

**Особенности определения доходности
инвестиций в недвижимость**

Ляшенко В.В.

Белорусский национальный технический университет

Отправной точкой для развития формального представления доходности служит выражение для определения так называемой начальной доходности (initial yield):

$$\text{Начальная доходность} = \frac{\text{Текущий доход}}{\text{Цена инвестиции}}$$

Начальная доходность инвестиций формируется взаимодействием спроса и предложения и определяется ожиданиями инвестора относительно изменений денежных потоков.

На рынке капитала спрос инвестора на объекты недвижимости повышается или понижается в зависимости от абсолютной и относительной ставки доходности инвестиций в недвижимость. Равновесие на рынке недвижимости и рынке капитала достигается при условии, когда стоимость недвижимости равна стоимости строительства и нет побудительных причин для инвестирования капитала в недвижимость.

Предположим, что рынок капитала и рынок недвижимости находятся в состоянии равновесия. Рост спроса на объекты недвижимости со стороны арендаторов первоначально погашается за счет снижения стандартной нормы свободной недвижимости. Дальнейшее расширение спроса, обусловленное экономическим ростом, вызывает в условиях стабильного предложения повышение арендной платы и соответственно рост ставки доходности инвестированного в недвижимость капитала. Эти процессы повышают инвестиционную привлекательность объектов недвижимости. На рынке капитала наблюдается прилив инвестиций в строительство объектов высокодоходной недвижимости, что приводит через некоторое время к росту предложения (см. рисунок 1).

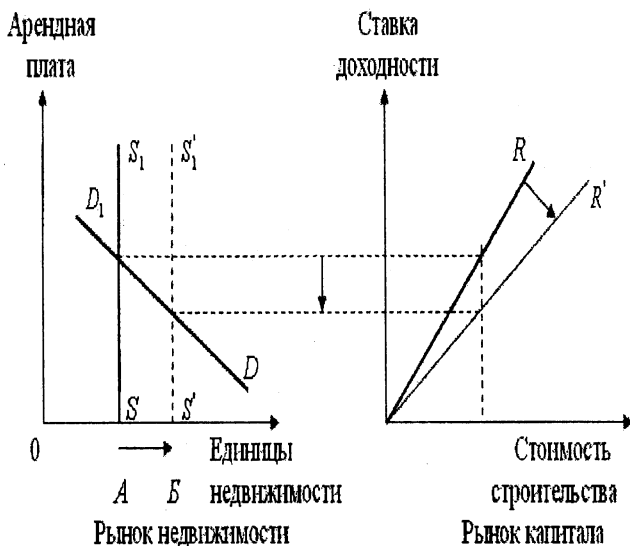


Рисунок 1 – Взаимодействие рынка недвижимости и рынка капитала в долгосрочном периоде

В период, когда предложение недвижимости не возрастает, поскольку новые объекты недвижимости только строятся, растет поток доходов в виде арендной платы и стоимости недвижимости. Однако рост предложения объектов недвижимости существенно изменяет ситуацию на рынке недвижимости и рынке капитала. Инвесторы вкладывают капитал в строительство новых объектов недвижимости до тех пор, пока стоимость недвижимости превышает стоимость строительства.

Как результат повышения инвестиционной привлекательности объектов доходной недвижимости включается механизм приведения рынка недвижимости к состоянию равновесия на новом уровне:

- рост предложения объектов доходной недвижимости неизбежно приводит к снижению арендной платы;

- ставка доходности инвестиций в недвижимость снижается;
- стоимость недвижимости понижается;
- стоимость строительства превышает стоимость объектов недвижимости.

Инвесторы и строители не видят возможности получения относительно более высокой ставки доходности на инвестированный капитал при вложениях в недвижимость. Низкая ликвидность недвижимости, высокий риск побуждают инвесторов рассматривать возможные варианты вложения капитала в другие активы. Приток инвестиций на рынке недвижимости прекращается.

Однако капитал, инвестированный в строительство объектов доходной недвижимости в период их высокой инвестиционной привлекательности, является по сути избыточным инвестированием, которое приводит к росту объемов предложения недвижимости в период, когда предложение начинает значительно превышать спрос и арендная плата уменьшается. Эти процессы в общей степени стимулируют падение арендной платы и дальнейший рост риска, что вызывает убытки у инвесторов в недвижимость. Такие взаимообусловленные процессы на рынке недвижимости и рынке капитала продолжаются до тех пор, пока не установится состояние равновесия на рынке недвижимости на новом уровне.

Подводя итоги, можно сказать, что начальная доходность может рассматриваться как комплексный измеритель качества инвестиций.

Теоретический фундамент начальной доходности заложил I. Fisher (1930), доходность инвестиции может быть выражена как функция стоимости денег во времени (i), ожидаемого уровня инфляции (inf) и премии за риск (r):

$$r_i = (1+i)(1+inf)(1+r) - 1.$$

С учетом того, что выражение $(1+i)(1+inf) - 1$ определяет так называемую безрисковую ставку r_{rf} и, пренебрегая малой величиной $i \times inf$, получим следующее выражение:

$$r_i = (1+r_{rf})(1+r) - 1.$$

Пренебрегая далее величиной $r_{rf} \times r$, получим широко применяемое на практике выражение для доходности:

$$r_i = r_{rf} + r.$$

Зависимость между безрисковой ставкой доходности r_{rf} и требуемой ставкой доходности r_i отражена на рисунке 2.

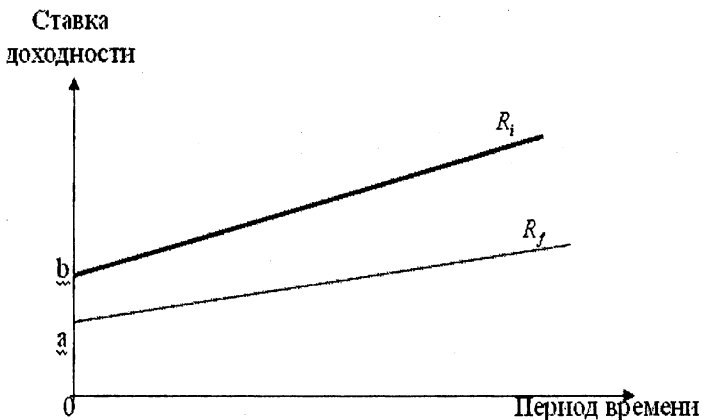


Рисунок 2 – Динамика ставок доходности:

0a – первоначальная величина безрисковой ставки доходности;
ab – величина платы за риск

Из рисунка 2 видно, что рост безрисковой ставки доходности ведет к росту требуемой ставки доходности на инвестиции в недвижимость и, следовательно, к снижению стоимости недвижимости.