



РУССКОЕ
ОБЩЕСТВО
ОЦЕНЩИКОВ



RUSSIAN
SOCIETY
OF APPRAISERS

V МЕЖДУНАРОДНАЯ НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ
«КАЧЕСТВО УСЛУГ В ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ»

КАК ИЗМЕНЯЮТСЯ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ В КРИЗИС?

Ю.В. Козырь,
д.э.н., Президент Ассоциации «Русское общество оценщиков»



Минск, 15 мая 2024 г.



Общее замечание

1. Когда изменяются рыночные тренды и ожидания, модель прямой капитализации неприменима.

Поэтому в такие периоды не существует однозначной зависимости между ставкой капитализации (R_{cap}) и ее кризисной динамикой.

Начальная фаза кризиса

2.1. В самой начальной фазе кризиса R_{cap} может начать снижаться, когда "вдруг" обнаруживаются "уродливые факты" заключения новых договоров аренды (а не продления старых) по менее высоким ставкам (но об этом возможно еще неизвестно большинству участников рынка аренды).

Что происходит при изменении арендной платы?

- 2.2.** Если предположить, что на рынке долгое время наблюдался какой-то устойчивый тренд, а потом вдруг динамика годовой арендной платы (ГАП) изменилась (например, сначала замедлился ее рост, а затем и вовсе началось снижение), то это должно привести к изменению стоимости объектов

с $V1 = \text{ГАП} / (R_{\text{cap}1} = DR - g_{\text{ГАП}})$

до $V2 = \text{ГАП} / (R_{\text{cap}2} = DR + g_{\text{ГАП}})$,

где V – стоимость активов, DR – ставка дисконтирования.

или (при использовании другого способа прямой капитализации)

с $V1 = \text{ГАП}(1 + g_{\text{ГАП}}) / (R_{\text{cap}1} = DR - g_{\text{ГАП}})$

до $V2 = \text{ГАП}(1 - g_{\text{ГАП}}) / (R_{\text{cap}2} = DR + g_{\text{ГАП}})$,

т.е. $V2$ тоже начнет снижаться, тем самым не давая снижаться R_{cap} .

Последствия изменения ГАП

2.3. Как только начнутся изменения, указанные в п. 2.2 (относительно ожидаемой динамики ГАП), это воспримется большинством участников рынка как снижение определенности и увеличение рисков.

Следовательно, это приведет к росту ставки дисконтирования (DR) и, значит, при прочих равных, — к росту ставки капитализации. А рост ставки капитализации, в свою очередь, приведет к снижению стоимости объектов.

Таким образом, произойдет срабатывание механизма отрицательной обратной связи, оказывающей стабилизирующее воздействие на рынок вообще и на ставку капитализации, в частности.

Неоднородность кризиса (рецессии): динамика

3. Любой кризис (рецессия) неоднороден в динамике и структурно:

3.1. в динамике его можно сравнить с синусоидой (имеющей фазы резкого и замедляющегося спада с последующим переходом к росту (восстановлению), но, как правило, в "реальной синусоиде" фаза рецессии (спада) более резкая (динамичная), но короткая, а фаза восстановления и инвестиционного бума - более длительная, но менее динамичная.

Трудно, конечно, точно определить дно в этой фазе, но когда оно достигнуто, риски снижаются и, следовательно, начинает снижаться ставка затрат на привлечение капитала (ставка дисконтирования) и увеличиваться стоимость объектов (если только ЦБ в это время не повысит ключевую ставку для предотвращения разогрева рынка недвижимости и фондового рынка);

Структурная неоднородность кризиса

3.2. структурная неоднородность кризисов заключается в том, что в т.н. периоды инвестиционного бума повышенными темпами растут цены на товары и услуги инвестиционного назначения и длительного потребительского пользования (недвижимость, акции, автомобили), а в т.н. периоды кризисов наоборот - опережающими темпами растут цены на товары первой необходимости (ключевой момент здесь именно в различии ценовой динамики (градиенте) между первыми и вторыми, а не собственно в их росте или снижении).

Комбинаторный анализ

- Поскольку природа ставки капитализации имеет производный характер (она является частным от деления арендного дохода на стоимость), можно рассмотреть все возможные комбинации (сочетания) изменения одного базового показателя относительно другого.
- По прикидкам ведущего, всего получается 11 возможных комбинаций. Ниже приведены эти комбинации (сначала динамика ГАП и стоимость, а потом динамика ставки капитализации для каждой комбинации):

Возможная динамика «Rcap» при различных вариантах изменения «GAP» и «V»

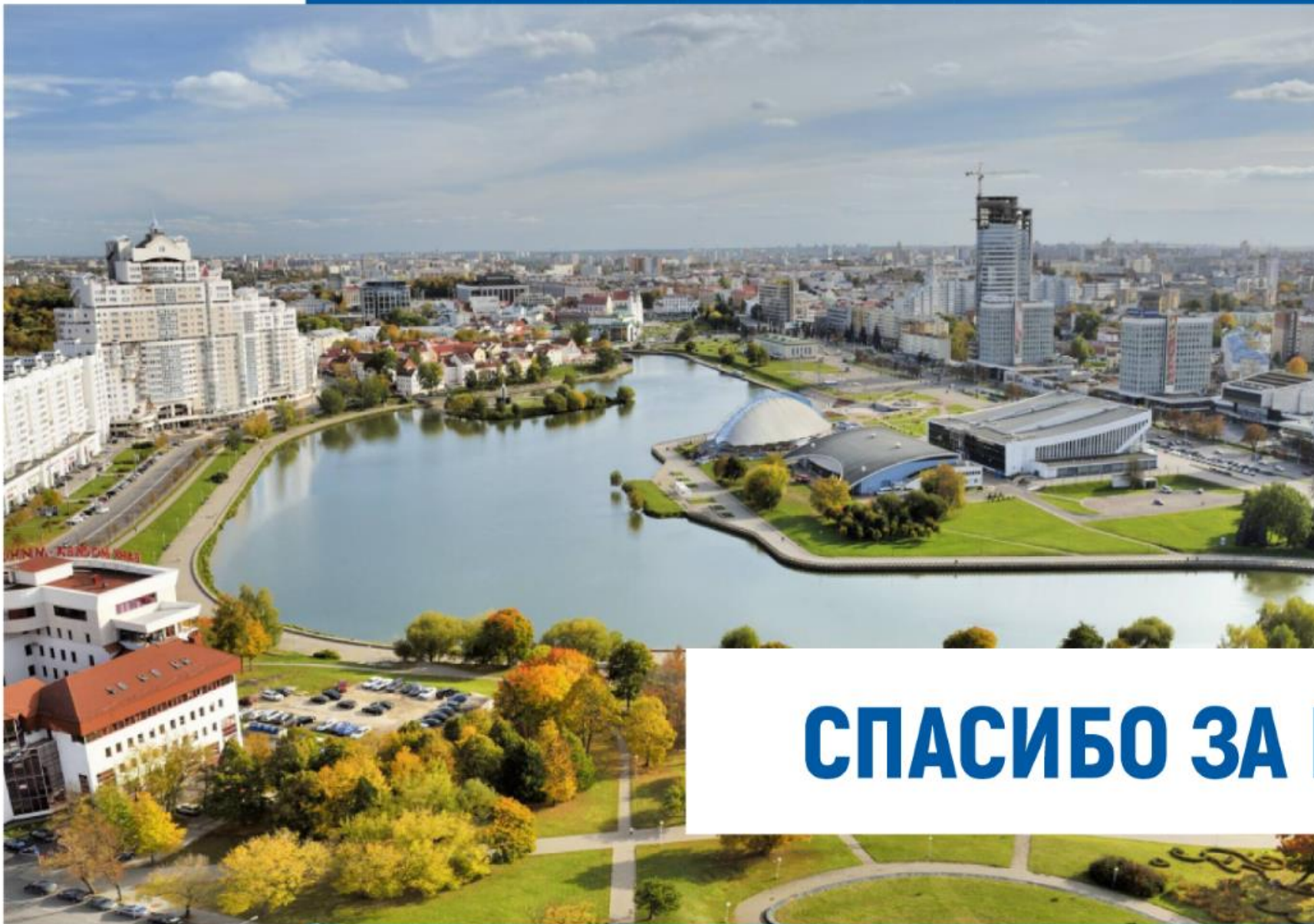
- 4.1. $GAP = const, V = const - R_{cap} = const$;
- 4.2. $GAP = const, V$ растет - R_{cap} снижается;
- 4.3. $GAP = const, V$ снижается - R_{cap} растет;
- 4.4. GAP растет, $V = const - R_{cap}$ растет;
- 4.5. GAP снижается, $V = const - R_{cap}$ снижается;
- 4.6. GAP растет, V растет - $R_{cap} = const$;
- 4.7. GAP снижается, V снижается - $R_{cap} = const$;
- 4.8. GAP быстро растет, V медленно растет - R_{cap} растет;
- 4.9. GAP медленно растет, V быстро растет - R_{cap} снижается;
- 4.10. GAP медленно снижается, V быстро снижается - R_{cap} растет;
- 4.11. GAP быстро снижается, V медленно снижается - R_{cap} снижается.



Изменение ставки капитализации в кризис: резюме

1. При изменяющихся трендах модель прямой капитализации становится неприменимой (впрочем, как и многие другие модели).
2. Динамика ставки прямой капитализации, как производного элемента (частного от деления), зависит от сочетания совместных динамик арендных ставок и стоимости объектов недвижимости.
3. Споры о ее динамике зачастую возникают из-за того, что каждый спорщик видит свою «правду», которая хотя и является таковой, но представляет собой лишь часть общей более сложной картины.

Например, один говорит другому: "Поскольку в кризис риски увеличиваются, значит ставки дисконтирования и ставки капитализации тоже должны увеличиваться", а другой ему отвечает на это: "Согласен. Но не кажется ли тебе, что все самое страшное, что могло произойти на рынке в этот кризис, уже произошло и осталось в прошлом, просто не все это еще осознали? Но это ведь означает, что и риски/неопределенности также остались в прошлом и на сегодняшний день уже наметились определенные тренды. Соответственно, наступила (наступает) пора пересмотреть значения ставок капитализации..."



ФІНІШ

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!