

ВЫБОР МЕЖДУ АРЕНДОЙ И ИПОТЕКОЙ: ОЦЕНКА ЧИСТОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ ВЛАДЕНИЯ ЖИЛЬЕМ

Иванов Олег Игоревич

*Кандидат экономических наук, доцент
кафедры политической экономии,
МГУ имени М.В. Ломоносова,
Экономический факультет
(г. Москва, Россия)*

Наими Мохтар Мохамад Сами

*Эксперт центра цифровой трансформации
НИУ ВШЭ
(г. Москва, Россия)*

Аннотация

В статье рассматривается проблема выбора между владением жилой недвижимостью и её арендой как решение инвестиционной задачи. Цель статьи – в формализации данной задачи с использованием только финансовых переменных (без включения неденежных предпочтений в явном виде) и её тестировании на реальных российских данных по рынкам недвижимости и ипотечного кредитования. Результаты могут быть использованы: а) на уровне домохозяйств, которые обычно слабо учитывают финансовую сторону рассматриваемого решения; б) на уровне макроэкономической политики для прогнозирования динамики рынка ипотечного кредитования. Следующие параметры модели мы определили как ключевые: ожидаемые темпы роста цен на жильё и на аренду жилья, процент по ипотечному кредиту, планируемый период владения недвижимостью. Модель демонстрирует, что для усреднённого московского или российского жилья при достаточном периоде владения покупка в целом выгодней в текущих макроэкономических условиях. Однако при ухудшении прогноза по динамике изменения цен на жильё, когда номинальный рост цен ниже ставки дисконтирования на 5–8%, ответ может измениться в пользу аренды. Это особенно актуально в связи с негативной динамикой реальных цен на российском рынке жилья.

Ключевые слова: аренда недвижимости, ипотека, выбор владения, финансы домохозяйств, оценка, недвижимость, цены на жильё.

JEL коды: D1, D84, G12, G17, R21, R31.

1. Введение

Жильё – самое дорогое потребительское благо. Выбор «арендовать или владеть» во многом остаётся интуитивным, реализуется за пределами рациональности. Из-за важности социального статуса популярна стратегия «арендовать, пока не появится возможность купить». Хотя, например, в крайне благополучной Швейцарии доля арендуемого жилья составляет 66% (Bourassa & Hoesli, 2010). Это самый низкий уровень владения среди западноевропейских стран, США, Канады и Австралии. При этом он не объясняется особыми предпочтениями жителей Швейцарии – 83% хотели бы быть домовладельцами (Bourassa & Hoesli, 2010). Авторы статьи (Bourassa & Hoesli, 2010) объясняют этот факт очень высокими ценами на жильё (в том числе из-за особенного рельефа и высоких стандартов качества строительства), высокими налогами на недвижимость, а также наличием законодательной защиты арендаторов жилья (есть ограничения на повышение арендной платы и на возможность выселения).

Сущностью выбора между ипотекой и арендой жилья является решение о владении. Если оно принято положительным, но домохозяйство не может выплатить целиком всю стоимость жилья в момент покупки, то возможно оформление особого вида банковского кредита, называемого ипотечным, когда гарантией возврата денег является само приобретаемое благо, т.е. жилище. Если решение о владении не принято, то домохозяйство арендует жильё для проживания, т.е. выплачивает ежемесячную ренту собственнику. Однако выбор между ипотекой и арендой не сводится к сравнению величины регулярных платежей, а устроен существенно сложнее.

Перечислим *преимущества владения* и, соответственно, недостатки аренды:

1. Собственное жильё означает высокий социальный статус.
2. При ипотеке – фиксированные и предсказуемые ежемесячные платежи. Тогда как размер арендной платы может неожиданно меняться.
3. Жильё в собственности – страховка от будущего увеличения стоимости жилья (Han, 2010) – эффект хеджирования.
4. При владении есть право на получение налогового вычета, также это способ использовать материнский капитал.
5. При владении есть возможность распоряжаться квартирой по-своему, в том числе и возможность провести ремонт на свой вкус (Александрова и Борковская, 2019).
6. При владении невозможно непредвиденное выселение.
7. При владении наблюдается меньшая склонность к безработице (Coulson & Fisher, 2009).
8. Издержки поиска арендуемого жилья для семей с детьми, домашними животными или для семей приезжих – выше.

Недостатки владения и *преимущества аренды*:

1. Можно арендовать жильё вблизи работы, сократив транспортные издержки – высокая мобильность (Александрова и Борковская, 2019). При владении снижается мобильность (Munch et al, 2008), что, в свою очередь, сдерживает экономический рост.

2. При аренде есть возможность проживания в том районе, в котором покупка жилья представляется финансово невозможной.

3. Платёж по аренде меньше, чем по ипотеке. Поэтому есть возможность размещения «свободных средств» на банковском вкладе.

4. При аренде отсутствуют затраты на содержание жилья. Денежные расходы более предсказуемы (Hargreaves, 2002).

5. Для владения нужны накопления для первого взноса. Возможны высокие издержки осуществления сделки. Однако увеличение ожидаемой продолжительности пребывания в одном и том же жилище увеличивает вероятность владения (Haurin & Gill, 2002), так как транзакционные издержки распределены на более длительный период.

6. Возможны высокие налоги на владение жильём (Bourassa & Hoesli, 2010).

7. При аренде нет необходимости сокращать текущие расходы, повышая расходы будущих периодов.

8. При владении есть риск утраты собственности в случае потери дохода (Han, 2010) – эффект финансового риска.

Большая часть из указанных преимуществ владения связаны со снижением финансовых (2, 3, 4) и других (1, 6, 7, 8) рисков, тогда как преимущества аренды связаны с расширением потребления (1, 2) или с более низкими расходами на жильё (3, 4, 6, 7). То есть, при прочих равных, на уровне отдельных домохозяйств выбор будет зависеть от склонности к риску – это выбор между расчётливостью и стабильностью с одной стороны и желанием жить «здесь и сейчас», но с неопределённостью будущего – с другой. На макроэкономическом уровне возможны различия между странами из-за особенностей национальных культур или традиций. Учёт указанных предпочтений при моделировании возможен путём повышения или понижения ставки дисконтирования.

В непосредственном выборе «владеть или арендовать» на практике значимы индивидуальные предпочтения домохозяйств и их платёжеспособность. В частности, это: необходимая величина первоначальных вложений и ежемесячного платежа относительно доходов домохозяйства; выбор между текущим и будущим потреблением; мера ответственности и свободы, в том числе жизненные планы; психологические факторы. Возможно смоделировать инвестиционную модель либо для конкретного домохозяйства и его предпочтений, либо для репрезентативного усреднённого домохозяйства.

Если говорить о динамике средних номинальных цен на жильё в России (по данным Росстата), то общероссийские цены начиная с 2008 г. довольно стабильные, тогда как в Москве даже в номинальном выражении уровень цен существенно колебался за последние 10 лет (после максимума в 2014 г. в размере 191 тыс. руб. за кв. м, началось снижение вплоть до 171 тыс. в 2018 г.). Однако эти данные мало что говорят о динамике реальных цен, так как используются номинальные цены. Для этого мы пересчитали приводимые Росстатом цены с использованием ежегодных

индексов дефляторов ВВП, сделав авторскую оценку реальных цен на жилую недвижимость. Результаты оценки представлены на рис. 1 (в ценах 2015 г.). Пик уровня цен в этом случае наблюдался в 2007–2008 гг., после чего реальные цены начали снижаться с постепенным замедлением, пока не достигли некоторой стабильности с 2015 г. Однако для Москвы динамика интереснее и в целом её можно охарактеризовать как зависящую от периодов спада и подъёма в экономике – в предкризисные 2006–2007 гг., 2013–2014 гг. цены росли.

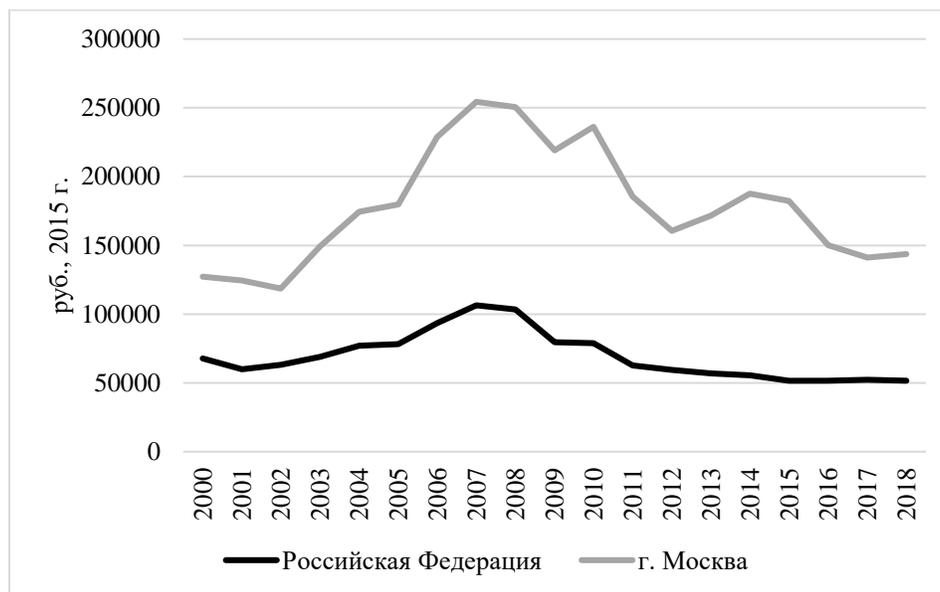


Рисунок 1. Средняя цена за 1 кв. м жилья, первичный рынок (в ценах 2015 г.)

Для дальнейших оценок было бы ценно составить прогноз дальнейшей динамики цен на недвижимость в России и в Москве, однако исходя из приведённых на рис. 1 данных это сделать очень нелегко. Например, показатель ретроспективного среднегодового реального изменения цен на жильё будет различаться в зависимости от выбранного периода не только по своему значению, но и по знаку. Хотя последние наблюдения дают скорее пессимистичный взгляд на будущее.

2. Метод

Мы рассматриваем решение о выборе между арендой и ипотекой как решение инвестиционной задачи, вопрос которой звучит так: «выгодно ли покупать жильё в собственность?» Для ответа на вопрос следует рассчитать чистую текущую дисконтированную стоимость (NPV) покупки жилья в собственность. Очевидно, что важнейшим параметром модели будет «период владения», т.е. временной интервал для расчёта NPV.

Выбор между долгосрочной арендой жилья и решение о владении можно назвать дискретным выбором. Домохозяйство принимает либо одно решение, либо другое, но не может сочетать оба выбора сразу в определённых пропорциях. Если домохозяйство рассматривает вариант приобретения жилья для последующей сдачи в аренду, а при этом само не имеет собственного жилья для проживания, то с некоторыми допущениями такой вариант тоже можно свести к дискретному

выбору. В этом случае в целях моделирования платежи арендаторов будут выступать как альтернатива их собственным платежам, как если бы члены домохозяйства сами проживали в арендованном жилье. В дальнейшем в целях упрощения мы считаем, что домохозяйство принимает решение о владении жильём для собственных потребительских нужд.

Если бы транзакционных издержек не было, то принимать решение о владении можно было бы в любой момент времени и с любой частотой. Так, в случае выбора в пользу арендованного жилья, при изменении параметров в инвестиционной модели с течением времени, можно изменить выбор и принять решение о владении, купив жильё в собственность. Обратное действие также возможно – можно продать собственное жильё по его текущей стоимости перепродажи (т.е. с учётом уже сделанных ипотечных выплат), если решение о владении станет невыгодным согласно инвестиционной модели. Однако в реальности на рынке недвижимости транзакционные издержки особенно высоки – это различные комиссии, налоги, издержки переезда, выбора, ремонта, затраты времени на осуществление всех этапов сделки. Чем выше эти издержки в среднем на рынке, а также для конкретного домохозяйства, исходя из предпочтений, тем выше порог для изменения решения о владении.

В дальнейшем анализе мы используем метод, основные принципы которого описаны в статье И. Табнера «Покупка против аренды – детерминанты чистой приведённой стоимости домовладения для отдельных домохозяйств» (Tabner, 2016). Он основывается на традиционном методе оценки инвестиционной привлекательности проекта через дисконтирование всех доходов и расходов будущих периодов. Данный метод может быть применён и к решению о владении жильём. В ставку дисконтирования при этом закладываются возможные риски.

И. Табнер приводит 42 параметра (Tabner, 2016, p. 237) без разделения на категории и существенность. Нами были выделены и скорректированы наиболее важные 24, а также разделены на три группы по ключевым признакам – это известные в момент принятия решения параметры модели (10), прогнозируемые параметры модели (3), а также расчётные величины в модели (11).

Мы принимаем *известными* на момент принятия решения параметрами модели следующие (в скобках указана единица измерения соответствующего параметра). Сразу приведём также усреднённые значения по России в качестве примера и релевантные значения основных макроэкономических переменных.

1. P_0 – рыночная цена жилья (ден.) в момент принятия решения ($t = 0$). Для России определим значение в 2,9 млн руб., для Москвы – 10,3 млн руб. (средняя площадь квартир 50 кв. м в России и 60 кв. м в Москве, умноженная на средние цены за кв. м).

2. f – начальные капитальные вложения, обычно не возникающие при аренде (ремонт и меблирование), в процентах от стоимости жилья (%). Этот параметр сильно зависит от предпочтений покупателя, варьируясь от нуля (вторичный рынок и своя мебель) до очень существенных затрат. Примем его равным 5% (хотя он может составлять и 50%).

3. pc – затраты на сделку при покупке, в процентах от стоимости жилья (%). Примем его равным 5% стоимости жилья.

4. DP – первоначальный взнос (ден.). Примем его за 20% от цены P_0 (2,06 млн руб. для Москвы, 0,48 млн руб. для России), так как некоторые банки устанавливают такой минимальный порог.

5. r_m – ставка по ипотечному кредиту (%). Согласно данным ЦБ РФ, в 2018 г. средняя ставка по ипотечному кредиту составляла 10%. Хотя к концу 2019 г. она приближалась к 9%.

6. MT – период ипотечного кредитования (лет). Средний срок в 2018–2019 гг. составлял около 17 лет, по данным ЦБ РФ.

7. sc – издержки при продаже (%). Примем равными 5%.

8. R – арендная плата за аналогичное жильё (ден.). Согласно данным domofond.ru, арендная плата в отношении со стоимостью сопоставимого жилья в 18 крупных городах России варьировалась в 2018 г. от 5,9% в год (в Москве, что прежде всего вызвано дороговизной жилья) до 9,0% в год (в Челябинске). Для России используем показатель в 7,5% от P_0 .

9. imt – ежегодные страховые, амортизационные взносы, а также налог на арендную плату (%). Примем равными 3%.

10. T – период владения (лет).

К *прогнозируемым* параметрам модели мы относим следующие (все – в процентах):

1. gp_n – ожидаемый уровень ежегодного номинального роста цен на жильё. Наиболее трудно прогнозируемый параметр. В качестве оптимистичного варианта выберем 9%, в качестве пессимистичного – 5%.

2. gr_n – ожидаемый уровень ежегодного номинального роста арендной платы. Поскольку этот параметр также чрезвычайно трудно прогнозировать, для оценок примем его равным gp_n .

3. r_n – ставка дисконтирования. Используем безрисковую ставку доходности по государственным облигациям в 8% (первая половина 2019 г.) и ставку дисконтирования по коммерческим проектам в 13%.

К *расчётным* параметрам модели мы относим следующие (все – в денежном выражении):

1. Общая стоимость жилья в момент принятия решения TP_0

$$TP_0 = P_0 + f \cdot P_0 + pc \cdot P_0 \quad (1)$$

Для выбранных ранее средних значений получим 11,33 млн руб. для Москвы и 3,19 млн руб. для России.

2. Величина ипотечного кредита MP_0

$$MP_0 = P_0 - DP \quad (2)$$

8,24 и 2,32 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

3. Размер выплат PMP (используются аннуитетные платежи):

$$PMP = MP_0 / \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + r_m)^{MT}}}{r_m} \right) \quad (3)$$

1,03 и 0,29 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

4. Приведённая стоимость ипотечных выплат $PVMP_T$ за период владения:

$$PVMP_T = PMP \cdot \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + r_n)^T}}{r_n} \right) \quad (4)$$

Для периода владения в 10 лет получим 6,89 и 1,94 млн руб. для Москвы и России (ставка дисконтирования 8%).

5. Выплата по основному платежу за первый год PP_1 :

$$PP_1 = PMP - MP_0 \cdot r_m \quad (5)$$

0,20 и 0,06 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

6. Основной долг в конце периода владения MP_T :

$$MP_T = MP_0 - PP_1 \cdot \frac{(1 + r_m)^T - 1}{r_m} \quad (6)$$

Если период владения больше или равен периоду ипотечного кредитования $T \geq MT$, то основной долг в конце периода владения отсутствует: $MP_T = 0$.

В конце периода владения в 10 лет общий долг составит 5,00 и 1,41 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

7. Чистая будущая стоимость перепродажи NP_T :

$$NP_T = P_0 \cdot (1 + gp_n)^T \cdot (1 - sc) - MP_T \quad (7)$$

10,95 и 3,08 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

8. Текущая стоимость перепродажи $PVNP_T$:

$$PVNP_T = \frac{NP_T}{(1 + r_n)^T} \quad (8)$$

5,07 и 1,43 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

9. Скорректированная арендная плата IR :

$$IR = R \cdot (1 - imt) \quad (9)$$

Это значение соответствует денежной оценке «потока благ» от владения жильём. Она равна величине дохода, который собственник бы получал, если бы сдавал жильё в аренду (хотя в действительности владелец использует жильё сам). Значение арендной платы за аналогичное жильё R уменьшается на величину расходов на содержание и страхование, так как это расходы, которые домохозяйство несёт в любом случае, вне зависимости от того, владеет оно жильём или только арендует.

10. Текущая арендная плата $PVIR_T$:

$$PVIR_T = IR \cdot \left(\frac{1 - \left(\frac{1 + gr_n}{1 + r_n} \right)^T}{r_n - gr_n} \right) \quad (10)$$

4,83 и 1,73 млн руб. для Москвы и России, соответственно.

11. Чистая приведённая стоимость NPV_T – разница между приведёнными совокупными притоками денежных средств (текущая стоимость перепродажи $PVNP_T$ и текущая арендная плата $PVIR_T$) и приведёнными совокупными оттоками денежных средств (первоначальный взнос DP , начальные капитальные вложения и затраты на сделку при покупке $(f + pc) \cdot P_0$, а также приведённая стоимость ипотечных выплат $PVMP_T$).

$$NPV_T = (PVNP_T + PVIR_T) - (DP + (f + pc) \cdot P_0 + PVMP_T) \quad (11)$$

Чистая приведённая стоимость для рассматриваемого примера составит $-0,08$ и $0,34$ млн руб. для Москвы и России, соответственно (10 лет владения, ставка дисконтирования в 8%, темп роста номинальных цен на жильё 5% в год).

3. Результаты

Итак, мы сделали расчёт для усреднённого примера согласно модели и получили, что через 10 лет владения жильём в Москве чистая приведённая стоимость купленного сегодня жилья станет практически нулевой (а затем начнёт нарастать).

На рис. 2 приведены 4 случая, для которых все параметры модели совпадают, кроме ставки дисконтирования r_n (обозначена как r), ежегодного темпа роста номинальных цен на жильё gp_n (обозначена как g) и ежегодного темпа роста номинальной арендной платы gr_n (обозначена как g , так как рассматривается случай $gp_n = gr_n$). Это ключевые параметры при рассмотрении чувствительности модели. Так, изменения начальных параметров P_0, DP, f могут оказывать значительное влияние на модель, однако они будут менять только исходное положение, но не динамику NPV к годам владения. Более значительное влияние оказывает ставка по ипотечному кредиту r_m . В статье (Tabner, 2016) ставки дисконтирования и по кредиту принимались практически одинаковыми. Также значимые изменения могут внести вариации величины арендной платы R , т.е. параметр, оказывающий влияние ежегодно. А вот изменения срока ипотечного кредита MT не оказывают существенного влияния на динамику NPV.

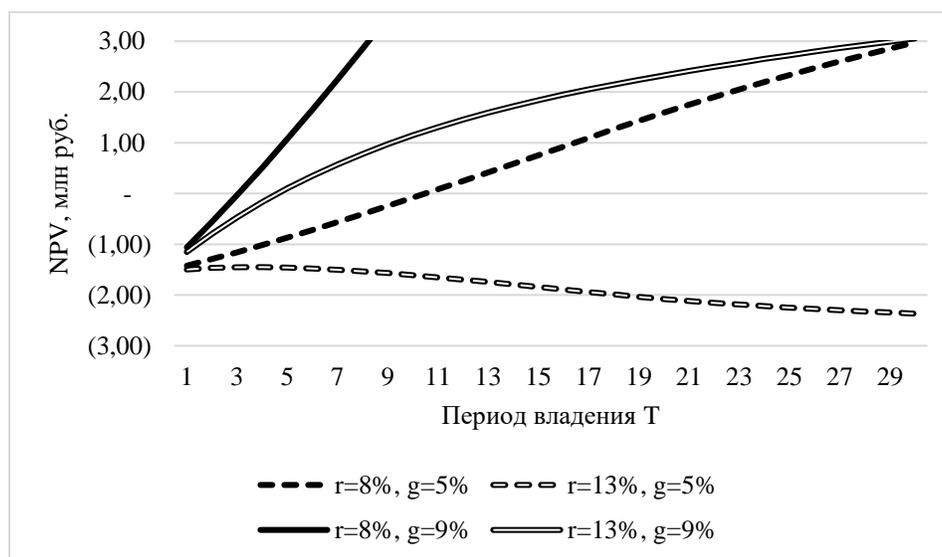


Рисунок 2. Чистая приведённая стоимость денежных потоков за период владения жильём в Москве, в зависимости от значений ставки дисконтирования r и темпа роста номинальных цен на жильё и арендную плату g .

Как видно на рис. 2, если темп роста цены жилья немного превышает ставку дисконтирования, инвестиция окупится буквально за несколько лет. При этом при равенстве $r_n = gp_n = gr_n$ на более высоких значениях, момент достижения положительного NPV будет наступать раньше (при меньших T). То есть решение о владении (покупке жилья) более привлекательно в этих случаях. Однако если ожидается существенное падение цен на жильё в реальном выражении, и $gr_n < r_n$ на 5–8%, то отрицательная NPV всё время убывает с ростом периода владения T, т.е. аренда в таком случае точно предпочтительнее. Если проводить расчёты для среднероссийских показателей, выводы принципиально не изменятся.

4. Дискуссия

Согласно (Hargreaves, 2002) ключевой финансовой переменной в модели выбора между владением и арендой является динамика цен на жильё. В 1990-х гг. в Новой Зеландии условия

благоприятствовали аренде, а не владению. Наши результаты могут подтвердить огромную значимость будущих цен на жильё. В связи с этим для практических целей критически важным становится вопрос качественного прогнозирования как динамики цен на рынке недвижимости в целом (для макроэкономистов), так и прогноза для конкретного жилья в частности (для консультантов по недвижимости). Прогнозирование усложняется, во-первых, непредсказуемостью российского рынка жилья (рис. 1), а во-вторых – возможностью для домохозяйств в течение долгого периода времени получать сверхприбыли или убытки, что продемонстрировано в работе (Mizuno & Tabner, 2011).

Проведённый опрос (Александрова и Борковская, 2019) свидетельствует о том, что предпочтения московской молодёжи в выборе между арендой и владением вообще не базируются на оценке будущей стоимости жилья или потоков доходов и расходов. Скорее оценка основывается на таких нефинансовых категориях, как нежелание зависеть от арендодателя, направлять средства «в чужой карман». При этом часть молодёжи из-за дороговизны московского жилья и желания большей мобильности всё же допускает возможность комфортной аренды. Факторы нефинансовых рисков можно учесть в модели, повышая ставку дисконтирования, что делает владение менее привлекательным. Кроме того, существенной переменной является период владения. Вероятно, более молодые домохозяйства имеют более короткие периоды владения, а значит, как и в статье (Tabner, 2016), покупка жилья может быть более выгодна для тех домохозяйств, которые не планируют переезжать как минимум в ближайшие 10 лет.

В конечном счёте, на практике для конкретного домохозяйства решение о владении собственным жильём или об аренде жилья принимается исходя из нефинансовых соображений. Огромную роль играет сложившаяся культура и восприятие необходимости (или отсутствия таковой) иметь собственное жильё. Было бы оправданным в будущих эмпирических исследованиях на эту тему оценить влияние различных факторов на итоговый выбор домохозяйств при принятии решения о покупке жилья. А экономическим аналитикам следует учитывать средние периоды владения, инфляционные ожидания, налоговую политику и демографический профиль соответствующего населения.

Список литературы.

Александрова О.А., Борковская Е.И. «Купить нельзя арендовать»: куда поставит запятую столичная молодёжь? // Гуманитарные науки. Вестник Финансового Университета. 2019. Т. 9. № 5. С. 97–105.

Bourassa S.C., Hoesli M. Why Do the Swiss Rent? // The Journal of Real Estate Finance and Economics. 2010. No 3. P. 286–309.

Coulson N.E., Fisher L.M. Housing tenure and labor market impacts: The search goes on // Journal of urban economics. 2009. No 3. P. 252–264.

Han L. The Effects of Price Risk on Housing Demand: Empirical Evidence from U.S. Markets // The Review of Financial Studies. 2010. No 11. P. 3889–3928.

Hargreaves B. To Rent or Buy: That is the Question // Pacific Rim Real Estate Society. Conference 2002. Christchurch, 21–23 January. P. 1–17.

Haurin D.R., Gill H.L. The Impact of Transaction Costs and the Expected Length of Stay on Homeownership // *Journal of urban economics*. 2002. No 3. P. 563–584.

Mizuno M., Tabner I.T. The margin of safety and turning points in house prices: Observations from three developed markets // *Financial Analysts Journal*. 2011. No 67 (3). P. 76–93.

Munch J.R., Rosholm M., Svarer M. Home ownership, job duration, and wages // *Journal of urban economics*. 2008. No 1. P. 13–145.

Tabner I.T. Buying versus renting – determinants of the net present value of home ownership for individual households // *International Review of Financial Analysis*. 2016. No 48. P. 233–246.

CHOICE BETWEEN RENT AND MORTGAGE: EVALUATING THE NET PRESENT VALUE OF HOME OWNERSHIP

Oleg I. Ivanov

*Ph.D., Assistant professor
Lomonosov Moscow State University,
Faculty of economics
(Moscow, Russia),*

Mokhtar M.S. Naimi

*Expert
Digital transformation center
University Higher School of Economics
(Moscow, Russia)*

Abstract

The article considers the problem of choosing between the ownership of residential real estate and its rental as a solution to the investment problem. The purpose of the article is to formalize this task using only financial variables (without explicitly including non-monetary preferences) and testing it on real Russian data on real estate and mortgage lending markets. The results can be used: a) at the household level, which usually poorly take into account the financial side of the decision; b) at the level of macroeconomic policy to predict the dynamics of the mortgage market. We identified the following key model parameters: the expected rate of growth in housing and rental prices, mortgage interest, and the planned period of real estate ownership. The model demonstrates that for an average of Moscow or Russian housing with enough period of ownership, the purchase is generally more profitable in the current macroeconomic conditions. However, if the forecast for the dynamics of changes in housing prices worsens, when the nominal price increase is 5-8% lower than the discount rate, the answer may change in favor of renting. This is especially true in connection with the negative dynamics of real prices in the Russian housing market.

Keywords: rental property, mortgage, tenure choice, household finance, valuation, real estate, house prices.

JEL codes: D1, D84, G12, G17, R21, R31.