

2009 ОБЗОР

Преодоление рубежа

Инвесторы размышляют о том, как устранить разрыв между страхом и уверенностью в будущем.

Кеннет П. Риггс, CCIM, MAI

За последние несколько кварталов мы прошли немало дорог, не раз сбивались с пути и испытали много взлётов и падений (в основном падений). И сейчас, в канун 2009 г., мы стоим на краю и вглядываемся вдаль, в неизвестность. Переправа на другой берег сегодняшней финансовой ситуации пугает сильнее любых испытаний последних десятилетий. Рынок коммерческой недвижимости смотрит в будущее с испугом: Этот год является великим рубежом.

Мы пережили стагфляцию 1970-х годов. Мы оправились от кризиса ссудо-сберегательной системы в 1980-х. Нам пришлось иметь дело с перипетиями на рынке недвижимости в 1990-х, крахом «доткомов» в 2000 г. и террористическими актами в 2001 г. Мы держали под контролем – или нам это только казалось – мыльный пузырь,

набухший в результате бума на рынке жилья за последние несколько лет, а когда этот пузырь стал лопаться, мы были

убеждены в том, что трудности в основном носят местный характер и с ними можно справиться. За последние несколько десятилетий мы сумели преодолеть несколько экономических спадов и были готовы к замедлению экономического развития в 2008 г. А когда во втором квартале 2008 г. рост валового внутреннего продукта был на пару процентов выше, чем ожидалось, мы решили, что нам удалось избежать очередной экономической спад, по крайней мере, крупный.

Сегодня мы не уверены в рынке, напуганы им и злимся на него: наша уверенность в инвестировании основательно пошатнулась. Мы загнаны в угол ситуацией, которую будет нелегко разрешить. Каждый наш шаг в будущее задаёт направление нашего путешествия на ту сторону опасного рубежа, где мы надеемся снова почувствовать твёрдую

Кеннет П. Риггс, CCIM, MAI – главный исполнительный директор и президент Real Estate Research Corp., независимой компании, находящейся в Чикаго, занимающейся маркетинговыми исследованиями инвестирования в коммерческую недвижимость, её оценкой и консалтингом. Его контактные данные: телефон (312) 587-1900, адрес электронной почты riggs@rerc.com.

почву под ногами. Как изменились наши восприятия, сомнения и финансовые положения в 2008 г. – причём изменились резко и неумолимо!

Многие из нас ещё не пришли в себя от кредитного кризиса, развившегося в прошлом году, когда мы получили значительный удар в марте – развалился картонный домик «Бер Стернс», после которого последовал нокдаун, когда в сентябре федеральное правительство взяло под свою опеку «Фанни Мэй» и «Фредди Мак». Никто не осознавал того, как близко мы подошли к полному краху финансовой системы: мы буквально заглядывали в пропасть.

Последние штрихи были сделаны водоворотом слияний и поглощений одних ключевых банковских и страховых компаний другими. И как будто этого ещё было мало, в октябре 2008 г. Конгресс США одобрил, а президент подписал закон о неотложных мерах по стабилизации экономики. Министерство финансов, Федеральная резервная система и Федеральная корпорация по страхованию банковских вкладов быстро стали приводить в действие Программу спасения проблемных активов, санкционированную этим законом, начав с вливания дополнительного капитала в банковскую систему для того, чтобы инвесторы могли получать кредиты. Хотя эта программа и является наиболее значительным вмешательством со стороны государства за всю историю США, она была просто необходима. При этом её ни в какой мере нельзя считать «решением всех проблем». Её назначение – прекратить потери, восстановить возможность кредитных учреждений давать ссуды бизнесам, для того чтобы они могли функционировать, и, наконец, начать стабилизировать рынок с целью преодоления великого рубежа.

Инвестиционный ландшафт

Сказать, что инвестиционный ландшафт кардинально изменился за последние несколько месяцев, означало бы недооценить сложившуюся ситуацию. Даже бывший председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен назвал происходящее «кредитным цунами, которое случается раз в сто лет». Бывший король Федеральной резервной системы сам

находится в трудном положении из-за критики боготворивших его раньше конгрессменов и сенаторов за принятие им в прошлом решения или отсутствие таковых. В наши отчаянные времена никто не защищён от упреков. В результате сложившейся ситуации и её влияния на экономику в США и по всему миру экономический спад неизбежен. Единственные нерешённые вопросы – это как долго, насколько глубоко и в какой степени он будет отражаться на секторе коммерческой недвижимости.

2009 год – не для слабых духом. Оптимисты в наших рядах надеются, что спад продлится недолго и будет поверхностным — несколько кварталов, — после которых начнётся медленный, но положительный рост экономики. Другие считают, что это будет более значительный спад, но не такой сильный, как Великая депрессия. После того, как падение цен на недвижимость и потери биржи и пенсионных счетов привели в прошлом году к убытку в размере от 2 до 3 триллионов долларов, потребители находятся в состоянии шока. Цены на энергию в 2008 г. резко понизились, но из-за замедления деловой активности потребители беспокоятся за свои рабочие места. Конечно, государственные расходы могут помочь облегчить ситуацию, но правительства штатов сами находятся в бедственном положении. Учитывая суммы, вкладываемые в стабилизацию финансовой системы, помощь нового федерального правительства населению будет ограниченной. Следует ожидать, что на протяжении практически всего 2009 г. валовой внутренний продукт (GDP) повысится незначительно или вообще останется таким же, расходы потребителей не возрастут, а рост рынка недвижимости по-прежнему будет происходить в очень медленном темпе. При этом процентные ставки останутся такими же низкими, а инфляция – на том же уровне, если цены на нефть будут умеренными.

Если экономический спад не достигнет уровня 1981 и 1982 гг., неудовлетворённый спрос потребителей скорее всего возрастет в середине или конце 2009 г. Это поможет повысить экономическую активность в 2010 г., но при этом ожидаемое увеличение налогов на предпринимателей и дополнительные

федеральные требования, являющиеся результатом принятого закона о неотложных мерах по стабилизации экономики, приведут к замедлению готовности брать займы и идти на риск со стороны предпринимателей. Нравится вам это или нет, но нас ждёт очередная эпоха большого правительства, и расплачиваться за это мы будем политикой протекционизма и замедленным ростом экономики.

Определение курса

Тем из нас, кто привык к составлению прогноза для рынка коммерческой недвижимости, составить картину на будущее на основе таких предпосылок, наверное, труднее всего. С одной стороны, коммерческая недвижимость, под которую не было взято слишком много кредитов, должна быть в какой-то степени надёжнее, чем другие альтернативы инвестирования (с поправкой на риск), но это не означает, что она поведёт себя безупречно: это всего лишь означает, что вы не свалитесь с ней в пропасть. В целом, отрасль коммерческой недвижимости должна избежать разорения, краха и реформирования, которые испытывают на себе финансовые рынки. И хотя полного коллапса произойти не должно, трудных испытаний здесь не избежать, причём некоторые из них уже начались. Кроме того, пересмотр цен в отдельных секторах и отдельных открытых инвестиционных фондах недвижимости будет очень болезненным как для владельцев, так и для инвесторов.

С другой стороны, по мере усиления безработицы и экономических трудностей кредитный кризис будет оказывать всё большее давление на спрос в уравнении «спрос/предложение» в каждом секторе коммерческой недвижимости, пока у потребителей не появится новая уверенность в экономике, а бизнес не преодолеет свою неспособность или нежелание развиваться. В результате вакантные площади в 2009 г. будут расти, пересмотр и изменение цен будут продолжаться, нормы капитализации пойдут вверх, а арендная плата останется такой же, а во многих случаях даже понизится. Картина, конечно, невесёлая, но потери будут далеко не такими значительными, как убыток от акций и других классов

В контексте смешанных активов коммерческая недвижимость, как правило, более стабильна, чем другие виды инвестиций.

основных средств. К сожалению, это не очень утешительная перспектива для инвесторов, уже сейчас усталых от «боев».

В последнем опросе, проводившемся Real Estate Research Corp., институциональные респонденты указали, что состояние экономики в США сейчас хуже, чем в какой-либо другой период после 11 сентября 2001 г. Согласно оценке респондентов, самый большой риск для экономики представляет отсутствие кредитных возможностей, после этого идут дополнительные потери рабочих мест и высокие цены на нефть. Более 70% опрошенных также считают, что кредитный кризис усиливается и будет продолжать сдерживать развитие экономики ещё год или даже больше.

В контексте смешанных активов коммерческая недвижимость, как правило, более стабильна, чем другие виды инвестиций. Если смотреть на ситуацию в историческом ракурсе, главная рекомендация — это по-прежнему стратегия удержания в целом, хотя данный период может оказаться хорошим моментом для покупки (при условии, что у вас есть на это деньги и возможность перетерпеть грядущие трудные времена), в частности, недвижимости с неопределённым будущим из-за слабых аналитических показателей в отдельных регионах США.

На преодоление рубежа между страхом, который мы испытываем в отношении экономики, и уверенностью, необходимой как покупателям, так и продавцам для того, чтобы инвестировать средства, нужно время. Но несмотря на слабость сегодняшнего рынка и все наши трудности, для тех, кто исследует аналитические показатели, инвестирует с умом и предъявляет разумные требования, всегда будут возможности.

Типы недвижимости в перспективе

Рассмотрев прогнозируемое поведение каждого сектора рынка недвижимости, мы увидим общую перспективу, которая ждёт коммерческую недвижимость в 2009 г.

Офисные площади. По сравнению с пересмотром цен в 1990-х годах, рынок офисной недвижимости находится в неплохой ситуации для того, чтобы пережить настоящий экономический спад, в основном благодаря отсутствию превышающей спрос застройки в последние годы и возрастающей потребности государственных органов в офисных площадях. Однако, учитывая потери рабочих мест в сфере финансовых услуг и отказ бизнесов от планов расширения либо их отсрочку на большинстве офисных рынков, чистое поглощение будет довольно низким.

Согласно Torto Wheaton Research, количество вакантных площадей в 2009 г. должно увеличиться до 15%, а рост аренды для большинства рынков будет слабым или отрицательным. Кроме того, федеральные расходы, связанные с законом о неотложных мерах по стабилизации экономики, приведут к существенному усилению контроля со стороны правительства, в результате чего расширение бизнеса будет ограничено. Как и все другие типы недвижимости, рынок офисной недвижимости ждёт корректировка цен, т.е. их снижение, а также повышение норм капитализации, однако в сравнении с предыдущими циклами спада аналитические показатели по-прежнему будут довольно крепкими и обеспечат стабильность для всего сектора в целом.

Условия для инвестирования в офисную недвижимость центральных деловых районов сместились в нейтральную зону в конце 2008 г., хотя за год до этого она считалась выгодным товаром. Что касается рынка офисной недвижимости на периферии, активность на нём к концу 2008 г. была довольно слабой, а «нейтральная зона» ощущалась ещё в начале 2008 г. Обязательные нормы капитализации для офисной недвижимости возросли в 2008 г. на 25 – 50 базисных пунктов. В 2009 г. спрос на офисные помещения понизится и цены

на него упадут.

Промышленные площади. До начала кредитного кризиса промышленный сектор длительное время отличался стабильностью – это был результат экономического роста, международной торговли и устойчивого расходования средств потребителями. Однако, из-за стремительного спада мировой экономики и самого низкого расходования средств потребителями за последние 20 лет спрос на промышленные складские помещения как среднее звено в процессе движения товаров значительно снизился. По мере развития глобального экономического спада спрос на складские помещения, напрямую зависящий от объёма торговли и производства в США, будет слабым в ближайшее время и впоследствии. Согласно TWR, отрицательное поглощение продолжится в 2009 г., а количество вакантных промышленных площадей вырастет приблизительно до 12%. Кроме того, в 2009 г. вместо увеличения арендной платы произойдёт её понижение – улучшения следует ждать только тогда, когда улучшатся экономика США и расходование средств потребителями.

К концу 2008 г. показатели состояния инвестиций для сектора промышленных складских помещений оказались в «нейтральной зоне», хотя ещё в 2007 г. они шли с небольшим опережением. Однако, сектор недвижимости для промышленных исследований, разработок и площадей гибкого использования закончил год несколько ниже нейтральной показателей. Обязательные нормы капитализации для промышленных типов недвижимости возросли за последний год на 40 – 50 базисных пунктов и, наверное, продолжат эту тенденцию в 2009 г.

Розничная торговля. Стремительное развитие сектора розничной торговли закончилось аварийной остановкой со скрежетом тормозов в 2008 г. Из-за упадка рынка жилья, исчезновения дешёвых займов и повышения безработицы потребители, наконец-то, стали ограничивать собственные расходы. В связи с экономическим спадом предприятия розничной торговли прогнозируют, что продажи предновогоднего периода в 2008 г. будут самыми слабыми за последние

20 лет. Ожидается, что в 2009 г. необязательные расходы повысятся. В результате, учитывая высокую стоимость капитала, закрытие магазинов и кредитные проблемы предприятий розничной торговли, предполагается, что чистое поглощение арендных помещений розничной торговли понизится, а доля свободных площадей будет продолжать увеличиваться и достигнет в 2009 г. около 9.5% (согласно TWR). Однако, это во многом обусловлено состоянием местной и региональной экономики и рынка жилья. Рост арендной платы за помещения розничной торговли по-прежнему будет слабеть в 2009 г., а процент вакантных площадей и кредитные проблемы съёмщиков – возрастать.

За последний год показатели состояния инвестиций ухудшились для всех типов объектов недвижимости, предназначенных для розничной торговли. Эта тенденция, по-видимому, продолжится в 2009 г., так как необязательные расходы потребителей остаются в значительном упадке. Региональные молы, торговые центры и местные / районные центры ещё год назад находились в «нейтральной зоне», тогда как к концу 2008 г. показатели роста для региональных молов оказались ниже среднего, а торговые и местные / районные центры эта же участь ждёт в 2009 г. Обязательные нормы капитализации для различных типов недвижимости, предназначенной для розничной торговли, повысились в течение года на 60 -90 базисных пунктов по сравнению с началом 2008 г. За небольшим исключением (например, торговые центры с «продовольственным якорем»), в этом секторе ожидается дальнейший пересмотр цен, повышение доли вакантных площадей и рост норм капитализации.

Многосемейное жильё. Хотя аналитические показатели квартирного сектора останутся относительно крепкими, сектор многосемейного жилья тоже будет испытывать трудности в 2009 г. Роль ипотечных агентств «Фанни Мэй» и «Фредди Мак» на рынке долгосрочного финансирования по-прежнему будет неопределённой. Государственная политика сыграет ключевую роль в эффективности инвестиций в секторе квартирного

рынка, чего, наверное, нельзя будет сказать в той же степени о других типах коммерческой недвижимости. В этом секторе определённо имеется потенциал для роста, учитывая повышение спроса на квартиры за счёт демографических факторов в лице типичных съёмщиков, а также более жёстких требований, предъявляемых к покупателям домов при получении займов. При этом в ближайшем будущем квартирный бизнес имеет и явно выраженный негативный потенциал, связанный с избытком конкуренции в форме отдельных домов и кондоминиумов. Хотя количество новых квартир будет уменьшаться, их предложение будет превышать поглощение в достаточной мере для поддержания доли вакантных помещений выше 5%, считает TWR. Эффективное повышение арендной платы в квартирном секторе в течение последующих двух лет будет происходить медленно, хотя в дальнейшем будущем ситуация должна улучшиться.

Из всех основных секторов недвижимости квартирный сектор к концу года имел наиболее выгодные покупные цены. Кроме того, многоквартирные дома – это единственный вид недвижимости, где доход от инвестиций превышает связанный с ними риск. При этом обязательные нормы капитализации для этого вида недвижимости повысились в 2008 г. на 50 базисных пунктов. Инвесторам, вкладывающим капитал в квартирный сектор, следует ожидать, что в ближайшие год или два цены будут снижаться, а нормы капитализации – расти, пока не снизится влияние переизбытка выставленных на продажу отдельных домов.

Гостиничный сектор. В 2008 г. количество деловых и развлекательных поездок начало падать из-за высоких цен на энергию, снижения пропускной способности воздушного транспорта и усиления экономической неопределённости. По мере спада в индустрии туризма аналитические показатели гостиничного бизнеса тоже стали ухудшаться. Хотя падение курса доллара и способствовало повышению спроса и цен на гостиничные номера в таких городах международного значения, как Майами, Сан-Франциско, Нью-Йорк, Бостон, Орландо (Флорида) и Лос-Анджелес, по мере ослабления

мировой экономики спрос на них тоже начнёт падать, как это уже произошло на вторичных и третичных рынках. Аналитические показатели гостиничного бизнеса продолжают постепенно снижаться, а показатель заселяемости и доход с номера достигли отрицательных значений. Согласно Smith Travel Research, в RevPAR отрицательных показателей роста за квартал не было со второго квартала 1993 г. Эта же исследовательская фирма пишет, что показатель заселяемости за третий квартал 2008 г. составил 65,8%.

Положительным фактором для гостиничной индустрии является то, что многие гостиничные проекты, находившиеся в стадии планирования, пришлось отложить, отсрочить или отменить, хотя проекты, начатые до кредитного кризиса, будут закончены в 2009 г. Но если экономический спад не будет слишком сильным или продолжительным, снижение показателя заселяемости будет происходить достаточно медленно, и отели смогут поддерживать умеренные суточные расценки и сохранять ценовые возможности, даже если их эффективность будет в упадке до тех пор, пока не улучшится экономическое положение.

Показатели эффективности инвестиций в гостиничном секторе были довольно стабильно высокими к концу 2008 г. по сравнению с нейтральными показателями на год раньше. Нормы капитализации в этом секторе выросли на 60 – 70 базисных пунктов, и эта тенденция будет продолжаться в 2009 г., за исключением высококлассных отелей на главных рынках.

Переправа на другой берег

АК концу 2008 г. мы не имеем однозначного мнения о том, окажут ли закон о неотложных мерах по стабилизации экономики и программа выкупа проблемных активов желаемый эффект на рынки капитала для того, чтобы устранить разрыв между страхом инвесторов и уверенностью в будущем. Ясно только одно: возможно, эти меры и не оказали того эффекта, на который мы надеялись, но бездействие в этой ситуации привело бы к полной катастрофе и падению кредитных рынков в пропасть. На многих рынках

движения капитала по-прежнему не ощущается. Там, где финансирование возможно, неоднократно возникали задокументированные ситуации, когда покупатель в последнюю минуту расторгал сделку из-за боязни, что он выкладывает за данный объект недвижимости больше, чем он будет стоить через 6 месяцев. В настоящий момент инвесторы держат большую часть капитала в виде наличных. Однако, частное владение коммерческой недвижимостью стоит у инвесторов на втором месте после наличных, в основном потому, что хотя недвижимость и потеряла в цене, эти потери не сопоставимы с потерями на бирже. Учитывая невероятные потери и непрекращающуюся неустойчивость последней, неудивительно, что институциональные участники опроса выразили наибольшее отвращение по отношению к акциям.

Главным индикатором является то, что «медведи», т.е. те, кто играет на понижение, продолжают отслеживать добычу, и следует ожидать, что в экономике страны неуверенность будет доминировать до тех пор, пока мы не увидим стабилизации на бирже. А продолжительность и глубина экономического спада во многом зависят от возвращения уверенности в рынках, правительстве и бизнесе в США, что, в свою очередь, отразится на судьбе коммерческой недвижимости в 2009 г. и в дальнейшем. Конечно, все мы надеемся, что этот спад продлится недолго, но при этом только время покажет нам, что ждёт нас в сфере коммерческой недвижимости в будущем. В заключение необходимо добавить, что несмотря на мрачные условия для инвестирования и прогнозы дохода от инвестиций, вся коммерческая недвижимость используется на местах. Поэтому тенденции в национальном масштабе могут оказаться не совсем точным индикатором того, что происходит на отдельных рынках. ■

©CCIM INSTITUTE. Перепечатывается с разрешения журнала «Коммерческая инвестиционная недвижимость» (Commercial Investment Real Estate), том XXVIII, № 1