

# ОБЩИЕ ПРОБЛЕМЫ СТРОИТЕЛЬНОГО КОМПЛЕКСА

УДК 338.45:69

*КОЛИН ДЖОНС, бакалавр, магистр искусств, профессор,  
c.a.jones@hw.ac.uk  
Институт социальной политики, жилищного обеспечения,  
окружающей среды и недвижимости,  
Университет Хериота-Уатта,  
Эдинбург, EH14 4AS, Великобритания*

## **ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА РЫНОК ЖИЛЬЯ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВЗГЛЯД**

Статья посвящена исследованию проблемы развития национальных рынков жилья под влиянием глобального финансового кризиса. Автором выполнен анализ динамики цен на рынках жилья в разных странах, произведена оценка последствий кредитного кризиса. Автором показано, что глобальный финансовый кризис положил конец многолетнему буму на рынке жилья. На основе международного анализа произведена оценка влияния кризиса на рынок, которое проявилось не только в ценовой динамике, но также в значительном снижении объемов жилищного строительства, сокращении количества сделок на рынке жилья, снижении доступности жилья для молодых людей и росте арендного сектора. Сделан вывод о том, что стабилизация ситуации на рынке жилья – важнейший политический вызов, который стоит перед правительствами стран.

**Ключевые слова:** рынок жилья; жилищный бум; глобальный финансовый кризис; ипотечное кредитование; цены на недвижимость; арендный сектор.

*COLIN JONES, Professor, BA, MA,  
c.a.jones@hw.ac.uk  
Institute for Social Policy, Housing, Environment and Real Estate,  
Heriot-Watt University,  
Edinburgh, Eh14 4as United Kingdom*

## **AN INTERNATIONAL PERSPECTIVE ON THE IMPACT OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON HOUSING MARKETS**

The paper presents the investigations of the development of national housing markets influenced by the global financial crisis. The analysis of price dynamics in housing markets and the estimation of the credit crunch ramifications are given for different countries. It is shown that the global financial crisis put an end to the long-term boom in the housing market. Based on the international analysis, the crisis impact is estimated not only for the decrease in price dynamics, but also in housing construction, the number of housing market transactions, availabil-

ity of housing for young people and the growth in the owner occupied sector. It is concluded that stabilization of the housing market is the major political challenge the governments face nowadays.

**Keywords:** housing market; housing boom; global financial crisis; mortgage lending; house prices; owner occupied sector.

### Введение

Мировой финансовый кризис 2007–2008 гг. был первым ударом по глобальному рынку недвижимости, который повлиял на падение цен на жилье на всех континентах. Последствия этого кризиса, проявляющиеся на рынках жилья почти десять лет, по-прежнему частично ощущаются в макроэкономической динамике и ответных политических мерах. В данной работе показано, что кризис затронул не только цены на жилье, но и все аспекты рынка недвижимости. Мировой финансовый кризис, известный как кредитный кризис, также выявил глобальные политические проблемы, связанные с рынком жилья.

Эта статья начинается с анализа масштаба кризиса, охватившего мировые рынки жилья, показывающего, как кредитный кризис доминирует над рыночными тенденциями. Однако важно помнить, что все началось гораздо раньше, в 1990-е гг., а на самом деле еще раньше, с либерализации финансирования жилищного строительства в 1980-х гг. Важно сделать международный исторический обзор, поэтому в статье прежде всего рассматриваются истоки кредитного кризиса. Затем рассматриваются последствия кризиса с точки зрения непосредственного падения цен, и дается оценка степени восстановления рынка. Влияние кризиса показано на примерах разных стран. Наконец, показываются последствия кризиса для операций на рынке недвижимости, уровень строительства и доступность домовладения. Последняя часть статьи посвящена Великобритании и США.

### Истоки кредитного кризиса

В середине 1990-х гг. наблюдался значительный рост цен на жилье в большинстве стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), хотя в одних это произошло раньше (Ирландия – 1992, Скандинавские страны – 1993), а в других позже (Канада – 1998, Италия – 1998, Новая Зеландия – 1998 и Швейцария – 2000). В Нидерландах в течение 23 лет с 1985 по 2008 гг. наблюдался постоянный рост реальных цен с общим увеличением в 233 %. Практически для всех этих стран рост цен на жилье продолжался до внезапного обвала кредитно-финансовой системы. В некоторых странах продолжительный рост цен привел к удвоению реальных цен на жилье. Экстремальный рост цен произошел в Ирландии – 302 %, Норвегии – 199 %, Дании – 174 % и Великобритании – 173 %. С другой стороны, в США и Канаде реальный рост составил только 56 и 72 % соответственно, а в Швейцарии – 20 %.

Некоторые страны выпали из этого международного подъема, например Япония. Вместо роста она пережила почти двадцатилетнее снижение цен в общей сложности более чем на половину в реальном выражении. В Германии также наблюдалось длительное снижение реальных цен на жилье в период с 1994 по 2008 гг., в течение которого реальное падение составило 26,5 %.

Причины этих обратных тенденций в Японии лежат частично в слабой экономической активности в тот период, а в Германии – в воссоединении страны и сокращении численности населения.

Международный характер роста цен можно частично проследить на примере развития мировых рынков капитала с момента снятия валютного контроля в различных странах в середине 1980-х гг. Одним из последствий этой глобализации является то, что она позволила банкам повысить оптовое фондирование со стороны международных инвесторов путем выпуска облигаций с ипотечным покрытием. Во многих странах это обеспечило платформу для расширения ипотечного кредитования, особенно в 1990-х гг., а также доступность кредита на покупку дома, подпитываемую спросом, который, в свою очередь, поддерживался позитивными макроэкономическими условиями и ростом численности населения. Предложение жилья в стране, не соответствующее этому спросу, привело к взвинчиванию цен на жилье.

### **Влияние кредитного кризиса на цены на недвижимость**

Для многих стран кредитный кризис стал отрицательным экзогенным толчком, который привел к окончанию бума на рынке жилья преждевременно. Все пострадавшие страны претерпели банкротство банков, но степень влияния банковских обвалов на рынок разная. Для некоторых, относительно защищенных стран, таких как Австралия, Канада и Китай, кризис явился лишь небольшим временным препятствием в постоянном росте цен на недвижимость. Жилищные тенденции в Китае зависят от быстрого роста городского населения. Кризис в Японии и Германии, где реальные цены на жилье продолжительное время снижались, ограничился некоторыми секторами. В частности, рынок жилья в Германии почти не пострадал от кредитного кризиса, поскольку соотношение заемных сумм и стоимости жилья у должников было традиционно низкое, а доступность кредитов больше не ограничивалась. Спад или замедление роста цен на жилье в США началось еще до кризиса, обнажив проблемы высокорискового кредитования, что в конечном итоге создало международные финансовые затруднения для остального мира [6]. Дания тоже пережила начало спада цен еще до мирового финансового кризиса.

Многие национальные рынки жилья мгновенно ощутили недоступность кредитного финансирования, т. к. ситуация изменилась от избытка средств к их острому недостатку. Последующее воздействие кризиса на мировые рынки жилья показало силу и важность ипотечного финансирования. Хотя в каждой стране своя ситуация, общее проявление кризиса заключается в краткосрочном падении цен на жилье, а также в последующей во многих случаях рецессии. Самым драматичным был обвал в Ирландии, где номинальные цены на жилье упали на 38 % за период с конца 2006 по 2010 гг. [1]. В табл. 1 показано, что во Франции и Великобритании реальные цены на жилье начали восстанавливаться или стабилизироваться примерно через год-полтора после резкого падения. Но во многих странах падение цен от их рыночного пика наблюдалось, по крайней мере, в течение пяти лет. К таким странам относятся Дания, Нидерланды и США. На самом деле есть некоторые страны, которым еще предстоит остановить падение реальных цен, а именно Греция, Испания

и Италия, а также Ирландия, в которой цены на жилье стабилизировались только в 2015 г.

Таблица 1

## Цикличность цен на жилье до и после кредитного кризиса

Страна	Период подъема цен	Длительность (кварталы)	Изменение, %	Период спада цен	Длительность (кварталы)	Изменение, %
США	1 кв. 1995 – 4 кв. 2006 4 кв. 2011 – 2 кв. 2015	47 14*	+60,5 +17,3	4 кв. 2006 – 4 кв. 2011	24	-27,1
Япония	3 кв. 1977 – 1 кв. 1991 2 кв. 2009 – 1 кв. 2015	54 23	+80,6 +9,3	1 кв. 1991 – 2 кв. 2009	73	-44,1
Франция	1 кв. 1997 – 4 кв. 2007 2 кв. 2009 – 3 кв. 2011	44 9	+117,7 +9,6	2 кв. 1991 – 1 кв. 1997 4 кв. 2007 – 2 кв. 2009 3 кв. 2011 – 2 кв. 2015	26 6 15*	-17,6 -9,5 -9,2
Италия	3 кв. 1997 – 4 кв. 2007	41	+59,2	2 кв. 1992 – 3 кв. 1997 4 кв. 2007 – 2 кв. 2015	25 30*	-28,3 -26,2
Великобритания	4 кв. 1995 – 4 кв. 2007 2 кв. 2009 – 2 кв. 2010 1 кв. 2013 – 2 кв. 2015	48 4 9*	+157,8 +5,1 15,0	4 кв. 2007 – 2 кв. 2009 2 кв. 2010 – 1 кв. 2013	6 11	-14,7 -5,8
Австралия	2 кв. 1991 – 2 кв. 2010 3 кв. 2012 – 2 кв. 2015	76 11*	+139,5 +19,6	2 кв. 2010 – 3 кв. 2012	9	-8,5
Дания	2 кв. 1993 – 1 кв. 2007 3 кв. 2012 – 2 кв. 2015	55 11*	+177,7 +13,4	1 кв. 2007 – 3 кв. 2012	22	-28,5
Нидерланды	3 кв. 1985 – 4 кв. 2007 1 кв. 2014 – 2 кв. 2015	89 5*	+205,4 3,3	4 кв. 2007 – 1 кв. 2014	26	-25,7
Испания	3 кв. 1996 – 3 кв. 2007	44	+121,5	3 кв. 2007 – 4 кв. 2014	29	-41,8

Источник: Квартальная статистика цен на недвижимость ОЭСР.

\* Неполная тенденция.

Изменение реальных цен на жилье в разных странах показано в табл. 2. За восемь лет в Греции цены снизились почти в два раза, хотя, возможно, это особый случай. Среднее падение реальной цены в Еврозоне составило 11,5 %, в Испании, Италии и Нидерландах цены упали более чем на четверть. Процент падения в Дании также выражался в двузначных числах. Совокупный обвал цен для стран Еврозоны несколько компенсирован 22%-м ростом фактических цен в Германии, которая не переживала бум на рынке и чья экономика не была столь разорена мировым финансовым кризисом, как в других странах. Аналогично и Япония демонстрирует скромный рост реальных цен после десятилетий упадка. Рынок в этих странах, возможно, извлек выгоду из более низких процентных ставок.

В настоящее время восстановление рынка во многих странах сдерживается макроэкономическими условиями и политикой. И это несмотря на то, что рынки недвижимости поддерживаются рекордно низкими за период с 2008 г. процентными ставками. Однако начальный международный финансовый подъем после кредитного кризиса последовал после проводимой с 2010 г. по всей Европе политики жесткой экономии. Наблюдалось лишь слабое восстановление экономики в Европе и непостоянный рост глобальной экономики. Даже там, где спад цен был приостановлен, основные потери не были восстановлены. В этом положении находятся США, Франция и Великобритания. Эти тенденции отчасти отражают сомнения по поводу макроэкономических перспектив и продолжения дефляционной макроэкономической политики, опасения по поводу масштаба задолженности людей, а также угрозы неминуемого повышения процентных ставок в будущем (и хотя ставки постоянно снижаются, они все еще являются поводом для беспокойства).

Таблица 2

**Изменение реальных цен на жилье в отдельных странах с 2007 г.**

Страна	Процентное изменение реальных цен на недвижимость с 4-го квартала 2007 по 2-й квартал 2015 гг.
Германия	+22,5
Канада	+19,2
Австралия	+18,2
Япония	+4,6
Южная Корея	+0,4
Великобритания	-5,2
Франция	-9,2
США	-9,5
Дания	-16,6
Нидерланды	-23,3
Италия	-26,2
Ирландия	-35,0
Испания	-39,0
Греция	-53,6
Еврозона	-11,5

Источник: Квартальная статистика цен на недвижимость ОЭСР.

### Более широкое видение

Из-за кредитного кризиса наблюдался очень низкий уровень операций на рынке жилья. В Испании количество операций упало вдвое сразу же после краха рынка недвижимости [9]. В Великобритании сделки упали на четверть, и владельцы домохозяйств стали реже переезжать [2]. Это явление обусловлено целым рядом факторов, включая нежелание домовладельцев продавать недвижимость в условиях низких цен (в отдельных случаях из-за негативного соотношения цен), а также из-за трудности нахождения покупателя с учетом ограничения ипотечного финансирования.

Во многих странах финансовые ограничения спроса вследствие банковского кризиса способствовали резкому обвалу жилищного строительства. Испания с рекордными объемами жилищного строительства и Великобритания с низким уровнем строительства жилья пострадали в равной мере, и новые показатели предложения жилья на рынке упали до исторического минимума. Строительство домов в Испании уменьшилось наполовину в период с 2007 по 2011 гг. [9]. В Великобритании частное домостроение сократилось на четверть в течение двух лет после кредитного кризиса и еще на четверть в течение следующих двух лет. Сейчас оно находится на самом низком уровне, начиная с 1920-х гг., несмотря на рост населения и очевидную нехватку жилья [5]. В США домостроение снизилось на 75 % в течение трех лет после жилищного бума. Несмотря на некоторое восстановление, его уровень все еще ниже, чем в 1950-е гг. [3]. Во многом поэтому самой серьезной реакцией рынка на банковские проблемы были не цены на жилье, а объемы нового строительства. Это отчасти обусловлено тем, что застройщики имели собственные финансовые проблемы, связанные с наличием непроданного нового жилья вследствие падения спроса на него, что привело к проблемам денежного оборота, и наличием в своих активах земельных участков, купленных во время бума по высокой цене. Кроме того, в краткосрочной перспективе банки больше не могли или не хотели финансировать новое строительство.

Ужесточение условий ипотечного кредитования после кредитного кризиса оказало наибольшее влияние на первых покупателей, которые традиционно были более зависимы от кредитов, представленных высоким процентом. Такие кредиты были недоступны изначально, и когда кредитные ограничения были ослаблены, ипотечное финансирование уже стало не таким доступным, как было до мирового финансового кризиса. В настоящее время критерии кредитования, устанавливаемые для банков национальными и международными денежно-кредитными учреждениями, имеют большие ограничения.

Следует еще больше внимания уделить проблеме снижения доли домовладельцев среди молодых людей. Исходным моментом является рост реальных цен на жилье для молодого населения. Ослабление кредитных критериев и новые ипотечные продукты 1980-х гг. были объявлены средствами расширения рынка и перевода жилья в собственность. По всему земному шару ввели плавающую процентную ставку, ипотеку с выплатой только процента в начале периода и снижение барьеров входа путем введения вкладов под более низкий процент [4].

Во всем мире доступность кредита во время жилищного бума привела к противоположному эффекту. Уровень занятости жилья собственниками оказывался под угрозой, т. к. с ростом реальных цен вследствие бума молодые люди оказались вытесненными из домовладения. Например, в Дании абсолютное и пропорциональное количество домовладельцев в возрасте до 30 лет сильно упало, и вплоть до 2007 г. наблюдалось небольшое снижение числа собственников жилья в возрасте 30–39 лет по сравнению с предыдущим двадцатилетним периодом [7]. Точно так же в Австралии в течение десятилетий падает доля домовладельцев среди людей до 44 лет [11]. Очевидно, что проблема доступности и снижения уровня домовладения среди молодых людей была скрыта во многих странах за счет старения населения. Доля домовладельцев среди лиц, родившихся в послевоенный период резкого увеличения рождаемости, остается высокой и даже растет благодаря наследству.

Однако падение доли домовладельцев среди молодого поколения объясняется не только этим. В Германии, где наблюдались избыток предложения, падение цен и долгосрочные жесткие условия кредитования, доля домовладельцев среди лиц в возрасте до 40 лет также снизилась за тот же период [10]. В 1980-х и 1990-х гг. в Японии падали реальные цены на жилье, но в то же время возрастали барьеры доступности домовладения для молодежи из-за роста и риска безработицы [8]. Японский опыт имеет много общего со многими западными странами периода обвала кредитно-финансовой системы.

Препятствия домовладению для молодых людей в тех странах, которые пережили длинный ценовой бум, не были смягчены снижением реальных цен на жилье (и их умеренного восстановления). Сокращение числа и процентного соотношения домовладельцев продолжается. В США уровень домовладения падал в течение более чем десяти лет до 2015 г. и составил менее чем 64 % [3]. Наблюдалось также снижение абсолютных показателей по сравнению с пиком 2006 г. В Великобритании наблюдается такая же картина, как и в США: доля домовладельцев достигла своего пика в 2006 г., а число квартир в Великобритании, покупаемых в ипотеку, снижается с 2003 г. В 2014 г. оно было на самом низком уровне за период с 1988 г. [5].

После достижения рынком жилья максимумов доля домовладельцев среди молодых людей продолжала падать повсеместно. Это происходит, несмотря на то что глобальные процентные ставки все время снижались. Ипотечному финансированию был закрыт доступ к непосредственной финансовой среде после кредитного кризиса, но оно стало более доступно при относительно высокой стоимости кредитов. Основные причины падения уровня домовладения лежат не в области финансов, а в макроэкономических процессах. Как отмечалось выше, восстановление мировой экономики после кредитного кризиса по уровню ВВП на душу населения проходило медленно, что привело к целому ряду последствий. Мало того, что реальные доходы населения не растут, наблюдается еще рост неравенства из-за сокращений рабочих мест. Проведение политики жесткой экономии по всей Европе также способствует растущей неопределенности на рынке труда и медленному экономическому росту. Примером тому может служить Великобритания, где наблюдается увеличение количества работающих по схеме «нулевого часа» и работающих на

себя работников за низкую заработную плату [5]. Такое положение схоже с японским опытом, описанным ранее.

Удивительно, что в некоторых странах в этих условиях цены на жилье восстановились после спада кредитного кризиса. В Великобритании и США это произошло, в первую очередь, благодаря росту числа частных домовладельцев, покупающих недвижимость. Рост цен на дома обусловлен именно этим (хотя в Лондоне было много покупателей из Восточной Европы и Ближнего Востока, которые совершали покупки на пике роста рынка и изменили тенденции роста национальных цен на жилье). Трудности покупки жилья привели к тому, что молодое население для решения жилищного вопроса обращается на частный арендный сектор. В США этот сектор находится на самом высоком уровне за двадцать лет, в то время как в Великобритании он резко вырос с начала тысячелетия (впервые за сто лет) и в настоящее время занимает большую долю, чем социальное жилье в Англии [3, 5].

В Великобритании и США эта тенденция проявилась на фоне минимального уровня строительства жилья и его нехватки, которая оказала двойное воздействие на рынок жилья. Слабое предложение подтолкнуло вверх арендную плату, что означало, что в финансовом отношении система частного землевладения стала более привлекательной. Это привело к росту числа покупок со стороны частных землевладельцев, которые в состоянии предложить более высокую цену владельцам квартир. Молодые покупатели, совершающие покупку впервые и обычно составляющие основу рынка жилья, сталкиваются не только с проблемами занятости, описанными ранее, но и являются арендаторами, тратя значительную долю своего дохода на аренду. Трудности накопления средств усугубляются долгами многих молодых людей, приобретенными во время учебы в университете [Там же].

Таким образом, влияние кредитного кризиса на рынок жилья проявилось не только в падении цен, но и в гораздо меньшем количестве сделок, существенном сокращении строительства нового частного жилья и сохранении барьеров, препятствующих покупке жилья молодому поколению. На сегодняшний день ответные политические меры правительств ограничены политикой жесткой экономии, которая привела к снижению государственных расходов. Это означает, что строительство социального жилья, спонсируемое государством, или предоставление субсидий для повышения доступности жилья строго ограничены [Там же]. Достигнуто понимание того, что решение проблемы лежит в увеличении предложения на рынке жилья, но пока эти меры дали минимальный результат.

### **Заключение**

Мировой финансовый кризис резко остановил многолетний рост рынков жилья во многих странах, высветив проблемы мировых рынков капитала. Этот рост был поддержан доступностью ипотечного финансирования и привел к значительному увеличению реальных цен на жилье. Последствием этого стала недоступность цен на покупку жилья на рынке для молодых людей. Эта проблема также наблюдается в странах с падающими ценами на жилье, например, в Японии как результат слабых экономических перспектив для молодежи.



Во многих странах все еще наблюдается восстановление цен на жилье в реальном выражении. Тем не менее, последствия кредитного кризиса были гораздо глубже, чем просто понижающая корректировка цен, и затронули даже тех, кто уже ранее преодолел пик роста. Теперь перед национальными рынками жилья и правительствами стоят новые вызовы. Краткосрочная корректировка цен на рынках жилья была относительно слабой в отличие от серьезных потерь, которые понесло жилищное строительство. Строительство домов в Великобритании и США все еще находится на рекордно низких уровнях. Национальные показатели уровня домовладения продолжают долгосрочное снижение, т. к. молодые люди имеют слабые экономические перспективы в сочетании с ограниченными возможностями ипотечного финансирования, несмотря на очень низкие процентные ставки. Это привело к росту рынка частной аренды и повышению арендной платы из-за нехватки жилья.

Даже если в большинстве европейских стран цены на жилье в реальном выражении стали ниже, чем в 2007 г., а процентные ставки находятся на самом низком уровне, до сих пор существует проблема доступности жилья из-за низкой заработной платы, отсутствия гарантий занятости и трудности накопления средств на покупку жилья. Мировой финансовый кризис (так же, как и рост цен на жилье) повлиял на рынок недвижимости и экономические возможности молодого поколения. Очевидна проблема межпоколенческой справедливости, когда лица, родившиеся в период резкого роста рождаемости в послевоенный период, выиграли от роста реальных цен на жилье. Недостаточное предложение на рынке жилья является ключевой проблемой и главным политическим вызовом, когда государственная финансовая поддержка жилищного строительства для семей с низкими доходами сдерживается политикой жесткой экономии и слабым экономическим ростом.

Есть мнение, что глобальный финансовый кризис привел к структурным изменениям на рынках жилья, например, росту цен в частном секторе. Действительно, легко экстраполировать последние изменения в секторе домовладений и прийти к такому выводу. С другой точки зрения, последствия мирового финансового кризиса можно рассматривать как длительное ухудшение жилищной и общеэкономической ситуации, но в конечном итоге рынок жилья восстановится, и жилищное строительство будет расширяться. Почти наверняка произойдет возрождение сектора домовладения, т. к. арендаторы жилья надеются реализовать свои долгосрочные надежды стать собственниками, как только улучшатся рынок труда и экономика. В конечном счете этот аргумент поддерживается политическими требованиями к решению проблемы нехватки жилья и ожиданиями традиционных домохозяйств.

#### REFERENCES

1. *ESRI*, Economic and Social Research Institute [Институт экономики и социальных исследований]. (2011) *Latest Permanent tsb/ESRI House Price Index* 18/01/2011
2. *HM Revenue and Customs* [Доход и таможенные пошлины]. (2015) *Annual UK Property Transaction Statistics*, HM Revenue and Customs, London.
3. *JCHS*, Joint Center for Housing Studies of Harvard University [Исследовательский центр жилья Гарвардского университета]. (2015) *The State of the Nation's Housing 2015*, Harvard University, Cambridge, Massachusetts.

4. Jones C. (2012). Introduction: The housing economy and the credit crunch [Введение: экономика жилищного строительства и кредитный кризис]. Chapter in C. Jones, M. White, and N. Dunse (Eds.), *Challenges of the Housing Economy: An International Perspective*, 1-24, Wiley-Blackwell, Chichester.
5. Jones C. (2016) The credit crunch: short-term UK housing market correction or long-term tipping point? [Кредитный кризис: краткосрочная корректировка рынка жилья в Великобритании или долгосрочный переломный момент?]. *International Journal of Housing Policy*, 16, 1, 70-90.
6. Jones C., Richardson H.W. (2014) Housing markets and policy in the UK and USA: A review of the differential impact of the global housing crisis [Рынки жилья и жилищная политика в Великобритании и США: обзор различных последствий мирового кризиса], *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 7, 1, 129-144.
7. Lunde J. (2012) Impacts on wealth and debt of changes in the Danish financial framework over a housing cycle [Влияние программ финансового развития на состояние и долги в период деловой активности на рынке жилой недвижимости Дании]. Chapter in C. Jones, M. White, and N. Dunse (Eds.), *Challenges of the Housing Economy: An International Perspective*, 128-152, Wiley-Blackwell, Chichester
8. Morizumi Y., Michio N. (2012) Unemployment risk, home ownership and housing wealth: Lessons from bubble aftermath in Japan [Риск безработицы, домовладение и жилищное состояние: уроки Японии]. Chapter in C. Jones, M. White, and N. Dunse (Eds.), *Challenges of the Housing Economy: An International Perspective*, 28-89, Wiley-Blackwell, Chichester.
9. Tultavull de la Paz P. (2012) The responsiveness of new supply to house prices: A perspective from the Spanish housing market [Оперативность новых ценовых предложений: перспектива испанского рынка жилья]. Chapter in C. Jones, M. White, and N. Dunse (Eds.), *Challenges of the Housing Economy: An International Perspective*, 170-194, Wiley-Blackwell, Chichester.
10. Westerheide P. (2012) Market stability, Housing finance, and home ownership in Germany [Устойчивость рынка, финансирование жилья и домовладения в Германии]. Chapter in C. Jones, M. White, and N. Dunse (Eds.), *Challenges of the Housing Economy: An International Perspective*, 153-169, Wiley-Blackwell, Chichester.
11. Yates J. (2015) Rate of home ownership decline [Снижение ставок домовладения]. *Urban Developer*, [www.theurbandeveloper.com/whats-really-keeping-young-first-home-buyers-housing-market/](http://www.theurbandeveloper.com/whats-really-keeping-young-first-home-buyers-housing-market/) (accessed April, 2016)