



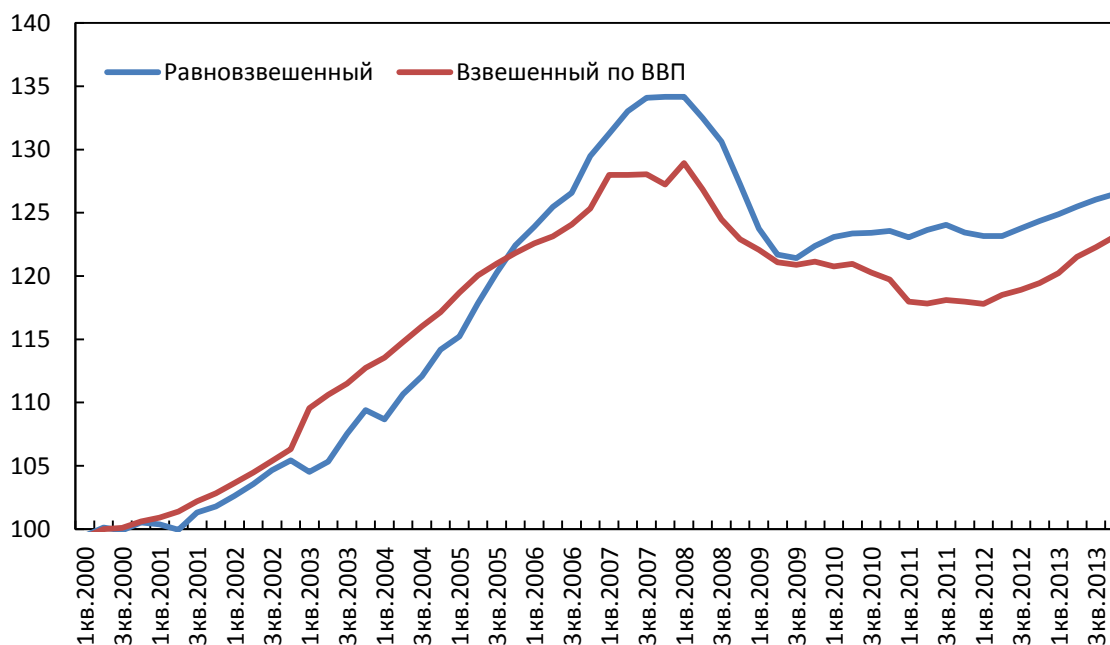
Конец эпохи невмешательства в бумы цен на жилье

Минь Чжу

11 июня 2014 года

Цены на жилье постепенно повышаются. Но стоит ли особенно радоваться по этому поводу? Или мы снова смотрим все тот же кинофильм? Вспомним, как после десятилетнего бума цены на жилье начали падать в 2006 году, сначала в США, а затем в других странах, что послужило одной из причин мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Действительно, наше исследование показывает, что периоды подъемов и спадов цен на жилье предшествовали более чем двум третям последних 50 системных банковских кризисов.

Рисунок 1. Глобальный индекс цен на жилье: новое повышение



Источники: ОЭСР; Global Property Guide; Haver; расчеты персонала МВФ.

Хотя восстановление конъюнктуры рынка жилья (рис. 1), безусловно, является позитивным событием, нам необходимо предотвратить очередной экономически неприемлемый бум. Жилье является одним из важнейших секторов экономики каждой

страны, имеющим системные последствия, и именно поэтому мы в МВФ заостряем внимание на этом секторе не только в отдельных странах, но и в международной перспективе.

Но эта задача сложна по ряду причин. Во-первых, оценить, когда цены на жилье расходятся с экономическими детерминантами — это в такой же мере искусство, что и наука. Во-вторых, инструментарий экономической политики для управления циклами цен на жилье все еще находится в стадии разработки.

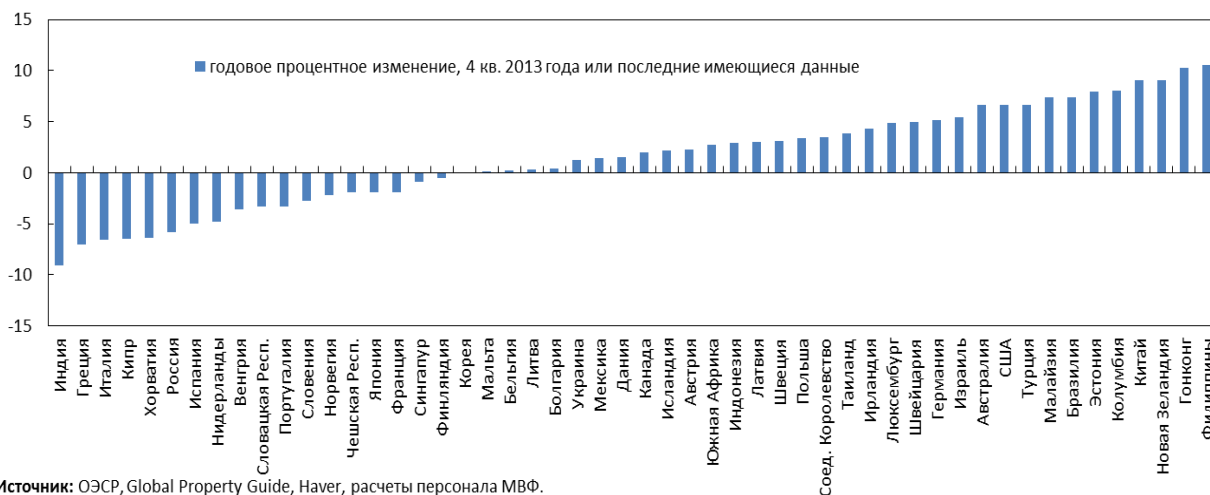
Для обмена межстрановой информацией, анализа рынков жилья и обсуждения эффективности мер экономической политики МВФ создал [веб-страницу](#) — Global Housing Watch, — которая будет служить единым, комплексным источником данных о показателях цен на жилье. Эта информация будет регулярно обновляться, в том числе в форме ежеквартального бюллетеня, который будет опубликован в июле.

МВФ также провел [конференцию](#) в ноябре прошлого года, организованную совместно с Федеральным резервным банком Далласа, на которой собрались специалисты по сектору жилья, а [вторая конференция](#), на которой я выступил с [докладом](#), состоялась на прошлой неделе в Бундесбанке.

Определение справедливой цены

За прошедший год в 33 из 52 стран, включенных в составляемый нами Глобальный индекс цен на жилье, наблюдался рост цен на жилье (рис. 2). Приближаются ли в результате этих изменений цены на жилье к экономическим детерминантам или еще больше удаляются от них?

Рисунок 2. Цены на жилье: движение в правильном направлении?



Источник: ОЭСР, Global Property Guide, Haver, расчеты персонала МВФ.

Теория утверждает, что цены на жилье, арендная плата и доходы должны изменяться совместно в долгосрочной перспективе. Если между ценами на жилье и арендной платой возникают существенные несоответствия, люди переключаются с покупки жилья на аренду, в конечном итоге выравнивая эти два вида цен. Аналогичным образом, в долгосрочном плане цены на жилье не могут слишком далеко отклоняться от возможностей людей платить за жилье — то есть от их доходов. Поэтому отношения цен на жилье к арендной плате и доходам часто используются в качестве первоначальной проверки того, расходятся ли цены на жилье с экономическими детерминантами.

О чем свидетельствуют имеющиеся данные? В странах, входящих в Организацию экономического сотрудничества и развития, по которым имеются достаточно длинные временные ряды данных о ценах на жилье, арендной плате и доходах, эти отношения по-прежнему значительно выше исторических средних значений по большинству стран. Это справедливо, например, в случае Австралии, Бельгии, Канады, Норвегии и Швеции (рис. 3а и 3б).

Рисунок 3а. Больше пространства для падения? Отношение цен на жилье к арендной плате (в сравнении с историческими средними значениями)

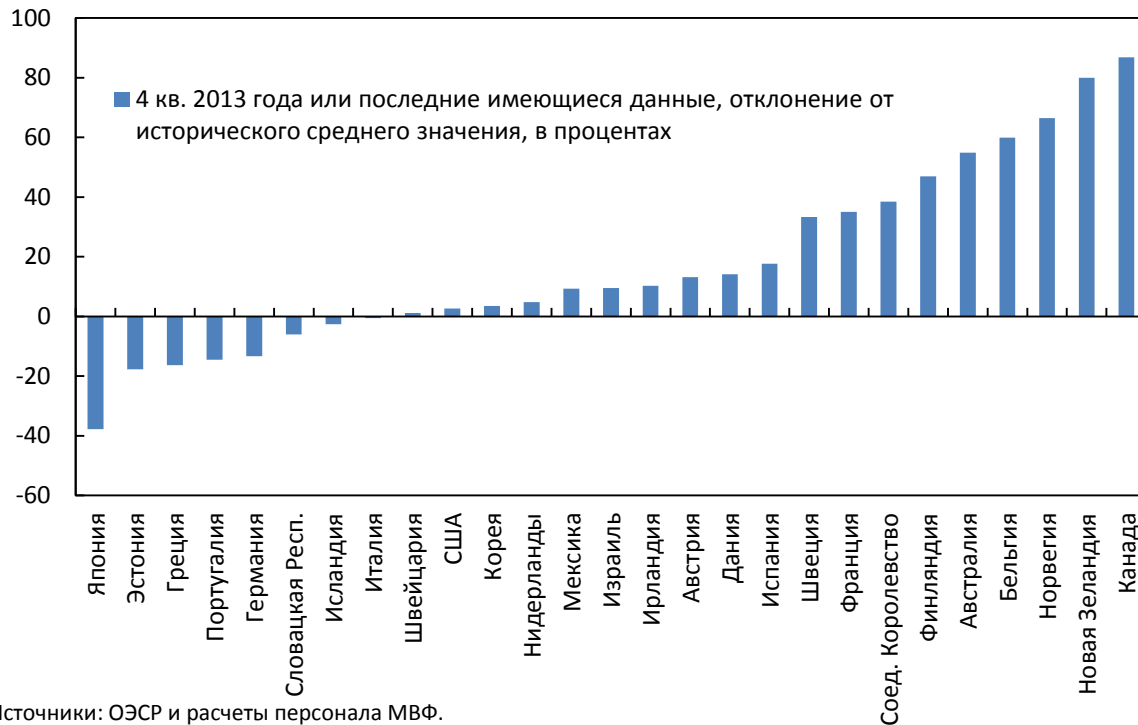
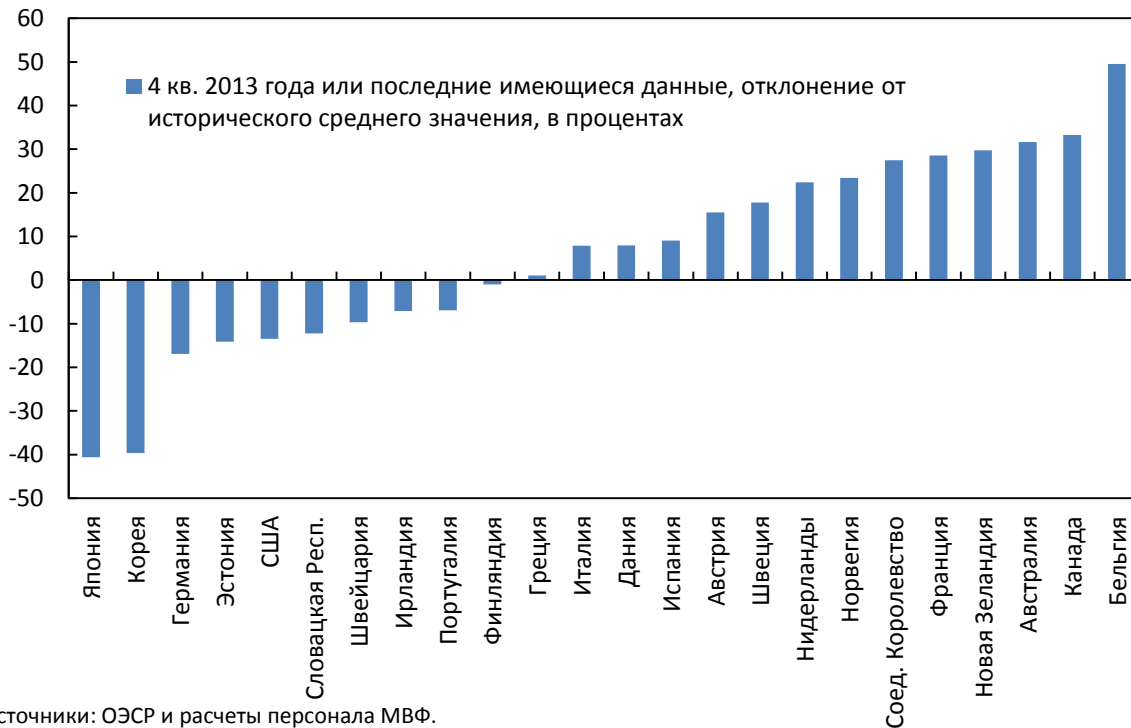


Рисунок 3б. Насколько доступными являются цены на жилье? Отношение цен на жилье к доходам (в сравнении с историческими средними значениями)



Выявление завышенных оценок: скорее искусство, чем наука

Вместе с тем данные об отношении цен на жилье к арендной плате и отношении цен на жилье к доходам предоставляют лишь общие сведения о стоимостных оценках на рынке жилья. Для выведения заключений об оценках стоимости жилья необходима также дополнительная информация, например, о росте кредита, уровне задолженности домашних хозяйств, характеристиках кредиторов и методах финансирования.

В рамках своих регулярных докладов об экономических условиях в странах — так называемых докладов по Статье IV — страновые группы сотрудников МВФ часто проводят оценку рынков жилья и уделяют все больше внимания росту кредита, наряду с рядом других характеристик рынка жилья в конкретных странах. В некоторых случаях это более детальное рассмотрение позволяет сделать вывод о гораздо более умеренном завышении оценок, чем указывают отношения цен на жилье к доходам и цен на жилье к арендной плате. Одним из примеров того является Бельгия, в случае которой МВФ заключил, что, несмотря на высокие показатели стоимостной оценки, риски резкой корректировки цен на недвижимость представляются ограниченными. Эти конкретные страновые факторы, характеризующие циклы рынка жилья, позволяют предположить, что меры политики не могут быть универсальными.

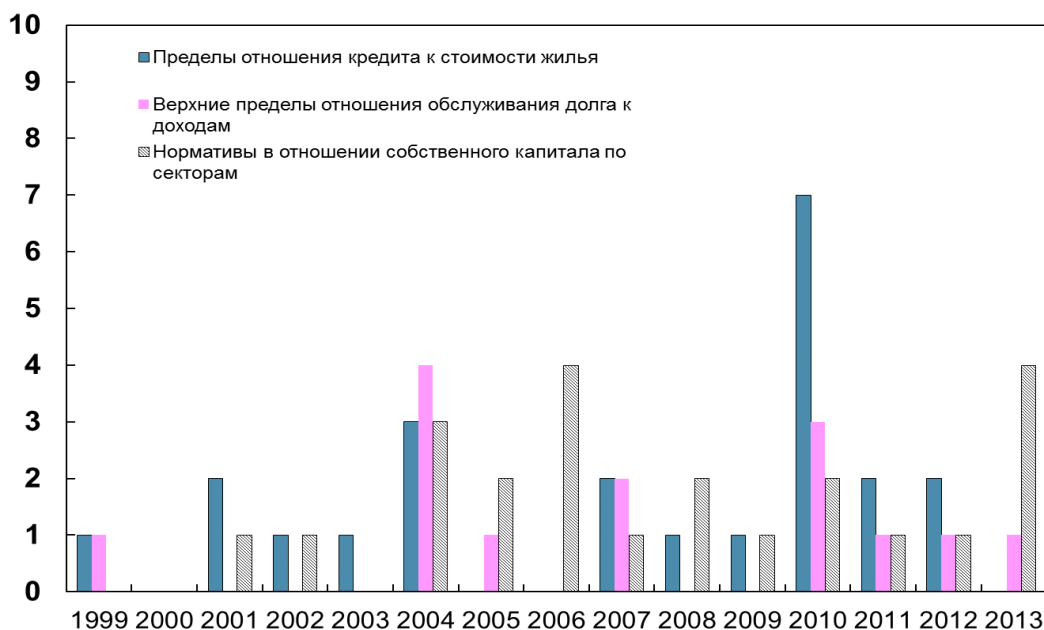
Разработка инструментов политики

Регулирование сектора жилья включает сложный набор мер политики: известный экономист Авинаш Диксит предложил сокращения МиП, МаП и МоП для обозначения микропруденциальной, макропруденциальной и монетарной (денежно-кредитной) политики, соответственно.

Микропруденциальная политика направлена на обеспечение устойчивости отдельных финансовых организаций. Это необходимо, но может быть недостаточно для устойчивой финансовой системы; иногда действия, приемлемые на уровне отдельных организаций, могут дестабилизировать систему в целом.

Следовательно, нам необходима также макропруденциальная политика, направленная на повышение устойчивости системы в целом. Основными макропруденциальными инструментами, используемыми для ограничения бумов цен на жилье, являются ограничения отношений суммы кредита к стоимости залога (ОКЗ) и ограничения отношений долга к доходу (ОДД), а также нормативы собственного капитала по отраслям (рис. 4). В САР Гонконге верхние ограничения отношений суммы кредита к стоимости залога и ограничения отношений долга к доходам были введены с 1990-х годов, в Корее — с 2000-х годов, и во время мирового финансового кризиса и после него их примеру последовало более 20 стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком.

Рисунок 4. Принятие макропруденциальных мер для регулирования циклических колебаний цен на жилье (число стран)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Еще одним макропруденциальным инструментом является введение более строгих нормативов собственного капитала применительно к кредитам конкретным секторам, таким как недвижимость. Это заставляет банки поддерживать более высокий уровень капитала по этим кредитам, препятствуя созданию крупных открытых позиций, подверженных риску, в этом секторе. Во многих странах с развитой экономикой (Ирландии, Норвегии и Испании) и странах с формирующимся рынком (Эстонии, Перу и Таиланде)

весовые коэффициенты риска для определения достаточности капитала были увеличены по ипотечным кредитам с высоким отношением суммы кредита к стоимости залога.

Хотя имеющиеся на сегодняшний день данные показывают, что макропруденциальные меры политики эффективны в краткосрочной перспективе для охлаждения конъюнктуры рынков жилья, очевидно, что их отработка пока еще не завершена.

Наконец, существует денежно-кредитная политика, которая включает повышение процентных ставок центральными банками, когда они стремятся замедлить конъюнктуру сектора жилья. Хотя денежно-кредитная политика во многих случаях может быть важным инструментом поддержки макропруденциальной политики, оптимальное распределение обязанностей между пруденциальной и денежно-кредитной политикой остается предметом активных дискуссий. Однако ясно то, что в денежно-кредитной политике потребуется уделять больше внимания, чем прежде, вопросам финансовой стабильности и, следовательно, рынков жилья.

Инструменты для ограничения бумов цен на жилье все еще находятся в стадии разработки. Данные об их эффективности лишь начинают накапливаться. Взаимодействие различных инструментов политики может быть сложным. *Но все это не должно служить оправданием для бездействия.* Взаимосвязанное использование различных инструментов может компенсировать недостатки отдельных инструментов политики. Когда речь идет о принятии решений в рамках политики, нам необходимо перейти от политики невмешательства к системному подходу.



Минь Чжу
Заместитель директора-распорядителя МВФ

Г-н Минь ЧЖУ занял пост заместителя директора-распорядителя МВФ 26 июля 2011 года. Ранее он работал в качестве специального советника директора-распорядителя Международного Валютного Фонда с 3 мая 2010 года по 25 июля 2011 года.

Г-н Чжу, гражданин Китая, был заместителем председателя правления Народного банка Китая. Он отвечал за вопросы международных отношений, анализа политики и кредитной информации. До поступления на службу в центральный банк Китая он занимал различные посты в Банке Китая, где он работал в качестве исполнительного вице-президента группы банков, отвечая за вопросы финансов и казначейства, управления риском, внутреннего контроля, юридические вопросы и соблюдение норм права, а также вопросы стратегии и исследовательскую работу. Г-н Чжу также работал во Всемирном банке и преподавал экономику в Университете Джона Хопкинса и Фуданьском университете.

Г-н Чжу получил степень доктора наук и магистра по экономике в Университете Джона Хопкинса, степень магистра государственного управления в Школе общественных и международных отношений имени Вудро Вильсона в Принстонском университете и степень бакалавра по экономике в Фуданьском университете.