



Г. М. Стерник, А. И. Евстафьев, А. О. Перетрухин

РАЗВИТИЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ НЕДВИЖИМОСТИ В УСЛОВИЯХ ЭКСПАНСИИ ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА

***Аннотация.** Макроэкономическая нестабильность, охватившая весь мир в 2008 г., позволила выявить большое количество различий в характере падения и последующего восстановления национальных рынков недвижимости. Одновременно стала ощущаться неадекватность большинства существующих научных концепций: неолиберальной, глобалистской, народнохозяйственной – в объяснении динамики этих процессов. Преодоление этой проблемы достигается на основе коренного пересмотра сущности иностранных инвестиций в недвижимость, обособления их от всех других видов вложений. Важнейшее значение здесь приобретает методология классической политической экономии, которая позволяет системно изучить международную циркуляцию капитала и точно сформулировать закономерности развития рынков недвижимости в этих условиях. Данный подход связан с адаптацией сравнительно-аналитического инструментария к задачам определения циклов и стадий в процессах оборота инвестиций. В сочетании с графическим моделированием, проведенным на обширном фактологическом материале, это помогает дезавуировать иллюзию автономности национальных рынков недвижимости. Получено обоснование асинхронности их развития. Доказана решающая роль экспансии транснационального инвестиционно-строительного капитала в формировании глобальной взаимозависимости рынков недвижимости.*

Ключевые слова: рынок недвижимости, рыночные, глобализация, иностранные, развитие рынка, международные, недвижимость, спекуляции, инвестиции, циклы.

Введение. Развитие рынка недвижимости традиционно рассматривается в отрыве от процессов глобализации. Это продиктовано свойствами самой недвижимости: ее невозможно перемещать и продавать за границей, она встречается повсеместно и всюду обладает схожими техническими характеристиками – она “локальна” и “вездесуща” одновременно. В отличие от прочих товаров и услуг, ее оборот не поддается описанию даже в наиболее общих категориях мировой экономической науки: здесь нет рынков сбыта, отсутствует экспорт, нельзя говорить о международной торговле. Производство недвижимости – строительство – не участвует в географическом разделении труда, всегда приспособливается к местному спросу. Все это на протяжении многих лет предопределяло господство подходов, относящих рынок недвижимости исключительно к предмету теории экономики страны.

Между тем сегодня наблюдаются столь решительные перемены в мировой экономике, что глобальное значение оборота недвижимости уже констатируют такие крупнейшие международные организации, как ЮНКТАД и SIFMA (Ассоциация страховой отрасли и финансовых рынков). Достаточно упомянуть, что совокупные иностранные инвестиции в недвижимость в 2007 г. оцениваются в 795, а в кризисный 2012 г. – 440 млрд долл. США., что составляет 30–40% от всех прямых иностранных инвестиций (рис. 1), осуществившихся в эти годы, или примерно 1% от мирового валового продукта.

Появляются новые формы организации международного капитала, концентрирующегося по поводу получения доходов от недвижимости: инвестиционные фонды недвижимости, биржевые и реальные управляющие компании, транснациональные девелоперские структуры. Налицо становление новой глобальной

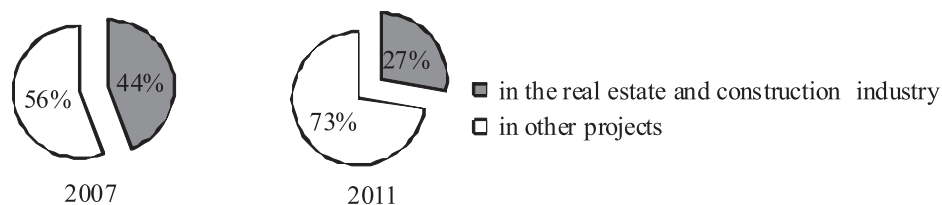


Рис. 1. Совокупные иностранные инвестиции в мире в 2007 и 2011 гг.

отрасли экономики, стремительно вырывающейся из рамок внутригосударственного регулирования, которая объединяет тысячи кредитно-финансовых, консультационных, посреднических и строительных компаний по всему миру, специализирующихся на обслуживании и освоении иностранных инвестиций в недвижимость.

В этих условиях назревает необходимость коренного пересмотра устаревших научных концепций, отдельно рассматривающих функционирование национальных рынков недвижимости и не учитывающих взаимозависимость их циклического развития. Решению данной теоретико-методологической проблемы посвящено настоящее исследование. В статье также затронут еще один аспект проблемы, определивший второй уровень исследовательского поиска. В специализированной научной литературе до сих пор не проведено четкого экономико-категориального разграничения между внутригосударственными и иностранными инвестициями в недвижимость, которое сегодня в крайне упрощенном виде трактуется только как “различие в источниках капитала: капитал резидентов – капитал нерезидентов”. Вот почему мы не свободны от решения прикладной задачи по определению оснований в различии иностранных и отечественных вложений в недвижимость, которое, на наш взгляд, пролегал в несовпадении стратегий инвесторов. Проверка этой гипотезы осуществлена в конце представленной работы.

Методология

В соответствии с классическим рыночным, подходом, доминирующим в современной исследовательской литературе, рынок недвижимости и строительная отрасль образуют сложную управляемую и саморегулирующуюся систему, которая функционирует в согласии с законами инвестиционного развития.

Превышение спроса над текущим предложением недвижимости повышает прибыльность строительных проектов и поэтому привлекает в строительную отрасль инвестиционный капитал; напротив, снижение спроса уменьшает прибыль и тормозит приток инвестиций. При этом “низкий уровень цен и доходности приводит к временному уходу девелоперов с рынка, снижению объемов строительства и предложения, что впоследствии стимулирует рост цен и вызывает привлечение инвестиций”¹. В таком ключе описываются циклы инвестиционно-строительной активности и развития рынка недвижимости во всем спектре современной экономической литературы. Выраженную схоластическую интерпретацию эта концепция приобретает в работах М. Вейса и А. Баума².

При этом на практике в развитии национальных и региональных рынков недвижимости выделяются циклы, особенности протекания которых не укладываются в абстрактные представления о триединстве связи цены, спроса и инвестиционной активности. Так, в публикациях У. Борна и С. Пирра подробно описаны инфляционные циклы развития рынка недвижимости, в которых ведущее значение имеют ожидания доходности альтернативных вложений – бенчмарков – и ожидания обесценения денег³.

¹ Поляковский, Г., 1996. Жилищная экономика. М. 223 с.

² Weiss, M.A. The Politics of Real Estate Cycles // Business and Economic History, Second Series. 1991. №20. С. 127-135. URL: <http://www.thebhc.org/publications/BEHprint/v020/p0127-p0135.pdf> (дата обращения: 11.04.2013).

Baum, A. Evidence of cycles in European commercial real estate markets and some hypotheses. URL: <http://centaur.reading.ac.uk/27213/1/0500.pdf> (дата обращения: 15.04.2013).

³ Pyhrr, S.A., Stephen E.R., Born W.L., 1999. Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy // Journal of Real Estate Research. №1. P. 7-68.

Однако в изложенных подходах признается, что поток инвестиционного капитала в целом отражает объективную потребность рынка либо в наращении, либо в сокращении строительных мощностей, и, следовательно, свободное, беспрепятственное движение инвестиций – залог устойчивого, сбалансированного функционирования рынка недвижимости (как локального, так и национального).

В теории мировой экономики данная идея получает расширительное толкование, что подтверждается высказываниями таких западных специалистов-международников, как Р. Доузвийк: “устойчивое функционирование национальных рынков недвижимости определяется степенью развития инвестиционной инфраструктуры строительной отрасли”⁴. ООН идет дальше и связывает уже само устойчивое развитие (*Sustainable Development*) с либеральными инвестиционными стратегиями государств. Для “устойчивого развития” рекомендуется создавать “максимально открытые, стабильные и предсказуемые условия для осуществления иностранных инвестиций, обеспечивать надлежащую защиту инвесторам, которые обосновались в стране, упрощать процедуры капиталовложений”⁵. Насколько все это в условиях глобализации разнится с действительностью, показывает наш дальнейший анализ.

Действительно непротиворечивым теоретическим базисом в объяснении данных феноменов глобализации обладают труды *классической политической экономии*. Среди них следует особо выделить работы К. Маркса и Л. Вальраса, в которых обращение недвижимости *как товара* рассматривается обособленно от обращения недвижимости *как капитала*⁶. *Современная*

актуальность высказанных этими авторами положений подтверждается тем, что изучение переходов недвижимости из товарного состояния в состояние капитала (и обратно), совершающихся при сохранении формально-юридического статуса “иностранной инвестиции”, позволяет адекватно объяснить происходящие на наших глазах изменения на рынке, в том числе изменения в интенсивности, скорости и амплитуде циклического развития.

Мы опираемся на классический методологический аппарат, основанный на системном подходе, с применением историко-логического и сравнительно-аналитического инструментария. Решающее значение в данной методологической системе имеет темпорально-структурный анализ: выявление сдвигов, временных лагов, изменений в структуре инвестиционных потоков, скорости их возврата, размерах абсолютного и сравнительного приращения. Это позволяет разработать графическую модель-схему циркуляции транснационального инвестиционно-строительного капитала, выявить циклическую взаимозависимость национальных рынков недвижимости и обосновать различия между стратегией инвестирования на внешних и внутренних рынках недвижимости.

Анализ

Воспользуемся классификацией стадий развития локальных рынков недвижимости, предложенной в работе⁷, и рассмотрим, как они не совпадали в различных странах мира на временном промежутке за 18 последних лет (табл. 1). Эмпирическим материалом нам послужил массив публикаций в отечественных и иностранных СМИ, отчеты Jones Lang LaSalle и Knight Frank. В основе отнесения каждого периода к той или иной стадии развития рынка лежит сопоставление темпов прироста средних цен на жилье, торговую и офисную недвижимость и темпов прироста доходов населения, уровень волатильности цен, оборачиваемости предложения и емкости рынка.

⁴ Doeswijk, R.Q., Lam T.W., Swinkels L., 2012. Strategic Asset Allocation: The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959–2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=2170275> (дата обращения: 22.04.2013).

⁵ Доклад о мировых инвестициях в 2012: Обзор. Конференция организации объединенных наций по торговле и развитию (ЮНКТАД). Женева, 2012. 60 с.

⁶ Маркс, К., 2012. Капитал: критика политической экономии. Том II. Книга 2: Процесс обращения капитала / Пер. П.Н. Ключин. М.: Эксмо. 1200 с.
Вальрас, Л., 2011. Элементы чистой политической экономии / Пер. И.А. Егоров, А. Белянин. М.: Изограф. 448 с.

⁷ Стерник Г.М., Стерник С.Г., 2009. Типология рынков недвижимости по склонности к образованию ценовых пузырей // Имущественные отношения в РФ №8 (95), с. 18-28.

Асинхронность развития национальных рынков недвижимости

Национальные рынки	Стадии развития национального рынка недвижимости по годам				
	1995–1998	1999–2002	2003–2006	2007–2010	2011–2015 (прогноз)
США	растущий	надутый	перегретый	падающий	стабильный
Западная Европа	дефицитный	растущий	стабильный	депрессивный	депрессивный
Восточная Европа	растущий	падающий	растущий	падающий	депрессивный
Российская Федерация	депрессивный	дефицитный	перегретый	депрессивный	стабильный
Китай	стабильный	растущий	дефицитный	стабильный	падающий
Индия	стабильный	стабильный	насыщенный	падающий	взлетающий
Бразилия	падающий	растущий	дефицитный	растущий	перегретый
Иран	растущий	растущий	стабильный	стабильный	н/д
Ближний Восток	депрессивный	стабильный	растущий	растущий	падающий
Юго-Восточная Азия	н/д	н/д	насыщенный	растущий	взлетающий
Япония, Южная Корея	н/д	растущий	перегретый	депрессивный	н/д
Северная Африка	развивающийся	стабильный	растущий	стабильный	н/д

Как видно, проведено сопоставление, охватывающее достаточно продолжительный временной период, чтобы проследить, как меняется глобальная конъюнктура инвестиционно-строительной отрасли и рынков недвижимости и выявить следующие закономерности.

Во-первых, национальные рынки абсолютного большинства стран мира испытывают непрерывную смену стадий развития. Для развитых экономик характерно ускоренное повторение полных, 4-х фазных, циклов (в общем виде: восстановление–развитие–кризис–депрессия), для многих развивающихся стран свойственна усеченная, но менее скоротечная цикличность (всего 2 фазы: развитие–стабилизация). Россия и страны Восточной Европы не избегают повторения у

себя всех видов возможных в развитых странах фаз и стадий развития, включая наиболее острые для строительной отрасли фазы кризиса (соответствующие стадиям перегрева и спада), но встречаются также специфические стадии: старт, взлет – отражающие периоды резкой либерализации экономики и развития институциональной среды рынка недвижимости. Единственная страна в нашем списке, имеющая относительно стабильную картину развития – Иран. Примечательно, что его рынок недвижимости всю современную эпоху был малодоступен для иностранного бизнеса: в 1990-е гг. его законодательство и конституционный строй не благоприятствовали безопасному вложению иностранных инвестиций, а после введения в 2003 г. международных санкций против Ирана и

начала его изоляции зарубежное финансирование жилищного и коммерческого строительства оказалось вообще практически невозможным.

Во-вторых, на протяжении всего промежутка наблюдений с 1991 по 2012 гг. не встречается ни один период, в котором господствовала бы та или иная стадия циклического развития у всех национальных рынков недвижимости одновременно. Скорее наоборот, кризис (или застой) в строительной отрасли одного государства сопровождается восстановлением (а иногда “бумом”) в строительстве у другого государства. Так, рынки США и Китая с 1991 по 1994 гг. преимущественно испытывали спад, в то время как в Восточной Европе и России наблюдался бурный рост. В следующую четырехлетку США, Западная Европа и страны Африки выделились резким подъемом, а в Бразилии и странах Аравийского полуострова был кризис. С 1999 по 2002 гг. лидерами развития были США и Япония, лидерами падения – Восточная Европа. Наконец, в период между 2003 и 2006 гг. резко росли рынки России, Ближнего Востока и Африки, замедляли рост – США и Европа, а в Китае и Бразилии была стадия дефицитного застоя. За последние 20 лет ни одна страна, испытывавшая в некоторый период бурный рост своего рынка недвижимости на фоне падения в других странах, позднее не избежала национального кризиса в тот момент, когда где-то в другой части мира рынок рос. Таким образом, одновременные рост и спад, крайне неравномерным образом распределенные в глобальном инвестиционно-строительном пространстве и непрерывно сменяющие друг друга, идут рука об руку всюду, куда проникает глобальный финансовый капитал.

В-третьих, несоразмерность темпов развития национальных рынков недвижимости имеет прямую связь со степенью влияния на страну иностранных инвестиций в строительную отрасль. Именно этим объясняется неустойчивость развития рынков недвижимости, имманентно присущая странам с полностью открытой для иностранных инвестиций экономикой: прежде всего странам Европы, Северной Америки, монархическим государствам Персидского залива (ОАЭ, Саудовской Аравии, Катара, Бахрейна, Кувейта), Японии и Юго-Восточной Азии, большинства стран

СНГ. В Китае и Индии смена фаз происходит медленнее, очевидно, в связи с относительным ограничением режима иностранных капиталовложений: зарубежному финансированию позволяется беспрепятственно поступать на рынок недвижимости, однако законодательство строго регламентирует вопросы репатриации (возврата) капитала. Не случайно крупные инвесторы ожидают сверхинтенсивное развитие рынка недвижимости Индии в 2013–2014 г. в связи с ослаблением налогового законодательства в отношении “выводимого из страны капитала”⁸.

В-четвертых, амплитуда циклического роста и спада на местном рынке недвижимости определяется степенью зависимости его кредитно-финансовой инфраструктуры от мировой финансово-экономической системы. Наиболее перегретые, “надутые” рынки недвижимости за 23-летний период наблюдений встречались исключительно в странах с необычайно высокой долей международных капиталов в собственном финансовом секторе: США, страны СНГ и Восточной Европы, африканские страны, ряд государств Западной Европы. В них разница между ценами на пике и на дне рыночного развития составляла до 35–50% от максимума. В Германии, странах Персидского залива, в которых расположены сильные международные финансовые центры, но где тем не менее преобладают колоссальные объемы собственного капитала, рост и падение цен на недвижимость лежит в диапазоне 20–30%.

В-пятых, неодинаковость текущих стадий у различных национальных рынков недвижимости устойчиво сохраняется во времени, порождая постоянно существующий фазовый разрыв между ними. Этот сдвиг носит столь упорядоченный характер, что даже мощные случайные факторы (ускорение или замедление роста отдельных экономик, суверенные долговые и валютные кризисы и т.д.) не способны изменить этой *рассинхронизации* в глобальном масштабе (рис. 2). Это говорит о существовании между

⁸ Ullekh, N.P., 2013. Why Canada-based baron Bob Dhillon is betting on Indian Real Estate? Economic Times. URL: http://articles.economicstimes.indiatimes.com/2013-01-13/news/36296793_1_canada-toronto-stock-exchange-properties (дата обращения: 18.04.2013).

рынками недвижимости стабильных международных взаимосвязей, обеспечивающих согласованную динамику всей мировой инвестиционно-строительной отрасли. Складывающаяся в каждый момент времени очередность стран по стадии развития их рынков недвижимости, формирует текущий полуцикл инвестиционно-строительной активности. В 2007 г. этот полуцикл охватывал 3 фазы: прохождение пика роста (Китай, Бразилия, Россия, Южная Европа), замедление рынка (Япония, Индия, Юго-Восточная Азия) и переход к падению (Мексика, США, Западная Европа). В 2012 г. в полуцикл мировой инвестиционно-строительной активности вошли 2,5 фазы: застой (США, Россия, Южная и Восточная Европа), оживление и рост (Индия, Западная Европа, Юго-Восточная Азия) и фаза замедления рынка (Китай, Бразилия). Вероятно, к 2017 г. полуцикл мировой инвестиционно-строительной активности постепенно вернется в состояние, достигнутое в 2007 г., и снова будет охватывать стадии роста, замедления и падения. Таким образом, существеннейшим качеством сложившейся глобальной системы национальных рынков недвижимости выступает синхронизированный по всему миру сдвиг фаз их циклического развития.

Нельзя привести более убедительных свидетельств спекулятивно-финансовой природы взаимодействия национальных рынков недвижимости в условиях глобализации. Процессы глобализации превращают всю доступную для инвестирования мировую недвижимость и весь связанный с ней бизнес в не существовавший ранее вид нового спекулятивного актива. Но поскольку спрос на спекулятивный актив всегда возрастает по мере роста его цены, то масштаб притока инвестиционно-строительного капитала больше в той стране, где в данный момент сильнее и надежнее прирост цен на недвижимость. Как пишет Подоляко Т.А., ссылаясь на мнения ряда отечественных авторов: “в докризисный период на фоне слабой конкуренции и общей неразвитости рынка недвижимости иностранные инвесторы гарантировано получали высокие прибыли”⁹. Мы не можем согласиться с этим мнени-

ем. На самом деле, привлекательность российского рынка недвижимости для иностранных инвесторов объяснялась не “неразвитостью” рынка вообще, а наблюдавшейся тогда стадией “бума”, обеспечивающей в 2003–2007 гг. сравнительно высокие показатели прибыльности относительно других (как развитых, так и развивающихся) национальных рынков. Сегодня, когда стадия “бума” сменилась затяжной стадией посткризисной стабилизации, или “депрессией”, транснациональный капитал переместился в другие мировые точки временного инвестиционно-строительного подъема – прежде всего, в Китай, Индию, Юго-Восточную Азию.

Этим опровергается ключевой посыл классического рыночного подхода, утверждающий, что благоприятный инвестиционный климат и привлекаемые инвестиции способствуют устойчивому сбалансированному развитию рынка недвижимости. На практике оказывается наоборот: международный инвестиционно-строительный капитал не только сам усиливает неравномерность развития, но по своей природе не заинтересован в стабильном, *устойчивом*, развитии строительной отрасли какого-либо отдельного государства. Чем выше амплитуда рыночных колебаний, чем хаотичнее возникают международные точки роста и падения, тем активнее совершается оборот капитала и, следовательно, большую прибыль извлекает иностранный инвестор недвижимости.

Докажем далее, что инвестиции в национальную недвижимость в общем виде представляют собой не основной, а оборотный капитал. Рассмотрим мировую статистику соотношения прямых иностранных инвестиций к стоимости зарубежного имущества (табл. 2), сведенную нами на основе данных ЮНКТАД и международного консалтингового агентства Jones Lang LaSalle¹⁰.

рат дис.... канд. эконом. наук: М.

¹⁰ World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2012. Global Market Perspective: Second Quarter 2011 [Электронный ресурс]. Jones Lang LaSalle IP. URL: <http://www.joneslanglasalle.com/ResearchLevel1/Global-Market-Perspective-Q2-2011-a.pdf> (дата обращения: 21.04.2013).

⁹ Подоляко, Т.А., 2010. Привлечение иностранных инвестиций на российский рынок гостиничной недвижимости: авторефе-

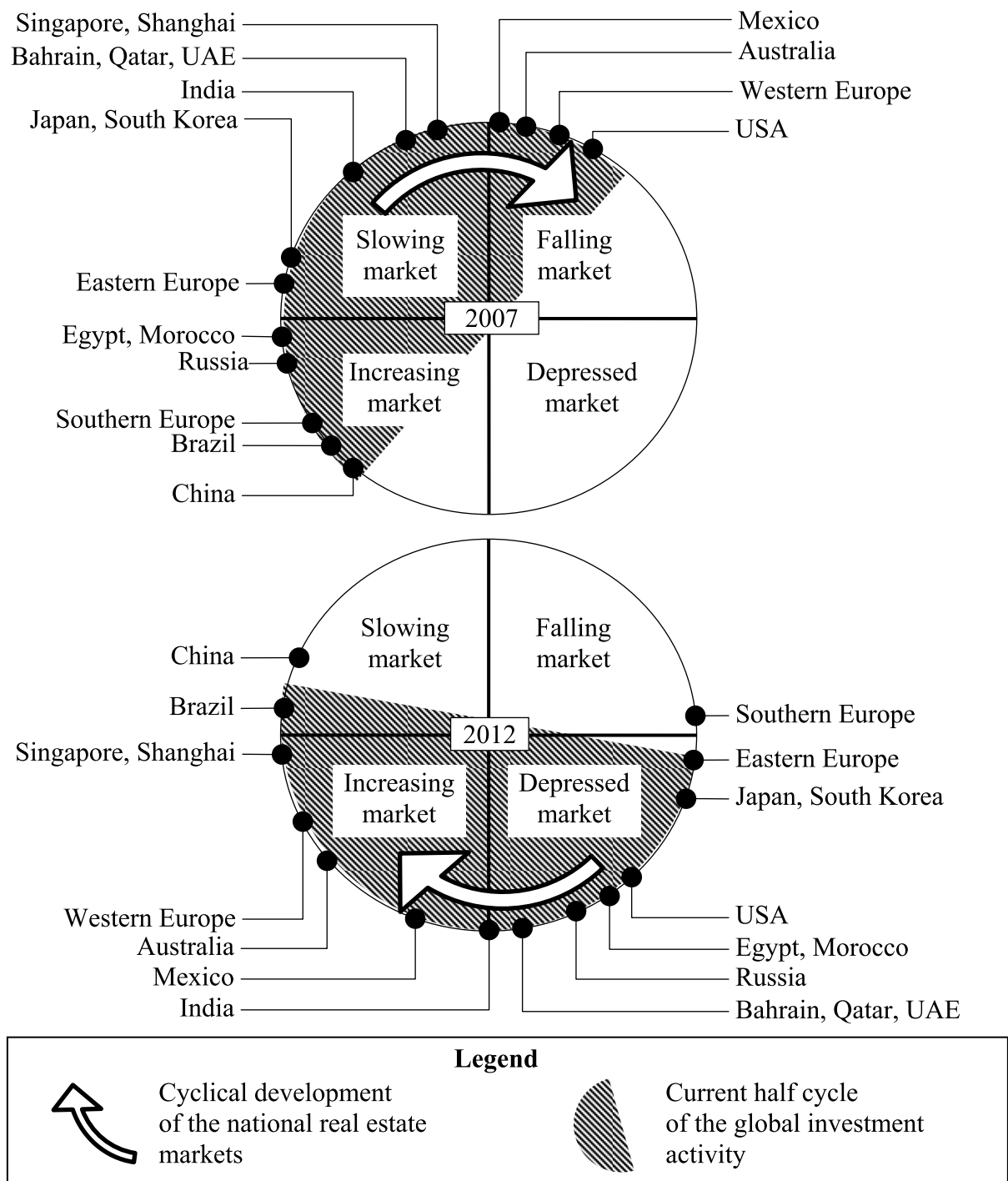


Рис. 2. Модель циклического развития национальных рынков недвижимости под влиянием циркуляции транснационального инвестиционно-строительного капитала в 2007–2012 гг.

Интенсивность обращения транснационального инвестиционно-строительного капитала

Сектор глобальной экономики	Прямые иностранные инвестиции в 2011 г., млрд долл. США	Стоимость зарубежных валовых накоплений*, млрд долл. США	Соотношение прямых иностранных инвестиций и зарубежных валовых накоплений, %
Рынок недвижимости и строительная отрасль	440	1 200	36,7
Все прочие отрасли экономики	1 150	15 770	7,3
<i>Всего</i>	1 600	16 970	9,4

Примечание: стоимость зарубежных валовых накоплений – это стоимость активов, накопленных за весь предшествующий период в результате осуществления иностранных инвестиций (приобретения готовых или создания и поставки новых основных средств), за вычетом выбывшего или амортизированного имущества.

Коэффициент оборачиваемости иностранных инвестиций в недвижимость (соотношение иностранных инвестиций и зарубежных валовых накоплений) составляет 0,367, что соответствует периоду оборота – 2,7 года. Такую продолжительность имеет в среднем один полный инвестиционно-строительный цикл, включающий разработку проектно-сметной документации, покупку земельного участка, строительно-монтажные работы и ввод в эксплуатацию вновь созданного имущества. Это означает, что в отличие от “длинных” инвестиций (например, в топливно-энергетический или агропромышленный комплекс) полный круг превращений Д–Т–Д’ в бизнесе, связанном с недвижимостью, совершается в течение периода проведения строительно-монтажных работ. Это резко контрастирует с оборачиваемостью международных инвестиций в других отраслях мирового хозяйства – 0,073, соответствующей периоду оборачиваемости 13,7 года. Прямые инвестиции в сектор недвижимости оборачиваются в 5 раз быстрее.

Возврат капиталовложений в недвижимость может занимать и намного меньшее время, например, в случае привлечения местных соинвесторов, которые, по сути, оплачивают и все строительные расходы, и услуги инициатора проекта. Тогда окупаемость вло-

женных средств наступает еще на этапе строительства (в течение первого года инвестирования). В другом случае, когда недвижимость создается для последующей сдачи в аренду или эксплуатации (например, при строительстве гостиницы), период возврата капиталовложений удлиняется до 10–15 лет. Однако такая приносящая регулярный доход собственность, оставаясь наиболее ликвидным типом материально-вещественных активов – недвижимостью – не утрачивает возможность использования в качестве товара. При этом наличие арендаторов только укорачивает период экспозиции этой недвижимости на рынке, так как говорит о низком уровне риска инвестирования, устойчивом и прогнозируемом денежном потоке, а ее рыночная стоимость резко повышается. В результате даже проекты, предполагающие изначально сдачу собственности в аренду, спустя 5–10 лет успешной эксплуатации завершаются ее продажей.

Все это определяет высокую чувствительность такого бизнеса к национальному законодательству, регулируемому вопросы репатриации капитала. В этом заключается одно из ключевых отличий стратегии капиталовложений в иностранную недвижимость от любых других видов капиталовложений. Инвестора, занимающегося финансированием промышленного

производства, в первую очередь интересуют нормы, регулирующие его текущую фабричную деятельность: налог на добавленную стоимость, налог на имущество, налог на прибыль, таможенные пошлины, законодательство о труде. В меньшей степени такого предпринимателя затрагивают нормы, определяющие порядок и последствия ликвидации предприятия, потому что он не намерен его ликвидировать и считается с такими условиями лишь как с вероятными рисками.

В противоположность этому, инвестор, финансирующий иностранную недвижимость, не рассматривает эту недвижимость как средство труда. Для него недвижимость – предмет труда, оборотный капитал. В среднесрочной перспективе у него всегда на повестке дня вывод вложенного ранее капитала за пределы данной страны. Как следствие, на поведение таких инвесторов сильнее сказывается регулирование условий беспрепятственного ввода и вывода средств, налогообложения репатрируемого капитала. Критическая важность этих условий проявляется в годовой динамике иностранных инвестиций, поступивших в недвижимость и строительную отрасль Индии в 2013 г. Их рост по данным за 1-й квартал составили более 700% по отношению ко всему 2012 г.: 3 млрд против 370 млн долл. США. Это стало возможным после проведения реформы законодательства, упрощающего вывод капиталов иностранными инвесторами недвижимости. Примечательно, что, как отмечает Д.С. Рават, генеральный секретарь индийской ассоциации палат промышленников и предпринимателей (*ASSOCHAM*), при этом “большинство штатов Индии в 2013 г. получили инвестиций, не связанных с недвижимостью, в целом меньше, чем в прошлом году”¹¹.

Это обуславливает необходимость проведения следующего разграничения между инвестициями в недвижимость, которые распадаются на вложения транснационального инвестиционно-строительного капитала и вложения отечественных бизнес-структур.

Обычно государственная статистика не учитывает различия между ними. В результате деятельность по обороту денежных средств на иностранных рынках недвижимости ошибочно приравнивается к обычной деятельности по созданию и эксплуатации местной доходной недвижимости. Упускается из виду ряд принципиальных отличий:

Во-первых, для операций, связанных с иностранным оборотом недвижимости, характерна ускоренная периодизация (2,7 года).

Во-вторых, максимальный объем иностранных вложений осуществляется не во время наиболее комфортных периодов роста местного рынка недвижимости, а во время кризиса на нем.

В-третьих, особое значение для иностранного инвестора имеет не только абсолютная, но и сравнительная эффективность вложений в рынки различных государств.

Иллюстрацией этих положений может служить статистика инвестиций в недвижимость РФ (рис. 3).

Годовой рост прямых иностранных инвестиций в 2007 г., когда наблюдалось относительное благополучие как на российском, так и на американском рынках недвижимости, составил всего 108% против 166% роста отечественных инвестиций в строительную отрасль и бизнес, связанный с недвижимостью. Однако уже в 2008 г. в условиях резкого ухудшения ситуации на рынках недвижимости США и Западной Европы поток иностранных инвестиций в Россию демонстрирует годовой рост в 237%, что значительно превышает рост отечественных инвестиций – 146%. Здесь следует подчеркнуть, что с конца 2007 г. и в течение первой половины 2008 г. российский рынок недвижимости выгодно отличался от рынков развитых стран по всем показателям доходности, рискованности, оборачиваемости недвижимых активов и рентабельности строительных компаний, что обусловило агрессивное наращивание транснациональным инвестиционно-строительным капиталом своего присутствия на нашем, перспективном в спекулятивном отношении, рынке. При этом соотношение иностранных инвестиций в недвижимость по отношению к российским составило около 1 к 5 (табл. 3). Расчет структуры

¹¹ India FDI in decline overall but regulatory changes could turn things around [Электронный ресурс]. International Consortium of Real Estate Associations, 2013. URL: http://www.worldproperties.com/ru/News/NewsDetail/13-06-05/India_FDI_in_decline_overall_but_regulatory_changes_could_turn_things_around.aspx (дата обращения: 21.06.2013).

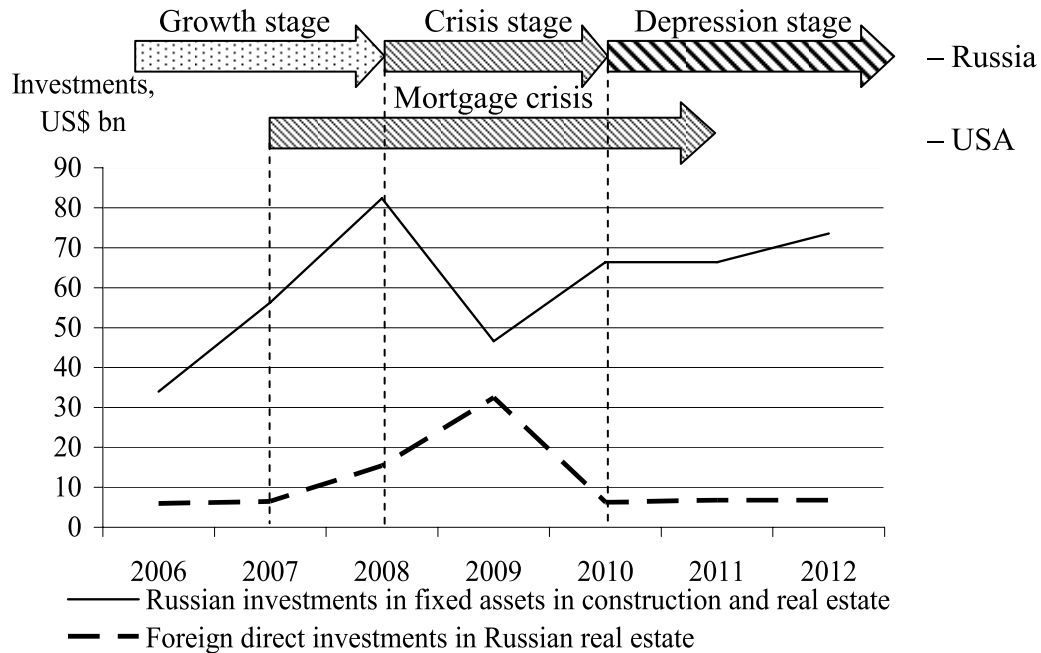


Рис. 3. Сдвиг в динамике отечественных и иностранных инвестиций в недвижимость РФ в 2006–2012 гг. в условиях смены стадий развития рынка недвижимости: рост–кризис–депрессия

отечественных и иностранных инвестиций на рынке недвижимости с 2006 по 2012 гг. проведен на основе сбора и обобщения информации, опубликованной Центральным банком РФ и Федеральной службой государственной статистики¹².

Дальнейшее сравнение позволяет выявить коренное отличие в стратегии иностранных инвесторов по сравнению со стратегией местных застройщиков и местных рантье – лиц, специализирующихся на получении дохода от покупки и эксплуатации недвижимости. В 2009 г. рынок недвижимости России испытал наиболее тяжелый этап кризиса: цены на недвижимость достигли дна в середине 2009 г., составив около

50–60% от цен середины 2008 г., период экспозиции продаваемых объектов удлинился до 0,5–1 года, ряд строительных компаний обанкротились¹³. В такой ситуации отечественные инвестиции резко сокращаются, почти достигнув уровня 2006 г. – годовая убыль инвестиций составила 43%. Иностранные вложения, напротив, продолжают показывать фантастический рост, составивший по итогам 2009 г. около 211% к 2008 г., или 541% к 2006 г. Соотношение иностранных инвестиций к российским достигло пропорции почти 1 к 1. В предыдущих наших работах было описано, где обычно сосредотачиваются эти инвестиции¹⁴. Речь идет о покупке испытывающих затруднения

¹² Статистика внешнего сектора. Прямые инвестиции в Россию по видам экономической деятельности [Электронный ресурс]. Центральный банк РФ. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/inv_in-rus.htm&pid=svs&sid=ITM_23050&pid=svs&sid=ITM_12726 (дата обращения: 18.04.2013). Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности [Электронный ресурс]. Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b11_56/lssWWW.exe/Stg/02-18.htm (дата обращения: 22.04.2013).

¹³ Стерник, Г.М., Стерник С.Г., Аракелов С.А., 2010. Итоги кризиса рынка жилья и жилищно-строительной отрасли в России // Финансовая аналитика: проблемы и решения, №7 (31), с. 34-47.

¹⁴ Евстафьев А.И., 2011. Методы анализа и регулирования пространственного развития города: автореферат дис. ... канд. экон. наук. Краснодар: Кубанский гос. ун-т. Евстафьев А.И., Максимов Д.В., 2010. Анализ организации жилищной застройки и рынка жилья города на основе пространственно-параметрического моделирования // Известия вузов "Северо-Кавказский регион". Ростов н/Д. №5. С. 112–118.

Структура отечественных и иностранных инвестиций на рынке недвижимости РФ с 2006 по 2012 гг.

Виды инвестиций	Величина инвестиций, млрд. долл. США							Структура инвестиций, %		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2006–2008	2009	2010–2012
Российские инвестиции в основной капитал в строительной отрасли	6	10	16	9	11	11	11	16	11	15
Российские инвестиции в основной капитал в операциях с недвижимым имуществом, арендой и предоставлением услуг	28	46	66	38	55	55	63	70	48	77
Прямые иностранные инвестиции в недвижимость	6	7	15	32	6	7	7	14	41	9
<i>Всего</i>	40	63	97	79	72	73	81	100	100	100

Примечание: капиталовложения для удобства сопоставления приведены в долл. США в соответствии с динамикой валютного курса.

застройщиков и их последующей реорганизации с необходимым дополнительным финансированием уже осуществляющихся строительных проектов, выкупе управляющих компаний торговых и офисных центров, приобретении долей самостоятельных ипотечных подразделений российских банков и увеличении их капитала.

Примечательны в этой связи высказывания крупных российских инвесторов. Так, директор компании “AFI Development” А. Халдей весной 2008 г. заявил, что “готовится к скупке небольших застройщиков, компания готова потратить на это 1 млрд долл.”. В интервью агентству Reuters А. Халдей пояснил, что “мировой кризис ликвидности может коснуться российских компаний уже к осени этого года: небольшие застройщики столкнутся с проблемой привлечения заемных средств”. Также весной 2008 г. с подобными высказываниями относительно грядущего кризиса девелоперских компаний выступил президент компании “ОНЭКСИМ” М. Прохоров¹⁵.

Наконец, после прохождения острой фазы кризиса с 2010 г. наблюдается резкое снижение инвестиционной активности иностранных инвесторов до уровня характерного для 2006 г. Годовая убыль иностранных вложений в 2010 г. составила 81%. В это же время финансирование недвижимости российскими источниками возросло на 42%. Далее в течение всего периода с 2010 по 2012 гг. структура инвестиций не меняется: на долю внешних источников приходится только 9%, на долю отечественных – 81%.

Интерпретация озвученных данных сводится к следующему. По мере интернационализации экономик и усиления глобальной роли международных финансовых институтов главную роль в развитии локальных рынков недвижимости начинают играть уже не местные застройщики или жители городов, а крупные банковские группы и финансовые фонды. Спрос потенциальных покупателей жилья, торговых, промышленных организаций и госструктур формирует лишь общие

¹⁵ Застройщики пойдут в скупку. Портал недвижимости

Restate.ru [Электронный ресурс]. URL: <http://www.restate.ru/material/46797.html> (дата обращения: 19.06.2013).

предпосылки для ведения строительной деятельности, очерчивают ее возможные границы – в категориях емкости рынка, ожидаемой оборачиваемости и сроков экспозиции выставленной на продажу недвижимости. Решающее же слово остается за инвестором, который использует не существовавшую ранее возможность свободного и быстрого перемещения своего рабочего инвестиционно-строительного капитала из одной страны в другую и даже из одного континента в другой. В своих предпочтениях эти инвесторы руководствуются сравнительными характеристиками различных национальных рынков недвижимости: текущей фазой их циклического развития, отраслевой инфляцией, долей вакантных площадей и т.п.

Такая система неминуемо порождает кратковременные избытки строительного капитала в одних странах и его дефицит в других. Не фундаментальные различия рынков, среди которых “разница в числе и росте высокотехнологичных фирм или разница в приросте населения”, как указывают международные организации, сегодня “определяют цены на недвижимость”, и через это – инвестиционную активность и динамику развития строительной отрасли. Сегодня наблюдается обратный порядок: инвестиционная активность изменяет условия осуществления строительства, что в итоге отражается на ценах. По данным Ассоциации генеральных подрядчиков США, “40% компаний сообщили, что в 2012 г. именно ужесточение условий кредитования привели к тому, что реализация начатых проектов была отсрочена, а переговоры с ограниченными в платежеспособности клиентами были вообще отменены”¹⁶. Это свидетельствует о принципиальном изменении последовательности событий в инвестиционных рыночных циклах: сначала наблюдается приход глобальных финансовых игроков на локальный строительный рынок, меняющих условия корпоративного кредитования нового строительства и ставки по ипотеке, затем повышается курс торгуемых на бирже облигаций застройщиков, после чего

привлекаются спекулянты и рантье недвижимости и наконец растет ее цена. Вывод инвестиционно-строительного капитала означает начало кризиса и длительную депрессию национального рынка недвижимости, разорение компаний.

В этой связи показательна ошибка ряда исследователей, придерживающихся консервативного подхода к привлечению инвестиций. Так, Е.Ю. Зайцева пишет: “недостаточное государственное регулирование рынка недвижимости и деятельности инвестиционных фондов является причиной низкой капитализации рынка паевых инвестиционных фондов, осуществляющих деятельность на рынке недвижимости”¹⁷. Напротив, это слабое, “недостаточное”, регулирование инвестиционных процессов – прозрачность государственных границ для транснационального инвестиционно-строительного капитала (как в отношении прибывающего, так и бегущего из страны), упрощенные условия организации девелоперского бизнеса в любых организационно-правовых формах (прежде всего в форме обществ с ограниченной ответственностью, имеющих минимальный уставный капитал) – способствовали бурному спекулятивному развитию. Тот факт, что большая часть этих “горячих” денег аккумулировалась в форме реальных инвестиций в недвижимость (банковские кредиты застройщикам, покупки готовых торговых центров и т.д.), объясняется более высокой доходностью реальных вложений.

Если рассматривать лишь вершину айсберга, как это делается в публикациях Е.Ю. Зайцевой, а также многих других аналитиков иностранных рынков недвижимости (Л. Кристи, К. Долер и проч.), и не замечать активной роли международных инвестиционных потоков в формировании локальных дисбалансов спроса и предложения недвижимости, то мы будем вынуждены признать лишь первый уровень проблемы развития национальных рынков, трактуемый традиционно в терминах “перегрев” и “пузырь”. Наиболее емко этот, поверхностный, взгляд выражается в ис-

¹⁶ Tentative Signs of a Recovery: the 2013 Construction Hiring and Business Outlook [Электронный ресурс]. The Associated General Contractors of America. URL: http://www.agc.org/galleries/news/2013_Construction_Hiring_and_Business_Outlook_Report.pdf (дата обращения: 19.04.2013).

¹⁷ Зайцева, Е.Ю., 2012. Государственное регулирование инвестиций на рынке недвижимости: на примере паевых инвестиционных фондов: автореферат дис.... канд. экон. наук. С.-Пб.: С.-Петербург. гос. инженер.-эконом. ун-т.

пользуемой зарубежными исследователями метафоре “бумеранг недвижимости”, используемой для обозначения феномена неминуемости кризисного спада и последующего восстановления. Эта точка зрения стоит на описанном выше представлении об инвестициях в строительство, которые притягиваются на так называемые «рынки продавцов» – рынки, где в данный момент времени устанавливается завышенная цена на недвижимость и растет доходность застройщиков¹⁸. Постепенно в результате неумеренного финансирования строительства и появления значительного объема нереализованного нового предложения главную роль на рынке начинают играть покупатели, в результате чего цены начинают падать, ударяя “бумерангом” по прибыли застройщиков. В таких условиях ключевой проблемой для государств становится создание благоприятных условий для инвестирования в строительную отрасль, избегание перегрева своего рынка недвижимости и ограничение спекуляций.

Как было показано, проблема рыночных циклов на рынке недвижимости в условиях глобализации уже не сводится к реактивному поведению инвесторов. Транснациональный инвестиционно-строительный капитал сам упреждает изменения на рынке, меняет их направленность, определяет момент завершения рецессии или окончания бума. Некоторые страны уже проявляют озабоченность тем, что спекулятивный иностранный капитал придерживается данной стратегии. С этим в частности связаны опасения международных аналитиков в отношении прямых инвестиций в недвижимость Китая, в котором уже рассматриваются варианты ужесточения инвестиционно-строительного законодательства, мотивированного необходимостью ослабления чрезмерного роста стоимости недвижимости¹⁹. В условиях глобализации

транснациональный инвестиционно-строительный капитал способен избежать всех локальных рисков обесценивания вложений, что позволяет ему в любых ситуациях сохранять свою номинальную стоимость и агрессивнее вмешиваться в нормальный ход циклического развития национальных рынков.

Выводы

Таким образом, основной теоретический результат проведенного исследования заключается в том, что впервые объяснена закономерность образования фазового разрыва в циклическом развитии национальных рынков недвижимости, которая, как следует из анализа, связывается с глобальной циркулирующей транснационального инвестиционно-строительного капитала, привлекаемого локальными дисбалансами в соотношениях спроса и предложения и усиливающего их. Это позволяет сформулировать следующие научные выводы.

Во-первых, современный этап глобализации предъясвляет странам, активно привлекающим иностранные инвестиции, ряд вызовов, связанных с подчинением развития их рынков недвижимости интересам международного капитала, вложения которого в строительную отрасль и инфраструктуру приобретают отчетливо спекулятивный характер.

Во-вторых, анализ макроэкономических процессов внутри национальных экономик, традиционно используемый для раскрытия закономерностей циклического развития рынков недвижимости, сегодня явно недостаточен – требуется сопоставительный международный и историко-логический инструментарий.

В-третьих, управление развитием отечественного рынка недвижимости в условиях глобализации не может ограничиваться стандартными механизмами активизации внутреннего спроса и строительства недвижимости, а предполагает усиление регулирующего воздействия государства на объем и условия поступлений и репатриации транснационального инвестиционно-строительного капитала.

¹⁸ Doler, K., 2013. Real Estate Boomerang: From Bust To Sellers' Market? [Электронный ресурс] // Investor's Business Daily. URL: <http://news.investors.com/business-inside-real-estate/041113-651568-real-estate-shows-signs-of-a-home-sellers-market.htm?ven=rss> (дата обращения: 19.06.2013).

Christie, L., 2013. Boomerang Buyers Return to Market after Foreclosure [Электронный ресурс] // Cable News Network: сетевой журн. URL: http://money.cnn.com/2013/03/11/real_estate/foreclosure-homes/index.html (дата обращения: 19.06.2013).

¹⁹ Rising FDI into China: the Facts behind the Numbers: UNCTAD

Investment Brief [Электронный ресурс]. Investment Issues Analysis Branch of UNCTAD, 2007. URL: http://unctad.org/en/Docs/iteiimisc20075_en.pdf (дата обращения: 19.04.2013).

Практическая значимость проведенного исследования заключается в следующих прикладных результатах.

Во-первых, на основе темпорально-структурного анализа капитальных вложений в недвижимость впервые показана вся глубина различий между отечественными и иностранными инвестициями, доказано наличие множества критериев несовпадения. Они затрагивают не просто юридическую субъектность “резидент–нерезидент”, а буквально все стороны бизнеса: типы обеспечения, периодичность вложений, их оборачиваемость, активность и степень доминирования на национальном рынке в различные периоды его циклического развития.

Во-вторых, показана несостоятельность распространённого суждения о международных инвесторах, которое связывает их бизнес-стратегию исключительно с использованием выгоды от разрывов между спросом и предложением на локальных рынках недвижимости. Показана ошибочность и контрпозиции, полагающей, что международные инвесторы преследуют только цели устойчивого развития территорий. На примере инвестиций в недвижимость России доказывается, что стратегия иностранных игроков из-

менчива, носит циклический характер и на различных стадиях развития национального рынка недвижимости отражает различные интересы.

В-третьих, обосновано выделение двух основных видов стратегий иностранных инвесторов, проявляющихся в ходе циклического развития национальных рынков в различных способах обогащения: в течение последней фазы роста инвестор разогревает рынок и раздувает ценовой пузырь – преследуется краткосрочная спекулятивная стратегия; в течение первой фазы кризиса инвестор скупает застройщиков-банкротов и замороженное строительство – преследуется долгосрочная экспансивная стратегия.

В-четвертых, подтверждена неспособность местного бизнеса, связанного с недвижимостью, эффективно отражать экспансию иностранных инвесторов. Зависимый от своих национальных экономик, этот бизнес несет дополнительные риски, вызываемые меняющейся конъюнктурой локального рынка, что диктует поиск опоры не в зыбких рыночных тенденциях, а в целенаправленной государственной поддержке, которая должна предполагать ужесточение условий инвестирования и репатриации иностранного капитала.

Библиография

1. Поляковский, Г., 1996. Жилищная экономика. М. 223 с.
2. Weiss, M.A. The Politics of Real Estate Cycles // *Business and Economic History*, Second Series. 1991. №20. С. 127-135. URL: <http://www.thebhc.org/publications/BEHprint/v020/p0127-p0135.pdf> (дата обращения: 11.04.2013).
3. Baum, A. Evidence of cycles in European commercial real estate markets and some hypotheses. URL: <http://centaur.reading.ac.uk/27213/1/0500.pdf> (дата обращения: 15.04.2013).
4. Pyhrr, S.A., Stephen E.R., Born W.L., 1999. Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy // *Journal of Real Estate Research*. №1. P. 7-68.
5. Doeswijk, R.Q., Lam T.W., Swinkels L., 2012. Strategic Asset Allocation: The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959–2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=2170275> (дата обращения: 22.04.2013).
6. Доклад о мировых инвестициях в 2012: Обзор. Конференция организации объединенных наций по торговле и развитию (ЮНКТАД). Женева, 2012. 60 с.
7. Маркс, К., 2012. Капитал: критика политической экономии. Том II. Книга 2: Процесс обращения капитала / Пер. П.Н. Ключин. М.: Эксмо. 1200 с.
8. Вальрас, Л., 2011. Элементы чистой политической экономии / Пер. И.А. Егоров, А. Белянин. М.: Изограф. 448 с.

9. Стерник Г.М., Стерник С.Г., 2009. Типология рынков недвижимости по склонности к образованию ценовых пузырей // Имущественные отношения в РФ №8 (95), с. 18-28.
10. Ullekh, N.P., 2013. Why Canada-based baron Bob Dhillon is betting on Indian Real Estate? Economic Times. URL: http://articles.economictimes.indiatimes.com/2013-01-13/news/36296793_1_canada-toronto-stock-exchange-properties (дата обращения: 18.04.2013).
11. Подоляко, Т.А., 2010. Привлечение иностранных инвестиций на российский рынок гостиничной недвижимости: автореферат дис. ... канд. эконом. наук: М.
12. World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2012.
13. Global Market Perspective: Second Quarter 2011 [Электронный ресурс]. Jones Lang LaSalle IP. URL: <http://www.joneslanglasalle.com/ResearchLevel1/Global-Market-Perspective-Q2-2011-a.pdf> (дата обращения: 21.04.2013).
14. India FDI in decline overall but regulatory changes could turn things around [Электронный ресурс]. International Consortium of Real Estate Associations, 2013. URL: http://www.worldproperties.com/ru/News/NewsDetail/13-06-05/India_FDI_in_decline_overall_but_regulatory_changes_could_turn_things_around.aspx (дата обращения: 21.06.2013).
15. Статистика внешнего сектора. Прямые инвестиции в Россию по видам экономической деятельности [Электронный ресурс]. Центральный банк РФ. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/inv_in-rus.htm&pid=svs&sid=ITM_23050&pid=svs&sid=ITM_12726 (дата обращения: 18.04.2013).
16. Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности [Электронный ресурс]. Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b11_56/IssWWW.exe/Stg/02-18.htm (дата обращения: 22.04.2013).
17. Стерник, Г.М., Стерник С.Г., Араkelов С.А., 2010. Итоги кризиса рынка жилья и жилищно-строительной отрасли в России // Финансовая аналитика: проблемы и решения, №7 (31), с. 34-47.
18. Евстафьев А.И., 2011. Методы анализа и регулирования пространственного развития города: автореферат дис. ... канд. экон. наук. Краснодар: Кубанский гос. ун-т.
19. Евстафьев А.И., Максимов Д.В., 2010. Анализ организации жилищной застройки и рынка жилья города на основе пространственно-параметрического моделирования // Известия вузов "Северо-Кавказский регион". Ростов н/Д. №5. С. 112–118.
20. Застройщики пойдут в скупку. Портал недвижимости Restate.ru [Электронный ресурс]. URL: <http://www.restate.ru/material/46797.html> (дата обращения: 19.06.2013).
21. Tentative Signs of a Recovery: the 2013 Construction Hiring and Business Outlook [Электронный ресурс]. The Associated General Contractors of America. URL: http://www.agc.org/galleries/news/2013_Construction_Hiring_and_Business_Outlook_Report.pdf (дата обращения: 19.04.2013).
22. Зайцева, Е.Ю., 2012. Государственное регулирование инвестиций на рынке недвижимости: на примере паевых инвестиционных фондов: автореферат дис. ... канд. экон. наук. С.-Пб.: С.-Петербург. гос. инженер.-эконом. ун-т.
23. Doler, K., 2013. Real Estate Boomerang: From Bust To Sellers' Market? [Электронный ресурс] // Investor's Business Daily. URL: <http://news.investors.com/business-inside-real-estate/041113-651568-real-estate-shows-signs-of-a-home-sellers-market.htm?ven=rss> (дата обращения: 19.06.2013).
24. Christie, L., 2013. Boomerang Buyers Return to Market after Foreclosure [Электронный ресурс] // Cable News Network: сетевой журн. URL: http://money.cnn.com/2013/03/11/real_estate/foreclosure-homes/index.html (дата обращения: 19.06.2013).
25. Rising FDI into China: the Facts behind the Numbers: UNCTAD Investment Brief [Электронный ресурс]. Investment Issues Analysis Branch of UNCTAD, 2007. URL: http://unctad.org/en/Docs/iteiiamic20075_en.pdf (дата обращения: 19.04.2013).

References (transliterated)

1. Pollakowski, H., 1996. Housing Economics. Moscow, pp: 223 (in Russian).
2. Weiss, M.A., 1991. The Politics of Real Estate Cycles. Business and Economic History, Second Series, 20: 127-135. Available at: <http://www.thebhc.org/publications/BEHprint/v020/p0127-p0135.pdf>.
3. Baum, A., 1999. Evidence of Cycles in European Commercial Real Estate Markets and Some Hypotheses, mimeo. Available at: <http://centaur.reading.ac.uk/27213/1/0500.pdf>.
4. Pyhrr, S.A., E.R. Stephen, W.L. Born, 1999. Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy. Journal of Real Estate Research, 1: 7-68.
5. Doeswijk, R.Q., T.W. Lam, L. Swinkels, 2012. Strategic Asset Allocation: The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959–2011, mimeo. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2170275>.
6. World Investment Report 2012: Overview. United Nations Conference on Trade And Development (UNCTAD). Geneva, 2012, pp: 60 (in Russian).
7. Marx, K., 2012. Das Kapital: Kritik der politischen Oekonomie. Band II. Buch 2: Der Zirkulationsprozess des Kapitals. Moscow, pp: 1200 (in Russian).
8. Walras, L., 2011. Les elements d'économie politique pure. Moscow, pp: 448 (in Russian).
9. Sternik, G.M., S.G. Sternik, 2009. Typology of Real Estate Markets by Habitude of Price Bubbles Formation. Property relationships in RF, 8 (95): 18-28 (in Russian).
10. Ullekh, N.P., 2013. Why Canada-based baron Bob Dhillon is betting on Indian Real Estate? Economic Times. Available at: http://articles.economictimes.indiatimes.com/2013-01-13/news/36296793_1_canada-toronto-stock-exchange-properties.
11. Podolyako, T.A., 2010. Foreign Investment Attraction in the Russian Market of Hotel properties, Ph.D. thesis, Economic Institute of Russian Sciences Academy, Moscow (in Russian).
12. World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Geneva, 2012, pp: 248.
13. Global Market Perspective: Second Quarter 2011. Jones Lang LaSalle IP, 2011. Available at: <http://www.joneslanglasalle.com/ResearchLevel1/Global-Market-Perspective-Q2-2011-a.pdf>.
14. India FDI in Decline Overall but Regulatory Changes Could Turn Things around. International Consortium of Real Estate Associations, 2013. Available at: http://www.worldproperties.com/ru/News/NewsDetail/13-06-05/India_FDI_in_decline_overall_but_regulatory_changes_could_turn_things_around.aspx.
15. External Sector Statistics: Direct Investment in Russia by Economic Activities. Central Bank of RF, 2013. Available at: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/inv_in-rus.htm&pid=svs&sid=ITM_23050&pid=svs&sid=ITM_12726.
16. Investments in Fixed Assets by Economic Activities. Federal State Statistic Service, 2013. Available at: http://www.gks.ru/bgd/regl/b11_56/IssWWW.exe/Stg/02-18.htm.
17. Sternik, G.M., S.G. Sternik, S.A. Arakelov, 2010. The Results of the Crisis in Russian Real Estate Market and Housing Building Industry // Finance analytics: problems and solves, 7 (31): 34-47.
18. Evstafiev A.I., 2011. Methods of the Analysis and Regulation of the City Spatial Development. Ph.D. thesis, Kuban State Univ., Krasnodar (in Russian).
19. Evstafiev A.I., Maksimov D.V., 2010. Special Parametric Modeling in Studies above Activity of City's Development and State of City's Housing Market. Bulletin of the Universities "The North Caucasus Region". Rostov-on-Don, 5: 112–118 (in Russian).
20. Developers will be sold. Restate.ru. Available at: <http://www.restate.ru/material/46797.html>.

21. Tentative Signs of a Recovery: The 2013 Construction Hiring and Business Outlook. The Associated General Contractors of America, 2013. Available at: http://www.agc.org/galleries/news/2013_Construction_Hiring_and_Business_Outlook_Report.pdf.
22. Zaytseva, E.Yu., 2012. State Regulation of Investment in the Real Estate Market: the Case of Mutual Funds, Ph.D. thesis, S.-Peterb. State Engineering and Economic Univ., Saint Petersburg (in Russian).
23. Doler, K., 2013. Real Estate Boomerang: From Bust To Sellers' Market? Investor's Business Daily. Available at: <http://news.investors.com/business-inside-real-estate/041113-651568-real-estate-shows-signs-of-a-home-sellers-market.htm?ven=rss>.
24. Christie, L., 2013. Boomerang Buyers Return to Market after Foreclosure. Cable News Network. Available at: http://money.cnn.com/2013/03/11/real_estate/foreclosure-homes/index.html.
25. Rising FDI into China: the Facts behind the Numbers: UNCTAD Investment Brief. Investment Issues Analysis Branch of UNCTAD, 2007. Available at: http://unctad.org/en/Docs/iteiiamic20075_en.pdf.