

# ВЛИЯНИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ НА УСПЕШНОСТЬ ПРОЕКТОВ В СФЕРЕ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

**Рябцев Павел Анатольевич**

Московский Государственный Университет;

ПАО «Сбербанк России», Москва

ryabtsevpavel\_rp@mail.ru

## THE IMPACT OF MACROECONOMIC FACTORS ON THE SUCCESS OF COMMERCIAL REAL ESTATE PROJECTS

**P. Ryabtsev**

*Summary.* The contemporary commercial real estate market is characterized by capital-intensive projects and significant credit risks, largely dependent on macroeconomic conditions. The purpose of this study is to identify the impact of key factors (interest rates, inflation, GDP dynamics) on the success of commercial real estate projects and to analyze the main indicators used by banks (LTV, DSCR, Balloon payment). The empirical base comprises statistical data from the Bank of Russia and major Russian banks, as well as analytical reports of consulting agencies (JLL, CBRE). Methods of factor analysis, scenario modeling, and expert assessments were applied. The findings indicate a direct correlation between higher interest rates and the risk of balloon payment growth, while DSCR proves most vulnerable during periods of economic instability. The study highlights issues related to lengthy bankruptcy procedures and asset discounting and offers recommendations for reducing overall risks for both banks and developers.

*Keywords:* commercial real estate; macroeconomic factors; key rate; LTV; DSCR; Balloon payment; project financing; credit risks; bankruptcy.

*Аннотация.* Современный рынок коммерческой недвижимости характеризуется высокой капиталоемкостью проектов и значительными кредитными рисками, во многом зависящими от макроэкономических условий. Целью исследования является выявление влияния ключевых факторов (процентные ставки, инфляция, динамика ВВП) на успешность проектов в сфере коммерческой недвижимости и анализ основных показателей, используемых банками (LTV, DSCR, Balloon payment и др.). В качестве эмпирической базы использованы статистические данные Банка России и крупнейших российских банков. Применялись методы факторного анализа, сценарного моделирования и экспертных оценок. Результаты исследования свидетельствуют о прямой связи между ростом ключевой ставки и риском увеличения баллона; при этом DSCR оказывается наиболее уязвимым в периоды экономической нестабильности. Выделены основные проблемы, связанные с затяжными процедурами банкротства и дисконтированием залога, а также предложены рекомендации по снижению совокупных рисков для банков и девелоперов.

*Ключевые слова:* коммерческая недвижимость; макроэкономические факторы; ключевая ставка; LTV; DSCR; Balloon payment; проектное финансирование; кредитные риски; банкротство.

### Введение

**Р**ынок коммерческой недвижимости в современной экономике играет важнейшую роль, поскольку в нём сосредоточены крупные инвестиции, формируются рабочие места и создаётся инфраструктура для бизнеса. Капиталоемкие проекты в сфере торговых центров, офисных зданий, гостиниц и складских комплексов требуют значительных финансовых вложений, а потому особенности их кредитования напрямую зависят от макроэкономической конъюнктуры и регулятивных норм. Изменения ключевой ставки, колебания уровня инфляции, темпы экономического роста в совокупности определяют доступность долгосрочного финансирования и перспективы окупаемости проектов коммерческой недвижимости.

Актуальность исследования обуславливается не только масштабами этого рынка, но и частотой возникновения рисков, которые сопровождают крупные кредиты под залог объектов коммерческой недви-

мости. Международная практика и российский опыт указывают на ключевую роль таких показателей, как Loan-to-Value (далее — LTV), Debt Service Coverage Ratio (далее — DSCR) и Balloon payment, так как показывают, насколько устойчив проект к колебаниям процентных ставок и возможному снижению операционных доходов.

В исследовании сделан упор на комплексном рассмотрении финансовых, правовых и управленческих аспектов кредитования коммерческой недвижимости. Анализ макроэкономических факторов, изучение методик оценки рисков позволяют выявить проблемные аспекты данной сферы. Результаты исследования могут служить основой для формирования рекомендаций, направленных как на оптимизацию структуры сделок (со стороны заёмщиков и банков), так и на совершенствование правового поля (со стороны государства), способствующего устойчивому развитию проектов коммерческой недвижимости.

Литературный обзор

В контексте исследований, посвящённых финансовым аспектам коммерческой недвижимости, большое внимание традиционно уделяется анализу ключевых показателей кредитования — LTV, DSCR и Balloon payment. По данным ряда публикаций в ведущих зарубежных журналах по недвижимости, данные индикаторы позволяют наиболее точно оценить риск кредитования и перспективы окупаемости проекта [1–3]. Многие авторы подчеркивают, что высокие LTV и низкие DSCR увеличивают вероятность дефолта при неблагоприятных изменениях процентных ставок, а образование крупных баллонных платежей (Balloon payment) в конце периода усиливает уязвимость заёмщика к макроэкономическим шокам [4–5].

В рамках современного научного дискурса об инвестициях в коммерческую недвижимость сформировалась тенденция к разработке комплексных моделей, которые совмещают в себе разные методологические подходы: от машинного обучения для более точной оценки рыночной стоимости до прогнозирования рисков и динамики основных финансовых показателей [6–8]. При этом особое внимание уделяется факторам, определяющим инвестиционную привлекательность (местоположение, класс объекта, уровень инфраструктуры) и напрямую влияющим на доходность проектов.

Систематизация источников показывает, что главные «болевы́е точки» финансирования коммерческой недвижимости связаны с ростом процентных ставок, увеличивающим стоимость обслуживания долга, а также с переоценкой объектов и арендаторов в условиях экономической нестабильности. При этом зарубежные исследования акцентируют внимание на механизмах управления процентными рисками и диверсификации кредитных портфелей, тогда как в отечественной практике ключевую роль играют вопросы законодательного регулирования и банковских методик расчёта лимитов (LTV, DSCR, Balloon payment).

**Ключевые метрики, предъявляемые банками к проектам финансирования коммерческой недвижимости**

Финансовые ковенанты, устанавливаемые банками при кредитовании коммерческой недвижимости, являются ключевым инструментом управления рисками в условиях неопределённой макроэкономической среды, которые задают количественные границы, и внутри которых заёмщик должен поддерживать свои финансовые показатели (например, уровень задолженности к стоимости актива, способность обслуживать долг, а также структуру погашения кредита). В международной и российской практике наибольшее внимание уделяется трём

основным метрикам: Loan-to-Value (LTV), Debt Service Coverage Ratio (DSCR) и Balloon payment. В совокупности отслеживание данных показателей позволяют банку не только оценить возможность возврата заёмных средств, но и спрогнозировать, каким образом будет изменяться результативность проекта при колебаниях процентной ставки, изменениях деловой активности и инфляционных факторах.

LTV (Loan-to-Value) формально рассчитывается как отношение суммы кредита к оценочной (или рыночной) стоимости объекта недвижимости:

$$LTV = \frac{\text{Сумма кредита}}{\text{Оценочная (рыночная) стоимость объекта}} * 100\%$$

При этом оценочная стоимость проекта (объекта недвижимости) рассчитывается как выручка за рассматриваемый период, которая зависит от периода кредита с учетом индексации выручки (ставок аренды) по годам / кварталам.

Высокое значение LTV указывает на то, что заёмщик использует большую долю заёмных средств по отношению к стоимости залога, что увеличивает риск для банка в случае дефолта или резкого обесценения актива. Обычно LTV принимает значение 70 %. Это объясняется тем, что при банкротстве заёмщика банку приходится реализовывать залог со скидкой (учитывая расходы на принудительную продажу и потенциальное падение рыночной стоимости в кризисных условиях), а также выдерживать законодательные требования о приоритетах кредиторов. Следовательно, поддержание LTV на умеренном уровне — ключевое условие для снижения совокупных рисков.

Вторым ключевым показателем выступает DSCR (Debt Service Coverage Ratio), который отражает способность проекта обслуживать долг из операционных доходов:

$$DSCR = \frac{EBITDA}{Total\ debt}$$

Минимальное допустимое значение DSCR в большинстве случаев составляет 1,2–1,3, а для некоторых типов объектов — 1,4 (для более рискованных). Рост ключевой ставки Центробанка негативно сказывается на DSCR, поскольку увеличивает процентные расходы, не всегда сопровождаемая соответствующим ростом доходов от аренды. Следовательно, сокращение числа арендаторов или снижение арендных ставок уменьшает показатель чистого операционного дохода (числитель), снижая DSCR. Если этот показатель падает до критических значений, банк может потребовать дополнительного залога, досрочного погашения части тела кредита или инициировать пересмотр графика выплат.

Третьим существенным элементом структуры кредитования коммерческих объектов является Balloon payment, то есть часть тела кредита, которая остаётся непогашенной до самого конца срока заёмного соглашения. Хотя данный параметр позволяет снизить нагрузку на заёмщика в первые годы, в периоды роста ключевой ставки balloon payment может стремительно увеличиваться, поскольку заёмщик нередко ограничивается выплатой процентов для снижения общей долговой нагрузки. Кредитные организации устанавливают лимиты на величину данного показателя — обычно от 30 % до 80% в зависимости от срока кредита и класса объекта, опираясь на внутренние методики стресс-тестирования. Допущение чрезмерно высокого balloon payment увеличивает вероятность дефолта в финальный момент погашения, особенно если рынок находится в рецессии или в экономике сохраняются высокие процентные ставки.

Взаимосвязь рассмотренных ковенантов с макроэкономикой проявляется в том, что любое колебание ключевой ставки или изменение перспектив отрасли (например, сокращение арендаторов при спаде ВВП) способно одновременно ухудшить LTV (через уменьшение рыночной стоимости объекта), снизить DSCR (за счёт роста сервисных выплат по кредиту и падения выручки) и увеличить риск резкого накопления balloon payment к концу срока займа.

#### Макроэкономические факторы и их влияние на проекты в сфере коммерческой недвижимости

Одним из первостепенных факторов, оказывающих влияние на финансирование коммерческой недвижимости, выступает ключевая ставка, устанавливаемая Банком России, поскольку изменения ключевой ставки напрямую влияют на стоимость заемных средств для девелоперов и собственников коммерческих объектов. Рост ключевой ставки увеличивает процентные платежи, что снижает доступность кредита и влечет за собой уменьшение инвестиционного спроса. Кроме того, повышение ставки нередко приводит к ухудшению показателя DSCR, так как заёмщик сталкивается с более высокими периодическими выплатами. В результате часть основного долга может переноситься на окончание срока кредита, что вызывает рост balloon payment и повышает риск непогашения долга, если экономическая конъюнктура к тому моменту не улучшится.

Значимую роль в формировании доходности коммерческих объектов играет инфляция, которая влияет на покупательную способность арендаторов и потенциально повышает арендные ставки (через механизмы индексации). С одной стороны, девелоперы и собственники могут компенсировать рост инфляционных издержек за счет ежегодного увеличения арендных платежей, частично сохраняя рентабельность проекта. С другой сто-

роны, чрезмерный уровень инфляции снижает реальный уровень располагаемого дохода арендаторов, а в периоды экономической турбулентности может привести к оттоку арендаторов или сокращению площадей, необходимых для бизнеса. В случае устойчивого роста инфляции арендаторы прибегают к переговорам о фиксированных ставках или скидках на стоимость арендных платежей, что затрудняет поддержание требуемого уровня DSCR и приводит к росту дефолтных рисков.

Не менее важным показателем при оценке успешности проектов коммерческой недвижимости является темп экономического роста, отражающий общую деловую активность и платежеспособный спрос в экономике. В фазе подъема ВВП возрастает потребность бизнеса в офисных помещениях, складах и торговых площадях, что положительно влияет на арендные ставки и снижает уровень свободных помещений в аренде. Одновременно улучшается инвестиционная привлекательность сектора, упрощается доступ к долгосрочному финансированию, а DSCR проектов растёт за счёт увеличения операционной выручки. Напротив, в фазе экономического спада сокращение деловой активности приводит к росту количества свободных платежей и падению арендных ставок, что может поставить под угрозу выполнение заёмщиком своих обязательств по кредиту.

Взаимосвязь между макроэкономическими факторами особенно наглядна в периоды кризисов, когда резкое ужесточение денежно-кредитной политики (повышение ключевой ставки для сдерживания инфляции) совпадает со спадом деловой активности и снижением потребительского спроса. В такие моменты проекты коммерческой недвижимости испытывают двойное давление: с одной стороны, растут процентные платежи, с другой — снижается доход от аренды из-за ухода части арендаторов. В итоге, чтобы удержать DSCR на приемлемом уровне, заёмщики вынуждены отказываться от каких-либо погашений тела долга в текущем периоде, резко наращивая balloon payment, что приводит к риску неплатежеспособности к моменту окончания кредита, если рыночная конъюнктура не восстанавливается на данном временном отрезке.

Таким образом, макроэкономические факторы оказывают комплексное воздействие на финансовые модели коммерческой недвижимости. Их динамика определяет, насколько проекты останутся ликвидными и способными отвечать требованиям банков по параметрам LTV, DSCR и величине balloon payment.

В рамках кредитования коммерческой недвижимости банки уделяют первостепенное внимание ряду формальных и финансовых критериев, которые должны соблюдаться потенциальным заёмщиком и самим объектом залога. Данный перечень требований формирует

ся исходя из долгосрочных рисков, которые банк несёт при выдаче крупного кредита, а также из сложившейся в России нормативной практики. Кредитная политика кредитных организаций формируют достаточно жёсткие пороги по финансовым показателям (LTV, DSCR) и требуют предварительного анализа структуры бизнеса заёмщика, чтобы обеспечить надлежащий уровень контроля за денежными потоками.

В качестве заёмщика, как правило, могут выступать юридические лица и индивидуальные предприниматели — резиденты РФ, при условии, что они имеют прямое отношение к объекту недвижимости (например, являются собственниками или управляют им через связанную компанию). Банки допускают ситуацию, когда формальный заёмщик не владеет объектом напрямую, но связан корпоративной структурой с собственниками, при этом последние обязаны предоставить поручительства и участвовать в сделке в качестве созаёмщиков или залогодателей. Практика крупнейших банков России свидетельствует о том, что такой подход снижает риск неплатёжеспособности, поскольку все заинтересованные стороны несут солидарную ответственность. Кроме того, кредитные учреждения допускают использование кредитных средств не только для приобретения или строительства нового объекта, но и для рефинансирования существующих задолженностей, что обеспечивает заёмщику гибкость в управлении долговой нагрузкой.

Банки предъявляют подробные требования к состоянию и характеристикам самой недвижимости, выступающей залогом. Прежде всего объект должен быть введён в эксплуатацию и иметь корректную правоустанавливающую документацию, подтверждающую права собственности или долгосрочной аренды на земельный участок (часто условием выступает срок аренды на 6–12 месяцев дольше, чем срок самого кредита). Внутренние положения кредитных организаций как правило фиксируют минимальный уровень заполненности арендаторами. Установление порогового по данному показателю критически важно для обеспечения стабильных денежных потоков и поддержания DSCR на уровне не ниже 1,2 по требованиям банка. Для отдельных категорий объектов (автосалоны, гостиницы) банки устанавливают особые условия — наличие дилерского соглашения с производителем автомобилей либо профессионального оператора гостиничного бизнеса, поскольку это существенно влияет на устойчивость и предсказуемость арендных (или операционных) доходов.

Одним из ключевых инструментов управления рисками в сфере коммерческой недвижимости является установка «потолка» для balloon payment (крупный единовременный платеж) — части тела кредита, которое остаётся непогашенным вплоть до конца срока договора. Внутренние регламенты банков могут варьировать-

ся, но чем короче срок кредитования (5 или 7 лет), тем более допустим крупный баллон (до 70–80 % от лимита), в то время как при сроке в 10 лет размер баллона обычно не превышает 30–50 %. Для высококлассных объектов, расположенных в престижных локациях (например, в Москве или Санкт-Петербурге), банки допускают увеличение предельного уровня balloon payment при условии высокого DSCR и стабильного операционного потока, подтверждённого долгосрочными договорами аренды. Однако объекты туристической инфраструктуры или специфические ниши подпадают под более жёсткие ограничения или не используют в корпоративной практике balloon payment из-за повышенной волатильности доходов.

Взаимосвязь между сроком кредита, DSCR и величиной balloon payment отражает стремление банков сбалансировать риски и обеспечить возврат основного долга в течение всего периода кредитования. Высокий уровень balloon payment может быть допустим, если текущие денежные потоки не позволяют существенно гасить тело кредита, однако в сочетании с растущей ключевой ставкой и потенциальным оттоком арендаторов такая структура финансирования может привести к дефолту в конце срока. Складывающаяся ситуация требует от банков усиления требований к рентабельности проекта и применения практик стресс-тестирования при допущении роста процентной нагрузки, прежде чем окончательно согласовать balloon payment.

Таким образом, совокупность требований к заёмщику, характеристикам объекта и структуре погашения отражает консервативный подход, типичный для российских банковских организаций. Регламентация статуса собственников, наличия поручительств, степени готовности и заполненности объекта, а также пороговых значений баллона даёт возможность кредиторам минимизировать риск непогашения долга. При этом для заёмщика соблюдение данных критериев значимо не только с точки зрения получения одобрения на финансирование, но и в целях формирования устойчивой бизнес-модели, способной выдерживать колебания макроэкономических показателей и длительной динамики развития самого проекта.

Примеры расчетов позволяют наглядно продемонстрировать, как теоретические концепции и требования банков по рассматриваемым финансовым ковенантам (LTV, DSCR, Balloon payment) проявляются на практике. Даже при схожих характеристиках проектов исходные условия (уровень заполняемости арендаторами, наличие профессионального оператора) могут существенно влиять на финансовую модель и кредитные параметры конкретного проекта.

Расчетный пример по проекту торгового центра.

Предположим, что объект (торговый центр) введён в эксплуатацию и имеет заполняемость 60–70 %. Заёмщику выдан пятилетний кредит с Balloon payment до 70 %. При стабильной ключевой ставке (около 10 %) DSCR, рассчитанный на основе текущих денежных потоков (аренда), находится в «комфортном» диапазоне 1,3–1,4. Однако рост ключевой ставки до 15 % резко увеличивает процентные платежи, что приводит к снижению DSCR до 1,1–1,2 и вынуждает заёмщика откладывать погашение части тела долга. В результате баллон к концу срока может возрасти до критических 80 %, что выходит за рамки изначально установленных кредитных ковенантов. Банк при таких обстоятельствах вправе потребовать частичного досрочного погашения или введения дополнительных ограничений (например, ограничение на дивиденды заёмщика, более жёсткое требование к уровню арендаторов), чтобы снизить риск непогашения задолженности. Если же финансовая ситуация заёмщика не позволяет выполнить эти условия, банк может инициировать пересмотр всей структуры сделки, вплоть до реструктуризации долга или ужесточения залоговых требований.

Расчетный пример по проекту гостиницы без профессионального оператора.

Для подобного рода объектов банки традиционно устанавливают более высокий порог DSCR (на уровне 1,4), что объясняется более высокими колебаниями загрузки номеров, сезоном отдыха и общим риском туристического бизнеса. Отсутствие профессионального оператора означает, что прогноз доходов может быть менее стабильным, что ещё сильнее повышает требуемый запас прочности по DSCR. В этой ситуации кредитор, учитывая консервативный подход вправе одобрить более низкое LTV (например, 60–65 % вместо стандартных 70–80 %) и практически не допускает наличия balloon payment. Это объясняется тем, что пиковая нагрузка на конец срока способна оказаться невозможной к выполнению для проекта, особенно при отсутствии контрактов с туроператорами или самостоятельности бизнеса вне гостиничных сетей. В результате итоговая величина кредита оказывается ниже, а структура сделки — более жёсткой, но при этом банк сохраняет уверенность в возврате большей части финансируемых средств.

Как можно наблюдать, достаточно значимо соблюдение баланса банковских структур между стремлением

выдать кредит и необходимостью минимизировать риски. При анализе различных примеров финансирования коммерческих проектов отметим, что базовые принципы (контроль за DSCR, поддержание адекватного LTV, лимиты на balloon payment) остаются схожими, но конкретные параметры и решения по сделке варьируются в зависимости от типа объекта, географии, структуры потока арендаторов и макроэкономического фона.

### Заключение

Устойчивость проектов коммерческой недвижимости определяется совокупным воздействием макроэкономических условий (ключевая ставка, инфляция, темпы роста ВВП), правовых норм и внутренних политик банков. Рост ключевой ставки может значительно повысить процентную нагрузку и увеличить balloon payment, усугубляя проблему с обслуживанием долга. В то же время быстрый рост инфляции негативно сказывается на платёжеспособности арендаторов, тогда как замедление экономического роста сокращает спрос на арендуемые площади и приводит к снижению DSCR. Отдельное внимание должно быть уделено банковским требованиям к структуре сделок: в частности, соблюдению лимитов по LTV, DSCR и ограничению величины «balloon payment». Важно, что даже при достаточно консервативных стандартах (LTV в пределах 70–80 %, DSCR на уровне 1,2–1,4) эффективность финансирования проектов может снижаться, если реальные денежные потоки и условия на рынке оказываются хуже прогнозных.

Системно выстроенные модели финансирования с учётом рисков сценариев позволяют увеличить шансы на успешную реализацию проектов, избегая критических значений финансовых метрик. Рассмотренные кейсы показывают, что в периоды резких колебаний ключевой ставки или существенного изменения спроса заёмщику приходится в срочном порядке пересматривать структуру выплат по кредиту, находить дополнительные источники фондирования либо соглашаться на реструктуризацию. Следовательно, достижение долгосрочной устойчивости в сфере коммерческой недвижимости требуют подхода, при котором банки, девелоперы и регулирующие органы работают над формированием гибкого, но надёжного механизма кредитования, способного нивелировать макроэкономические скачки и обеспечить реализацию проектов в соответствии с требованиями и интересами всех заинтересованных сторон.

---

ЛИТЕРАТУРА

1. Cremer L. Underwriting limits and optimal leverage in commercial real estate //The Journal of Real Estate Finance and Economics. — 2020. — Т. 60. — №. 3. — С. 375–395.
2. Firestone S. et al. Risk Perception and Loan Underwriting in Securitized Commercial Mortgages // Finance and Economics Discussion Series. — 2024. — Т. 19.
3. Seagraves P.A., Wiley J.A. The cap rate spread: A new metric for commercial underwriting //Real Estate Economics. — 2016. — Т. 44. — №. 2. — С. 490–520.
4. Furfine C.H. Complexity and loan performance: Evidence from the securitization of commercial mortgages //The Review of Corporate Finance Studies. — 2014. — Т. 2. — №. 2. — С. 154–187.
5. Моргунов А.В. Моделирование вероятности дефолта инвестиционных проектов //Корпоративные финансы. — 2016. — Т. 10. — №. 1. — С. 23–45.
6. Карминский А.М., Моргунов А.В., Богданов П.М. Оценка вероятности дефолта сделок проектного финансирования // Журнал Новой экономической ассоциации. — 2015. — №. 2. — С. 99–123.
7. Околелова Э.Ю., Трухина Н.И., Шibaева М.А. Модель оценки эффективности инвестиций в объекты коммерческой недвижимости с учетом рисков // Экономика строительства. — 2017. — №. 4 (46). — С. 15–29.
8. Астраханцева И.А., Смирнова Н.В. Оценка стоимости коммерческой недвижимости на основе моделей машинного обучения //Научные труды Вольного экономического общества России. — 2022. — Т. 237. — №. 5. — С. 34–57.
9. Батоева Э.В. Факторы, оказывающие влияние на эффективность инвестиций в объекты коммерческой недвижимости //Экономика строительства. — 2020. — №. 3 (63). — С. 50–61.

---

© Рябцев Павел Анатольевич (ryabtsevpavel\_rp@mail.ru)

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»