проектно-конструкторських рішень при будівництві чи реконструкції, непередбачені зміни технічного стану тощо), *вартісною природою* (знецінення під впливом інфляції та в



разі зниження купівельної спроможності споживачів і т.ін.), функціонуванням як *капіталу* (невизначеністю одержання тощо). Крім того, нерухомість як продукт статусного споживання та символічної цінності має ризики втрати *нематеріальних вигід* (наприклад, престижу конкретного виду нерухомості, репутації місця її розташування).

Друга група ризиків виникає у зв'язку з тим, що всі операції і послуги, що здійснюються з нерухомістю, мають інвестиційний аспект. Тому з'являються ризики угод (наприклад, купівлі-продажу, передачі в оренду, заставу тощо), послуг і операцій з нерухомістю (наприклад, ризики риелтерських, оціночних, девелоперських, управлінських послуг). Необхідність компенсацій (премій) ризиків вкладень у нерухомість пов'язана з особливим характером і способами інвестування в неї. Так, у ставці прибутковості від нерухомості закладаються компенсації ризиків, пов'язаних з низькою ліквідністю вкладень, термінами повернення капіталу, необхідністю компетентного управління інвестиціями, специфікою розміщення і розташування самих об'єктів і сфери діяльності, у якій вони беруть участь.

Для інвестиційних процесів, що відбуваються на українському ринку нерухомості, характерним є обмежене коло інвесторів. У ринково розвинутих країнах суб'єктами на ринку інвестиційної нерухомості можуть виступати як індивідуальні (домогосподарства, підприємці), так і інституціональні інвестори. До останніх належать держава, корпорації, інвестиційні, трастові, пенсійні фонди, банківські, позичково-ощадні установи, фонди спільного інвестування. Найактивнішими інвесторами виступають страхові фірми, пенсійні компанії і спеціальні фонди інвестування в нерухомість. Останні спеціалізуються на інвестиціях у нерухомість, управлінських операціях за дорученням, іпотечному кредиті. Свої початкові і найвигідніші операції на фінансовому ринку відомий "алхімік фінансів" Дж.Сорос робив саме за допомогою фондів спільного інвестування в нерухомість (REIT) і Mortgage REIT (іпотечні трасти, що спеціалізуються на наданні будівельним фірмам і землевласникам кредитів під забезпечення нерухомістю). В Україні інституціональні інвестори практично відсутні. У зародковому стані перебувають спроби страхових компаній і банківських установ працювати в інвестиційному просторі ринку нерухомості.

Істотне значення для інвестиційних процесів на ринку нерухомості мають джерела вкладення. У прогнозі розвитку житлового будівництва України на 2000–2004 рр. передбачено різні засоби інвестування (рис. 2).

Інвестиційні вкладення в нерухомість можуть бути прямими чи непрямыми. Критерієм такого розподілу є спосіб участі інвестора в створенні доходу. *Пряме інвестування* пов'язане з придбанням земельних ділянок з наступним їх облаштуванням і продажем, купівлею нерухомих об'єктів з метою їх комерційного (дохідного) використання шляхом здачі в оренду,

продажу після реконструкції і реставрації. *Непрямі способи* являють собою, з одного боку, інвестування нерухомості в статутні фонди підприємств, а з іншого – вкладення грошей у корпоративні структури (фонди і трасти), що інвестують їх у нерухомість як ринковий актив. У даному випадку дохід від інвестицій у нерухомість опосередковується випуском цінних паперів (інвестиційних сертифікатів, облігацій, акцій), що забезпечують їх власникам відповідний вид винагороди (відсоток, дивіденд і т. ін.). Інвестори безпосередньо не беруть участь в ухваленні рішення про способи одержання доходу від нерухомості.

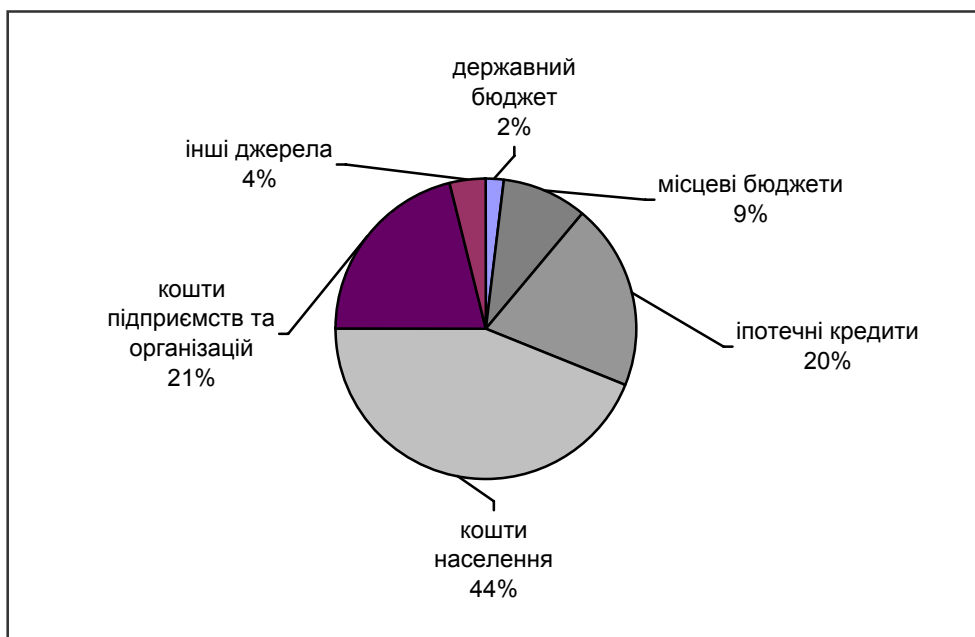


Рис. 2. Джерела інвестування житлового будівництва в Україні

На інвестиційні процеси на ринку нерухомості значно впливають фінансово-кредитні інструменти. Це проявляється у тому, що дохід від нерухомості проходить своєрідну “експертизу” на відповідність прибутковості умовам фінансового ринку – іншими словами, він має бути вимірний, “оцінений” іншими альтернативними способами вкладення, насамперед, за самими безризиковими фінансовими операціями. Останні мають пріоритетний порядок забезпечення, надійні джерела покриття, мінімальні трансакційні витрати, максимально прості інвестиційні альтернативи, високу ліквідність і доступність. Ними, як правило, виступають державні зобов’язання чи довгострокові депозити в іноземній валюті. Основним способом вираження ринкової ціни грошового капіталу є норма відсотка, за допомогою якої



забезпечується переведення прибутковості від нерухомості в прогнозовані і готові влитися в ринок нерухомості інвестиційні ресурси.

Процентна ставка, як барометр, відображає стан грошового ринку і стимулює різні напрямки інвестування. Її зростання свідчить про більш дохідне розміщення капіталу на кредитному ринку і менш вигідні умови його використання на ринку нерухомості. У загальному випадку зростання ставки відсотка означає зниження стимулу до інвестування на ринку нерухомості і зменшення її вартості. У загальному вигляді вартість нерухомості визначається як відношення річної величини орендної плати до ставки капіталізації, у структурі якої істотне місце займає ставка відсотка (як норми зростання капіталу). Природно – чим вище ставка відсотка, тим нижче (за інших рівних умов) вартість нерухомості, що й призводить до зменшення її інвестиційної привабливості. Однак сама по собі процентна ставка ще не може передбачити умови вкладення капіталів на ринку нерухомості, оскільки визначає лише потенційно можливий потік інвестицій, що направляється на нього. Для того щоб орієнтири інвестора були змінені, необхідні відповідні стимули, якими і виступають умови прибутковості, що складаються на ринку нерухомості. Якщо ставка капіталізації на ринку нерухомості виявляється вищою за норму відсотка, то у інвестора з'являються нові переваги. Однак порівняння двох варіантів вкладення відбувається не тільки за величиною ставки капіталізації і норми відсотка: рішення про інвестування в той чи інший вид нерухомості приймається на основі порівняння таких умов, як терміни, розміри, характер ліквідності і ризик вкладень. Якщо в структурі джерел інвестування переважають власні кошти, вплив процентної ставки трохи знижується.

На інвестиційні процеси в сфері ринку нерухомості може впливати також рівень економічної, політичної і правової стабільності. Невизначеність і невіра в майбутнє розвивають виняткове почуття сьогодення, негайного, коли втрачають зміст дорогі і довгострокові вкладення. У більш невизначених фінансових умовах інвестори надають перевагу менш ризикованим і більш ліквідним видам нерухомості (житлу, невеликим комерційним об'єктам і т.ін.).

Отже, на грошовому ринку за допомогою процентної ставки формуються капітали, які готові до функціонування на ринку нерухомості. Однак ці інвестиційні кошти повинні одержати додатковий стимул до входження саме на цей ринок, для того щоб відмовитися від пошуку інших сфер вкладення. Таким стимулом стають додаткові премії, що входять у ставку капіталізації і компенсують своєрідні умови вкладення в нерухомість. Ріст пропозиції нерухомості починається за умови позитивної величини приведенного (дисконтованого) поточного доходу від неї. Ефективність інвестицій виражається внутрішньою нормою доходу (віддачі), яка дорівнює ставці



капіталізації (дисконту), за якої сумарні вигоди від вкладень (чи приведена вартість) дорівнюють дисконтованим витратам. Внутрішня норма прибутковості показує ступінь ефективності вкладень і термін їхнього повернення. В даний час інвестиційний проект вважається більш менш вигідним, якщо внутрішня норма віддачі становить 20–25 відсотків.

Інвестиційні потоки безперервно перетікають між ринками капіталу і нерухомості, що приводить до встановлення взаємозалежності між ними і вирівнювання умов одержання доходу. У розвинутих країнах зміни, що відбуваються на ринках фінансових активів і нерухомості, є найбільш значущими сигналами про стан реальної економіки, на які, насамперед, звертають увагу як політики, так і інвестори, що дозволяє їм приймати обмірковані рішення.

Таким чином, інвестиційні можливості українського ринку нерухомості тільки починають виявлятися, тим самим вони стають об'єктом пильної уваги й інтересу як теоретиків, так і практиків. Економічне дослідження інвестиційних процесів багато в чому визначить умови їхнього ефективного функціонування.

Література

1. *Белых Л.П.* Формирование портфеля недвижимости. – М.: Финансы и статистика. – 1999. – 264 с.
2. *Управление портфелем недвижимости: Учебное пособие для вузов / Пер. с англ..* – М.: Закон и право. – ЮНИТИ. – 1998. – 391 с.
3. *How to Invest in Real Estate.* – McGraw-Hill, Inc. 1991. – 162 p.
4. *Овсянникова Т., Празукин Д.* Инвестиционный потенциал населения на региональном рынке жилья // Вопросы экономики. – 2001. – № 5. – С. 107–113.