Олеся ДЗЮБА,
заместитель руководителя отдела исследований, Jones Lang LaSalle в России и СНГ

Сайдам САЛАХЕДДИН,
региональный директор, руководитель отдела финансовых рынков и инвестиций, Jones Lang LaSalle в России и СНГ

Коммерческая недвижимость — хорошая альтернатива облигациям

В предложенной статье мы сравним в объекты коммерческой недвижимости и облигации. Мы будем рассматривать только прямые инвестиции в объект недвижимости, исключая инвестиции в пакеты акций и другие типы вложений. Два рассматриваемых нами вида активов по происхождению очень похожи. Оба типа инвестиций имеют фиксированный поток доходов: один в форме арендной платы, другой — в форме купонного платежа. Уровень риска, который ассоциируется с каждым из двух типов инвестиций, зависит от качества актива и отражается в уровне доходности.

Типы инвесторов, которые обычно интересуются этими классами активов, пересекаются: среди них большие инвестиционные фонды, пенсионные фонды, частные инвесторы, корпорации и банки. Недавнее снижение кредитных рисков сокращает возможности международных инвестиционных фондов, так как, исходя из их стратегий, они не смогут больше вкладываться в российские облигации, в то время как при покупке недвижимости кредитные рейтинги обычно не являются препятствием.

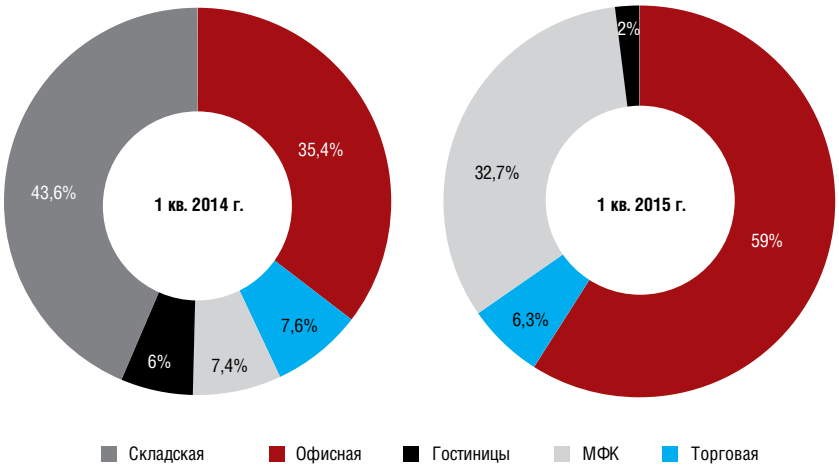
Тем не менее, рассматриваемые инвестиционные опции также имеют существенные отличия. Сделки с облигациями легче совершить, в то время как процесс купли-продажи объектов коммерческой недвижимости обычно сопряжен с высокими транзакционными расходами и требует длительного времени для его завершения. Поэтому торговля облигациями может быть спекулятивной, в то время как объекты недвижимости — это долгосрочная инвестиция. Кроме того, у объектов недвижимости нет определенной стоимости, по которой объект будет продан в конце срока владения, что предполагает потенциал роста стоимости объекта, в то время как облигаци-

онный инвестор, продержав бумагу до погашения, получит только номинал.

В целом рынок недвижимости менее ликвидный, чем рынок облигаций, но при этом он отличается большей стабильностью. Даже в кризис собственники по-прежнему способны обслуживать свой долг и поэтому не рассматривают продажу объектов недвижимости с каким-либо дисконтом — они просто ждут, когда стоимость их актива восстановится. Кроме того, объекты недвижимости являются защитой от инфляции в средне- и долгосрочной перспективе, так как ставки аренды обычно индексируются на уровень инфляции.

Объекты недвижимости более привлекательны с точки зрения уровня потенциальных доходностей, которые можно получить от вложений в актив. Сравним минимальную доходность, получаемую от сдачи в аренду качественного офисного здания, с текущими доходностями[1] по корпоративным облигациям первого эшелона. Минимальная доходность по офисам сейчас находится на уровне 10,5% годовых. Доходности по квазисуверенным корпоративным еврооблигациям с дюрацией выше пяти лет варьируются от 3% до 10% годовых и дают среднюю доходность около 6,3% годовых, что делает инвестиции в объекты коммерческой недвижимости более привлекательной инвестиционной опцией.

ИНТЕРЕС ИНВЕСТОРОВ ПРАКТИЧЕСКИ ЦЕЛИКОМ СОСРЕДОТОЧЕН НА АКТИВАХ В МОСКВЕ: НА СТОЛИЧНЫЕ ОБЪЕКТЫ ПРИШЛОСЬ 98% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ИНВЕСТИЦИЙ



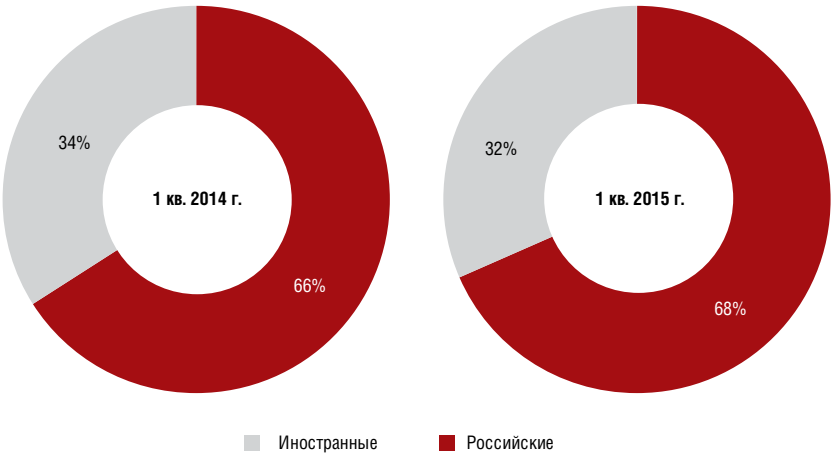
Источник: JLL

Рисунок 1
Доля инвестиций по секторам рынка недвижимости России

ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКЕ ИНВЕСТИЦИЙ В ОБЪЕКТЫ НЕДВИЖИМОСТИ

Замедление роста экономики, высокая стоимость заемного финансирования, а также напряженная политическая обстановка — факторы, значительно повлиявшие на инвестиционный климат России в 2014 г. — продолжают оказывать давление на настроения инвесторов и сейчас. Объем инвестиционных сделок на рынке недвижимости России в первом квартале 2015 г. составил $490 млн, снизившись на 34% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Вместе с тем, появляются позитивные сигналы: цены на нефть стабилизировались, заметно снизилась волатильность курса рубля — рубль

Рисунок 2
Инвестиции в недвижимость России по происхождению



Источник: JLL

[1] Здесь мы используем понятие текущей доходности по облигации (купонный доход/текущая цена облигации), так как это показатель, наиболее сопоставимый с доходностью по недвижимости (арендная плата/текущая стоимость здания). Таким образом, это самый лучший индикатор для сравнения облигации с недвижимостью.

В ЭТОМ ГОДУ МЫ ОЖИДАЕМ ИНВЕСТИЦИЙ В НЕДВИЖИМОСТЬ РОССИИ НА УРОВНЕ $3 МЛРД С ВОЗМОЖНОСТЬЮ ПОВЫШЕНИЯ ПРОГНОЗА В СЛУЧАЕ УЛУЧШЕНИЯ СИТУАЦИИ

укрепился на 25% с минимальных уровней середины декабря 2014 г.

Возобновление переговоров по сделкам, начатым в прошлом году, является позитивным сигналом для российского рынка. Многие инвесторы рассматривают текущий период как потенциально благоприятный для выгодных приобретений по кризисным ценам, хотя и сталкиваются с проблемой ограниченного выбора качественных активов, предлагаемых к покупке. Вкладчики осознали, что неопределенность снизилась, и видят потенциал российского рынка.

По результатам первого квартала 2015 г. основной объем инвестиций привлек офисный сектор: на его долю пришлось 58% от общего объема вложений по сравнению с 35% в аналогичном периоде прошлого года. Доминирование офисного сегмента характерно для периодов спада экономики: например, некоторые компании предпочитают переехать в другой офис на более выгодных условиях. Это наиболее прозрачный сектор с относительно активным арендным рынком, который предоставляет ценовой ориентир (ориентир по ставкам аренды), используемый для оценки актива. Кроме того, многие компании на фоне снижения ставок аренды и, соответственно, стоимости офисных площадей рассматривают вариант покупки недвижимости под собственные нужды. Так, в 2009 г. доля таких сделок составила 23% от общего объема инвестиционных транзакций. Отметим, что покупателями в 2009 г. были компании с государственным участием, в то время как сейчас мы ожидаем роста активности со стороны частных иностранных игроков.

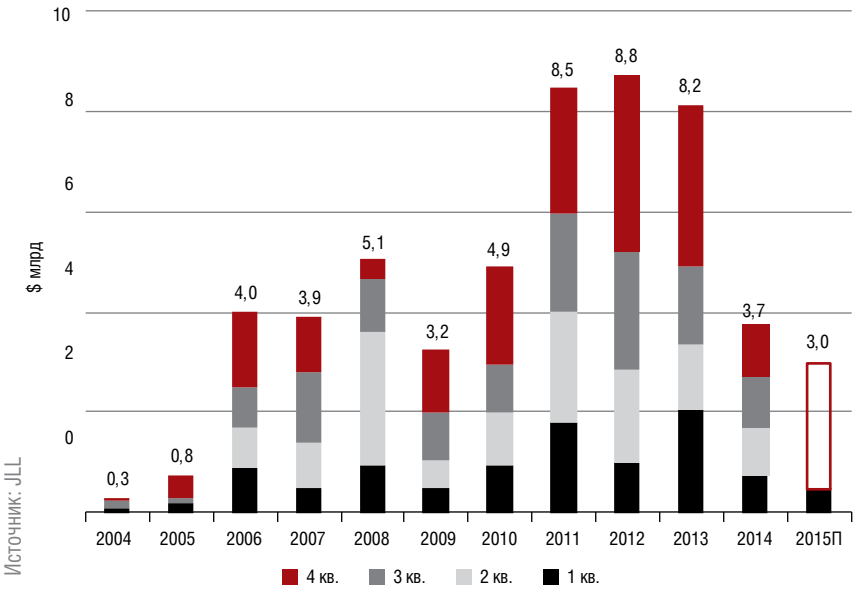
Имеющийся интерес инвесторов сегодня практически целиком сосредоточен на активах в Москве: на столичные объекты пришлось 98% от общего объема инвестиций за первые три месяца по сравнению с 85% в первом квартале 2014 г. Рыночная неопределенность и ограниченная ликвидность снижают активность в регионах практически до нуля — единственная сделка в регионах составила лишь 2% от общего объема.

На рынке продолжают доминировать российские инвесторы: доля зарубежных игроков в объеме сделок первых трех месяцев 2015 г. составила 35% по сравнению с 32% в соответствующем периоде прошлого года. Стоит отметить, что покупка компанией Hines офисного здания многофункционального комплекса «Метрополис» — это крупнейшая и единственная сделка за квартал с участием иностранного капитала.

В ситуации нестабильной экономики ценовые ожидания покупателей и продавцов на рынке недвижимости очень сильно различаются. В действительности собственники по-прежнему не готовы продавать свои активы из-за макроэкономической конъюнктуры, в то время как покупатели ищут плохие активы, которых пока немного на рынке, так как банки не оказывают давления на собственников. Кроме того, из-за трудностей с финансированием потенциальные покупатели ограничены размером собственного капитала, и поэтому не так много инвесторов, готовых приобрести активы среднего и крупного размера. Их список ограничен теми, кто уже получил финансирование на хороших условиях. В то же время, несоответствие ценовых ожиданий продавцов и покупателей постепенно уменьшается, а рынок уже почувствовал стабилизацию. Если этот тренд продлится некоторое время, а также улучшится ситуация с банковским финансированием, появятся позитивные предпосылки для закрытия сделок.

В этом году мы ожидаем инвестиций в недвижимость России на уровне $3 млрд с возможностью повышения прогноза в случае улучшения ситуации.

Рисунок 3
Динамика инвестиций в недвижимость России*



Источник: JLL

* Инвестиционные сделки, исключая покупку земельных участков, СП, прямые продажи жилья конечным пользователям