

Рынки жилья, финансовая стабильность и экономика

Вступительное слово Минь Чжу, заместителя директора-распорядителя МВФ
на конференции, совместно организованной Бундесбанком/
Немецким фондом научных исследований и МВФ

5 июня 2014 года

(Текст, подготовленный для выступления)

1. Прежде всего, позвольте мне поблагодарить Бундесбанк и Немецкий фонд научных исследований, принимавших участие в организации этой конференции вместе с нами.
2. В своем выступлении я остановлюсь на трех следующих аспектах:
 - ▶ Во-первых, *жилищный сектор является важнейшим сектором экономики, но он стал также причиной ее уязвимости и кризисов. А значит, несмотря на то, что недавний подъем на мировых рынках жилья является позитивным фактором, нужно остерегаться повторения неустойчивого бума.*
 - ▶ Во-вторых, *определение завышения стоимостной оценки на рынках жилья остается в большей степени искусством, чем наукой. Широкие показатели, такие как отношение цен на жилье к квартирной (арендной) плате, дают первое общее представление. Но для принятия решения о завышении стоимостной оценки необходимо провести детальный анализ и вынести субъективное суждение.*
 - ▶ В-третьих, *набор инструментов политики для регулирования жилищных бумов находится все еще на стадии разработки. Применялись различные инструменты, и данные показывают на некоторые краткосрочные успехи. Но все же необходимо провести дополнительный анализ и обменяться опытом, чтобы выяснить, какие меры оказались эффективными. Подобные конференции полезны, поскольку они пополняют багаж наших знаний.*

Роль жилищного сектора

3. Позвольте мне подробнее остановиться на этих трех аспектах, начав с роли жилищного сектора. Питание, одежда, жилье: они обычно считаются основными потребностями человечества; так что жилищный сектор удовлетворяет одну из основных потребностей. Жилье, конечно же, является также важным компонентом инвестиций. И во многих странах оно составляет важнейший компонент богатства. Например, в США недвижимость составляет приблизительно одну треть совокупных активов нефинансового частного сектора. Большинство домашних хозяйств обычно хранит богатство в виде жилья, а не в виде финансовых активов: во Франции, например, менее четверти домашних хозяйств владеют акциями, но почти 60 процентов относятся к домовладельцам.
4. Жилье играет и другие важные роли; например, ипотечные кредиты важны для передачи воздействия денежно-кредитной политики. Адекватное жилье может способствовать мобильности рабочей силы в экономике и помогать адаптации стран в случае негативных потрясений. Короче говоря, от хорошей работы жилищного сектора зависит общее состояние экономики. По мере развития экономики ожидается и соответствующее углубление и развитие рынков жилья.
5. При этом, несмотря на значение жилищного сектора, экономисты, занимающиеся макроэкономикой, не уделяют ему достаточного внимания. Как когда-то отметил Эд Лернер, в ведущих учебниках по макроэкономике жилищный сектор часто даже не упоминался. Конечно, после Великой рецессии все это изменилось. За лопнувшим пузырем «вздутых» цен на активы в США последовал переход в фазу глубочайшего спада мировой экономики со времен Великой депрессии. Он напомнил людям о сопутствующем ущербе, который могут нанести обвалы на рынке жилья.
6. На самом деле, на протяжении всей истории от бумов и спадов на рынке жилья довольно часто страдали как финансовая стабильность, так и реальная экономика. Многие серьезные эпизоды критических ситуаций в банковской системе были связаны с циклами подъемов и спадов цен на недвижимость. Исследования МВФ

показывают, что из почти 50 системных банковских кризисов в последние десятилетия, более двум третям таких кризисов предшествовали циклы подъемов и спадов цен на жилье. Затраты на преодоление кризисов на рынке жилья могут быть весьма значительными — в случае Ирландии, например, государственная экстренная помощь банкам после обвала рынка жилья составила до 40 процентов ВВП страны. По сравнению с циклами на рынке жилья, вероятность возникновения системных банковских кризисов под влиянием циклов бумов и спадов цен акций значительно меньше.

7. Даже в отсутствие сильного воздействия спада цен на жилье на финансовую стабильность спад может отразиться на состоянии реальной экономики. Исследования показывают, что вероятность рецессии в странах ОЭСР повышается при обвале цен на жилье. Такие рецессии также обычно бывают более глубокими и приводят к большему числу безработных, чем обычные рецессии. Короче говоря, много данных, согласно которым циклы цен на жилье могут угрожать финансовой и макроэкономической стабильности. Поэтому очень важно следить за развитием событий на рынке жилья, чтобы не допустить повторения цикла спада и подъема.

Определение завышения стоимостной оценки на рынках жилья

8. Какова ситуация на рынках жилья в настоящее время? Цены на жилье и объем инвестиции в жилую недвижимость снизились во многих странах с начала Великой рецессии. После этого спада началось оживление. В целом цены на жилье вновь растут: Индекс мировых цен на жилье МВФ повышается семь кварталов подряд. За последний год в 33 из 52 стран, входящих в наш индекс, цены на жилье росли. В некоторых случаях цены на жилье восстанавливаются после резкой корректировки во время Великой рецессии. В других случаях цены на жилье продолжали повышаться, а Великая рецессия сдержала их рост лишь в незначительной степени.
9. Приблизились ли в результате этих событий цены на жилье к экономическим детерминантам или от них отдалились? Одна из традиционных первых попыток ответить на этот вопрос заключается в рассмотрении долгосрочных оценочных

коэффициентов. В теории цены на жилье, квартирная плата и доход должны меняться параллельно в долгосрочной перспективе. При большой разнице между ценами на жилье и квартирной платой люди будут соответственно покупать жилье или снимать его, со временем выравнивая их уровни. Точно так же, в долгосрочной перспективе цена жилья не может резко отличаться от способности людей позволить себе это жилье — то есть от их дохода. Отношение цен на жилье к арендной плате может, таким образом, послужить первой проверкой соответствия цен на жилье экономическим детерминантам.

10. О чем говорят данные? В большинстве стран ОЭСР эти коэффициенты по-прежнему значительно выше значений прошлых периодов. Это справедливо для Австралии, Бельгии, Канады, Норвегии и Швеции. Эти данные дают общее представление о стоимостной оценке рынка жилья. Но завышение стоимостной оценки нельзя оценить только на основе этих данных. В то время как долгосрочные отношения обычно служат «якорем», цены на жилье часто резко от них отклоняются в течение длительных периодов. Импульс спроса ведет к повышению цен на жилье, особенно в ситуациях, когда предложение жилья не может быстро меняться в силу географических или других ограничений. Так что для вынесения суждения о стоимостной оценке жилья необходимы дополнительные данные, такие как рост кредита, долг домашних хозяйств, характеристики кредитора и метод финансирования.
11. Проведенные МВФ исследования показывают, что из всех этих потенциальных индикаторов риска цикла подъемов и спадов особенно важно следить за ростом кредита. Мы обнаружили одну отличительную черту бумов на рынках недвижимости, которые плохо заканчиваются: это совпадение жилищного бума с быстрым ростом доли заемных средств и открытых позиций домохозяйств и финансовых посредников. Во время глобального финансового кризиса, почти все страны, в которых наблюдался «двойной бум» на рынке недвижимости и кредитном рынке — 21 из 23 рассмотренных нами стран — в конечном итоге пострадали от финансового кризиса или резкого снижения темпов роста ВВП по сравнению с показателями страны до кризиса. С другой стороны, из семи стран,

переживших бум на рынке недвижимости, но без кредитного бума, только две прошли через системный кризис, и в этих странах, в среднем, рецессия была относительно умеренной.

12. По этой причине персонал МВФ уделяет все больше внимания росту кредита наряду с несколькими другими конкретными страновыми характеристиками рынка жилья. В последние месяцы персонал МВФ предоставил детальные оценки рынков жилья в Австралии, Израиле и Канаде, которые относятся к странам, имеющим высокие общие стоимостные оценки жилья. Мы также предоставили оценки для многих стран с формирующимся рынком в Азии и Латинской Америке, в которых темпы роста ипотечного кредитования и цен на жилье остаются высокими, а в ценах на жилье в метрополисах наблюдаются признаки «перегрева». В некоторых случаях при более пристальном рассмотрении выявляется более умеренное завышение стоимостной оценки, чем показывают отношения цен на жилье к доходам и цен на жилье к арендной плате. Одним из примеров служит Бельгия, в случае которой МВФ пришел к выводу о, по всей видимости, ограниченных рисках резкой корректировки цен на недвижимость, несмотря на высокие коэффициенты стоимостной оценки. Из этих страновых факторов циклов рынка жилья следует, что ответные меры политики не могут быть «универсальными».

Создание набора инструментов экономической политики

13. С учетом вышеизложенного, позвольте мне перейти к третьей и заключительной части моего выступления: роли экономической политики в сдерживании бумов на рынке жилья. С самого начала позвольте мне отметить, что это является частью более широкой дискуссии о надлежащей роли денежно-кредитной политики в «новых нормальных условиях». Хотя многие аспекты этой роли по-прежнему активно обсуждаются, очевидно одно: денежно-кредитная политика должна в большей степени, чем раньше, принимать во внимание финансовую стабильность и, следовательно, состояние рынков жилья. Эпоха политики невмешательства в отношении бумов цен на жилье закончилась.

14. Вместе с тем регулирование жилищного сектора связано с комплексом мер политики. Видный экономист Авинаш Диксит предлагает использовать сокращения МИП, МАП, МОП, чтобы напоминать себе о наборе мер политики. МИП означает меры микропруденциальной политики, которые, безусловно, направлены на обеспечение устойчивости отдельных финансовых организаций. Такие меры политики необходимы для надежной финансовой системы, но могут быть недостаточными. Иногда действия, целесообразные на уровне отдельных организаций, могут дестабилизировать систему в целом. Поэтому нам требуется не только МИП, но и МАП, то есть меры макропруденциальной политики, направленные на повышение устойчивости системы в целом.
15. Основными макропруденциальными инструментами, которые использовались для сдерживания бумов на рынке жилья, были ограничения отношений суммы кредита к стоимости залога (ОКЗ) и ограничения отношений долга к доходу (ОДД), а также требования к капиталу по отраслям. Лимиты на коэффициенты ОКЗ ограничивают величину ипотечной ссуды относительно стоимости недвижимости, по существу, устанавливая минимальный первоначальный взнос. Лимиты на коэффициенты ОДД ограничивают сумму ипотечной ссуды фиксированной величиной, кратной доходам домохозяйства. Расчет заключается, соответственно, в ограничении непосильного увеличения долга домашних хозяйств. Такие лимиты давно используются в некоторых странах. Например, в САР Гонконг лимит ОКЗ применяется с начала 1990-х годов, а лимит ОДД введен в 1994 году. В Корее лимиты ОКЗ были введены в 2002 году, а лимиты ОДД — в 2005 году. Во время и после мирового финансового кризиса более 20 стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком во всем мире последовали примеру САР Гонконг и Кореи.
16. Полученные к настоящему времени данные подтверждают, что эти меры дают некоторые результаты в плане снижения роста цен на жилье и темпов роста кредита в краткосрочной перспективе. Они смогли разрушить механизм финансового акселератора, который в противном случае приводит к положительной двусторонней обратной связи между кредитными бумагами и

бумагами на рынке жилья. Но эти меры нуждаются в определенной окончательной доработке. Макропруденциальные меры должны учитывать способность участников рынка обходить некоторые лимиты доли заемных средств. В ряде стран, таких как Канада, лимиты ОКЗ обоснованно учитывают различие между ипотечными ссудами владельцам жилья, которые в нем проживают, и ипотечными ссудами инвесторам.

17. Другой макропруденциальный инструмент представляет собой введение более строгих требований к капиталу в отношении ссуд определенным отраслям, таким как сфера недвижимости. Это заставляет банки иметь больше капитала относительно этих ссуд, что ограничивает чрезмерный объем кредитования отрасли. Во многих странах с развитой экономикой, таких как Ирландия и Норвегия, веса с учетом риска для расчета достаточности капитала были увеличены для ипотечных ссуд с высокими коэффициентами ОКЗ. Требования к капиталу по отраслям также применялись в ряде стран с формирующимся рынком, таких как Перу, Таиланд и Эстония. Данные свидетельствуют о том, что хотя этот инструмент повышает устойчивость за счет дополнительных резервов, его способность сдерживать рост кредитования является неоднозначной. В некоторых исследованиях МВФ отмечается, что более высокие требования к капиталу для определенных групп ипотечных ссуд дали некоторые результаты в плане ограничения роста цен на жилье в таких странах, как Болгария, Украина, Хорватия и Эстония.
18. Есть ряд причин, почему более высокие требования к капиталу могут быть менее эффективными в сдерживании роста кредита. Во-первых, когда банки хранят капитал в объеме, намного превышающем минимальный нормативный уровень, кредиторам, возможно, не понадобится вносить изменения в ответ на повышение весовых коэффициентов с учетом риска. Это часто случается во время бумов на рынке жилья, когда, как надеются директивные органы, этот инструмент будет наиболее эффективным. Во-вторых, когда кредиторы ведут интенсивную конкуренцию за долю на рынке, они могут покрывать издержки, связанные с более высокими требованиями к капиталу, за счет внутренних источников, а не устанавливать более высокие

ссудные ставки.

19. Макропруденциальные инструменты также могут быть не самыми результативными для ограничения бумов на рынке жилья, вызванных нехваткой жилья или возросшим спросом на жилье в связи с притоком наличных средств из-за рубежа, который идет в обход отечественных кредитных организаций-посредников. Например, в САР Гонконг и Сингапуре для сдерживания растущих цен на жилье была введена государственная пошлина. Данные свидетельствуют о том, что этот фискальный инструмент действительно снизил спрос иностранцев, которые были за пределами сферы регулирования коэффициентов ОКЗ и ОДД. В других случаях высокие цены на жилье могут объясняться узкими местами в области предложения, и, следовательно, результативность ориентированных на спрос инструментов может быть ограниченной. В таких случаях несоответствия на рынке могут быть преодолены фундаментальным образом за счет мер по увеличению предложения жилья.

20. Наряду с мерами микро- и макропруденциальной политики нам необходима МОП: денежно-кредитная политика. Часто говорят, что применение директивных процентных ставок представляет собой неточный инструмент для сдерживания бумов цен на жилье. Но, как я отмечал раньше, бумы на рынке жилья нередко совпадают с общим бумом частного кредита. Это означает, что денежно-кредитная политика может быть важным средством, во многих случаях содействующим мерам макропруденциальной политики. Однако справедливо, что во многих соответствующих случаях в данный момент директивные процентные ставки должны оставаться низкими, чтобы поддержать экономический подъем.

Заключение

21. Позвольте мне подвести итоги. Бумы на рынке жилья имеют различные характеристики в разных странах и в разные периоды времени. Общим является то, что когда наступает обвал, он очень часто подрывает финансовую стабильность и реальную экономику. Инструменты для сдерживания бумов на рынке жилья все еще разрабатываются. Данные об их результативности только начинают собираться.

Взаимодействие различных инструментов политики может быть сложным. *Но все это не должно оправдывать бездействие.* Координированное применение ряда инструментов может позволить преодолеть недостатки какого-либо одного инструмента политики. Нам необходимо перейти от политики невмешательства к подходу, предусматривающему «все перечисленные выше меры», когда речь идет о вариантах политики.

22. Только поддерживая открытый диалог по этим вопросам, мы добьемся четкого понимания того, как меры политики могут сдерживать бумы на рынке жилья. Международная координация также крайне важна, поскольку бум на рынке жилья в одной стране может подпитываться динамикой рынка кредита за рубежом. МВФ намерен внести свой вклад. Как было отмечено, оценки рынка жилья становятся обычным элементом наших страновых докладов. Мы также информируем о рынках жилья через основные публикации Фонда, «Перспективы развития мировой экономики» и «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности», а также другие доклады Исполнительному совету МВФ. Мы сотрудничаем с другими организациями в целях повышения качества статистики жилья. *На следующей неделе мы начинаем вести новую веб-страницу, где будут помещаться все соответствующие исследования.* Я рекомендую вам в ближайшие недели посетить новую страницу, посвященную глобальному мониторингу рынка жилья (Global House Watch), на сайте imf.org и посмотреть, что мы предлагаем, а также сообщить нам, что мы можем улучшить.
23. Кроме того, МВФ вносит вклад в обмен опытом различных стран благодаря регулярным консультациям с директивными органами и экспертами. В ноябре прошлого года мы провели успешную конференцию по вопросам жилья, организованную совместно с Федеральным резервным банком Далласа. Не сомневаюсь, что настоящая конференция будет такой же успешной. Благодарю за внимание.