

ИРЛАНДСКИЯТ СРИВ ПРИ НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ – ПРИЧИНИ, ПОСЛЕДИЦИ И ПОУКИ

Разгледани са основните предпоставки за възникването на кредитен, строителен и имотен бум, довели до огромни загуби за банковия сектор (спасен с пари на данъкоплатците) и до необходимостта Ирландия да бъде спасявана от суверенен фалит с международен заем от 85 млрд. EUR. Като главни фактори за имотния бум са идентифицирани твърде ниските лихвени проценти след 1999 г. (влизането на страната в Еврозоната) и ниските критерии за банково кредитиране. Изтъкната е необходимостта от по-засилени глобални регулации в бъдеще (главно в банковия сектор) с цел предотвратяване на разрушителните рецесионни ефекти от кредитните и имотните балони.

JEL: H63; R21; R31

Дълговата криза в Еврозоната настъпва след началото на 2010 г. Тя поразява държавите от т.нар. периферия на паричния съюз, популярни като групата PIGS.¹ Тези страни са наричани “периферни”, защото географски са разположени по краищата на ЕС. Освен това поради своята относителна изостаналост всички те са приети след първоначалното учредяване на Съюза през 1957 г. Като по-бедни държави спрямо “ядрото” на ЕС (това са най-вече Германия, Франция и Холандия), страните от PIGS са имали догонващ икономически растеж и по-висока инфлация.

През май 2010 г. е решено *Гърция* (член на ЕС от 1981 г. и на Еврозоната от 2002 г.) да получи спасителен заем в размер на 110 млрд. EUR – 80 млрд. от ЕС и 30 млрд. от МВФ, като лихвените проценти са 3.5% за първите 3 години и 4.5% след това.² През ноември 2010 г. *Ирландия* – член на ЕС от 1973 г. и на Еврозоната от 1999 г., е спасена с 85 млрд. EUR спешен заем от ЕС и МВФ при средна лихва от 5.8% годишно.³ Голяма победа за новото ирландско правителство е предоговарянето на условията по този заем: пониска лихва (3.5%) и срок за погасяване 15 години (а не 7.5 години). В средата на май 2011 г. *Португалия* (член на ЕС от 1986 г. и на Еврозоната от 1999 г.) става третата членка на Еврозоната, която официално получава финансова помощ от ЕС и МВФ. Спасителният кредитен пакет е в размер на 78 млрд. EUR при средна лихва от 5.2% за период от 7.5 години, като в тази сума е включена помощ за португалската банкова система от 12 млрд. EUR (малко над 15% от кредита).⁴

¹ Акроним от първите букви от имената на английски на Португалия, Ирландия, Гърция и Испания.

² Александрова, Л. Гръцкият шок. - Геополитика”, 2010, бр. 6, с. 54-58.

³ Класа, 8 април 2011, с. 7.

⁴ Дневник, 18 май 2011, с. VI.

И при трите подпомогнати държави европейските заеми ще дойдат от Европейския фонд за финансова стабилност (EFSF), а от средата на 2013 г. – от Европейския стабилизационен механизъм (ESM), който вече ще е постоянно действащ, заменяйки фонда. Заемите са придружени от строги изисквания за непопулярни решения: намаляване на финансирането на бюджетната сфера, увеличаване на някои от данъците, повишаване на пенсионната възраст и замразяване на пенсиите, мерки срещу неплащането на данъци, приватизация на държавни активи и т.н. Спешните заеми за трите държави са обусловени от обстоятелството, че евентуален суверенен фалит на някоя от тях (по модела на Аржентина от 2001 г.) би засегнал най-тежко големите европейски банки, които притежават държавни облигации, емитирани от тези страни, като така може да се предизвика втора банково-финансова криза.⁵ Сегашното кризисно състояние в Еврозоната може да се охарактеризира като формиращо се от две кризи – дългова и банкова, които взаимно се подхранват.⁶

Пресметнати на човек от населението, спасителните заеми за трите периферни държави от Еврозоната изглеждат, както следва: Гърция - 10 275 EUR, Ирландия - 19 585 EUR и Португалия: 7722 EUR.

На табл. 1 са дадени стойностите (като процент от БВП) на бюджетните дефицити и на публичния дълг на държавите от групата PIGS за 2010 г. според статистическата служба на ЕС Eurostat.⁷

Таблица 1

Дълговата криза в групата PIGS

Държава	БВП (млн. EUR)	Дефицит (-) (% от БВП)	Публичен дълг (% от БВП)
Португалия	172 546	-9.10	93
Ирландия	153 939	-32.40	96.20
Гърция	230 173	-10.50	142.80
Испания	1 062 591	-9.20	60.10
ЕС-27	12 280 644	-6.40	80.00
Евروزона (16 държави)	9 204 316	-6.00	85.10

Тук е мястото да се припомни, че съгласно изискванията на Пакта за стабилност и растеж (т.нар. *Маастрихтски критерии* за членство в Еврозоната) таванът на показателя за публичен дълг е 60% от БВП на съответната държава, а този на показателя за бюджетен дефицит – 3% от БВП. Смята се, че стойности на публичния дълг над 90% от БВП (каквито вече

⁵ Хъдсън, М. Бъдещите дългови войни в Европа. – Геополитика, 2010, бр. 4, с. 153-156.

⁶ Статева, Й. Европейският паричен съюз – стратегически замисъл, развитие и съвременни реалности. - Международни отношения, 2011, бр.1, с. 69-82.

⁷ Банкеръ, 30.04.2011, бр. 17, с. 18.

имат Гърция, Португалия и Ирландия) са неустойчиви и са препятствие пред перспективите за икономически растеж в дългосрочен план.

Жилищен крах и рецесия в групата PIGS: кое е първичното?

Интересен въпрос, който възниква при дълговата криза в Евророната, е каква е връзката между състоянието на жилищния сектор в дадена страна и икономическата рецесия в нея. В повечето държави по-скоро рецесиите причиняват сривовете на жилищните цени. Примери за това от споменатата група PIGS са Гърция и Португалия. По данни за 2010 г. на базираната в Лондон консултантска компания за имоти "Knight Frank" Гърция е на шесто място в света по спад на имотните цени (минус 6% годишна промяна), а Португалия – на осмо (минус 4%).⁸ Основната слабост на Португалия е, че тя е най-мудната и неконкурентоспособна икономика в Евророната с едва 1.1% среден годишен растеж през периода 2001 - 2007 г.⁹ Гърция пък вече трета поредна година е в рецесия. Публичният ѝ дълг, натрупан за финансиране на бюджетния ѝ дефицит, е 142.80% от БВП (най-големият в Европа!), а заради тежките бюджетни съкращения през 2010 г. в страната са регистрирани над 500 масови стачки и протести.

Глобалната криза (2008 – 2009 г.) демонстрира и обратното – как спукването на жилищен балон може да има тежък рецесионен ефект върху икономиката на съответната държава. Примери за това от групата PIGS са Испания и Ирландия. Испания регистрира 32% спад на средните жилищни цени спрямо пика им от 2007 г.¹⁰ Ръстът на безработицата достигна до 21.3% през първото тримесечие на 2011 г. – най-високото ниво в индустриализирания свят.¹¹ Пръсването на имотния балон в комбинация със световната криза остави почти 4.3 млн. човека без работа, като най-сериозен е ударът за имигрантите и младежите. Преди всичко това цените на жилищата се утряват за 10 години, а до 2007 г. 18% от икономиката са свързани със строителството. След срива на ипотечния сектор в Испания финансовите институции получават около 100 млрд. EUR спасителни средства. Особено тежко засегнати от спукването на строителния балон са 17-те испански спестовни банки (т.нар. cajas), които държат 42% от банковите активи в страната. Според "Knight Frank" за 2010 г. Испания е на десето място в света по жилищен спад (минус 3.5% годишно). И макар за първи път от 4 години насам продажбите на жилища за 2010 г. да са се повишили като бройка – до 491 061 имота, то нивото на продажбите остава далече от това през пиковата 2006 г.,

⁸ Тема, 2011, бр. 13 с. 3.

⁹ Горова, Св. Ние сме номер три. - Капитал, 9 април 2011, с.26.

¹⁰ Насева, М. Изгряват нови любимци на инвеститорите по света. - Капитал, приложение "Имоти и инвестиции", април 2009, с.16-17.

¹¹ Банкеръ, 07.05.2011, бр. 18, с. 32.

когато са продадени 950 000 жилища.¹² По официални данни обемът на продажбите на земя за застрояване в Испания през 2010 г. е намалял с 82% спрямо показателите отпреди 6-7 години, а издадените разрешителни за строителство - с 90%. *Ирландия* пък е най-лошият пазар на имоти в света за 2010 г. с годишен ценови спад от 10.8% (според цитираната консултантска компания). Банковият сектор в страната е в много лошо състояние, безработицата е 14.6%, а при очакваното дъно на жилищния пазар през 2011 г. цените вероятно ще са с около 50% по-ниски в сравнение с пика им от 2007 г.¹³

Глобалният жилищен бум и въвеждането на EUR

Допреди няколко години развитите държави (с изключение на Германия и Япония) са обхванати от *жилищен бум* – глобален феномен от средата на 90-те години на XX век, който е безпрецедентен в своята бързина, продължителност и географски обхват.¹⁴ Основните причини за този бум са ниската инфлация през периода, малките лихвени проценти (често дори по-ниски от инфлацията), както и улесненият достъп до ипотечно кредитиране от банките. Често са отпуснати жилищни кредити без никакво собствено участие на заемополучателя, без доказване на доходи от негова страна, а съотношението “дълг/собственост” (LTV или Loan-To-Value) понякога достига до 125%! Последното означава, че ако един жилищен имот е оценен например на 100 000 USD, то банката отпуска ипотечен кредит на купувача за 125 000 USD.

За глобалния жилищен бум несъзнателно допринасят и действията на правителствата в редица от развитите страни, които законово и данъчно поощряват задлъжняването на хората, нуждаещи се от дом. Във всички развити държави по света например съществуват данъчни облекчения за ипотечните лихви (до определен размер) по жилищните заеми. Освен САЩ най-уязвими от кризата се оказват жилищните пазари в Ирландия и Испания, които се покачват с темповете на Америка. За десетте години до 2006 г. цените на имотите в САЩ почти се утрояват главно в резултат от либералната монетарна политика на Федералния резерв.

След края на технологичния балон на фондовата борса през 2000 г. се появява друг – жилищният. Т.нар. *dotcom-балон* (технологичните компании от “новата икономика”) се оформя през 1995-2000 г., като при своя пик на 10 март 2000 г. борсовият индекс NASDAQ надхвърля 5000 пункта.¹⁵ След спукването на технологичния балон загубената стойност на компаниите, листвани на борсата NASDAQ през периода 2000-2002 г., възлиза на 5 трилиона USD.

¹² Имам имот, април 2011, бр. 3, с. 15.

¹³ *О'Брайън, Д.* Изумрудът вече не блести. - Светът през 2011 (издание на “The Economist” и “Капитал”), с. 54.

¹⁴ Докога ще растат цените на жилищата? - Индекс имоти”, февруари-март 2007, бр. 2, с. 102-106.

¹⁵ *Георгиев, А.* Голямото “набълбукване”. - Капитал, 16 април 2011, с. 12.

Пазарната капитализация на тези компании спада от 6.6 на 1.6 трилиона USD.

Що се отнася до жилищата, то за периода 1995-2006 г. за САЩ статистиката отчита 190% повишение на жилищните цени.¹⁶ Според данни на Организация за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) реалният, т.е. след отчитане на инфлацията, ценови ръст на жилищата за периода 1996-2006 г. е, както следва:¹⁷ Ирландия - 188%; Великобритания - 118%; Швеция - 102%; Испания - 101%.

Единната европейска валута – EUR, става причина за необичайно ниски лихвени проценти в някои от държавите-членки на Европейския паричен съюз (ЕПС). Още в процеса на непосредствена подготовка за неговото създаване в началото на 90-те години на XX век възникват предпоставки за т.нар. *кредитен балон*.¹⁸ Цената на кредита в държавите от периферията на ЕПС значително спада поради наличието на имплицитна гаранция, че след присъединяването им техните дългови ценни книжа (съкровищни облигации) ще бъдат почти толкова сигурни, колкото тези на Германия. За десетина години след създаването на единната европейска валута инвеститорите са възприемали държавните ценни книжа (ДЦК) на страните от Еврозоната като идентични по отношение на риска, т.е. доходността им е около тази на бенчмарковите (еталонни) германски ДЦК.

Както Ирландия, така и Испания са членове на Еврозоната още от самото ѝ създаване на 1 януари 1999 г., когато EUR е въведено само като разчетна единица. Тогава в ЕПС членуват 11 държави от ЕС-15. Различията в Европа усложняват процеса на вземане на решение от Европейската централна банка (ЕЦБ) по отношение на основния лихвен процент, който би трябвало да бъде подходящ за всички страни едновременно. През 1999 г. ниските лихви са подходящи за по-бавно развиващи се икономики (като Германия и Франция), но в същото време те подготвят почвата за имотен бум в държави с висока инфлация и растеж (като Испания и Ирландия). Впоследствие на 1 януари 2002 г. се емитират банкноти и монети в EUR, като тогава се извършва пълната и фактическа замяна на националните с новата единна европейска валута. Така създаването на EUR позволява на т.нар. периферни държави в продължение на години да имат достъп до заеман ресурс при много по-ниски лихвени проценти, отколкото фундаменталните показатели на техните икономики позволяват.

Спукването на имотния балон стартира при затягането на монетарните политики в Европа и САЩ след 2005 г. За това допринасят също и по-строгите критерии при отпускане на ипотечни заеми от банките, както и намаляващото потребителско доверие. Кризата с нискокачествените ипотечни заеми в САЩ

¹⁶ Фликенщайн, У., *Фр. Шийхън*. Балоните на Грийнспан. С.: "Сиела", 2009.

¹⁷ Индекс Имоти, април 2008, бр.4, с. 62-63.

¹⁸ *Статеева, Й.* Цит. съч.

(т.нар. Subprime-ипотеки) “отключва” глобална финансова криза, прераснала по-късно в световна рецесия, като острата фаза на кризата започва след 15 септември 2008 г. с фалита на инвестиционната банка “Lehman Brothers”. Стартът на глобалната криза е основно поради секюритизацията – кредиторите обикновено рефинансират бизнеса си с емитиране на ценни книжа, обезпечени с вземанията им по отпуснатите от тях ипотечни заеми. Щатският жилищен ипотечен пазар тогава включва 10.6 трилиона USD заеми, от които около 75% са секюритизирани – предимно от подкрепяните от правителството ипотечни агенции “Fannie Mae” и “Freddie Mac”.

След началото на дълговата криза в Евроразоната в началото на 2010 г., наложената от финансовите пазари дисциплина слага край на огромния приток на капитали в периферните държави от паричния съюз на цена, много по-ниска от икономически оправданата. Цените на заемния капитал, които инвеститорите в ДЦК изискват от периферните държави – емитенти на публичен дълг, започват бързо да се покачват, като кредитните спредове достигат рекордни стойности – в пъти над доходността по бенчмарковите германски ДЦК. При лихвени проценти над 7% годишно, смятани за неустойчиви, правителствата на най-засегнатите държави нямат друг избор освен да се обърнат за финансова помощ към ЕС и МВФ.

Хронология на жилищния балон в Ирландия

Република Ирландия (на ирландски Ейре) е разположена на остров Ирландия, наричан популярно “Зеления остров”, който е с площ 84 000 км². Около 5/6 от територията на острова (68 400 км²) се заемат от Ейре, а останалите 15 600 км² принадлежат на Северна Ирландия (Ълстър) със столица Белфаст, която от своя страна е част от Обединеното кралство на Великобритания и Северна Ирландия.¹⁹ Населението на Република Ирландия възлиза на 4.34 млн. човека (2007 г.), а на столицата Дъблин – 1 018 500. Страната не е гъсто заселена - 60 човека/км² (при 248 съответно за съседна Великобритания). Административно Ирландия е разделена на 4 провинции с 26 графства, а съседен Ълстър - на 6 графства. Официалният език е английският, използва се британската система на мерки и теглилки. Етническата група, населяваща страната, са келтите, близо 96% от населението са католици (за разлика от Северна Ирландия, където те са 750 000 човека от общо 1.6 млн. ълстърци).²⁰

На 6 декември 1921 г. остров Ирландия е разделен на две – католически юг и протестантски север. През 1937 г. Ирландия обявява своята независимост (след близо 1000 години британско господство), а през 1949 г. излиза от Британската общност на нациите и е обявена за република. През 1973 г. се присъединява към ЕС (заедно с Великобритания), а от 1 януари 1999 г. е член на Евроразоната.

¹⁹ НСИ. Статистически справочник. С., 2009, с. 280.

²⁰ Larousse, Т. 8 “Европа и Азия”. С.: ICON, 2003, с. 25-27.

Страната дълго време е била бедна аграрна държава, а емиграцията от нея е била масова. И сега в чужбина живеят повече ирландци, отколкото в страната. След началото на икономическия бум през 90-те години на XX век, когато темпът на растеж на БВП е 2 пъти по-бърз от този на ЕС, тенденцията се обръща – приивдат много трудови мигранти, най-вече от Полша и прибалтийските държави.²¹ През 2007 г. 10% от живеещите в Ирландия са хора, родени извън страната. До кризата от 2008 г. това е страната-членка на ОИСР с най-голям приток на имигранти на човек от населението. Заради бързия си растеж тя е наречена “Келтския тигър” – по аналогия с “азиатските тигри” (Южна Корея, Хонконг, Сингапур и Тайван). Близко 15-годишният икономически бум (до 2007 г.) извежда Ирландия сред водещите световни икономики. При БВП от около 25 млрд. USD през 80-те години на XX век той достига до 270 млрд. USD за 2008 г., което прави по 62 450 USD на човек от населението²² (в Германия тогава този показател е 41 400 USD).²³ За 2007 г. индексът на физическия обем на реалния БВП на човек от населението в Ирландия възлиза на 150 пункта при 100 пункта средно за ЕС-27. Дори и днес показателят за БВП на човек от населението в страната е все още по-висок от този на Германия. Съотношението “публичен дълг/БВП” спада от 90% (1983 г.) на 40% (1999 г.).

По време на ирландския икономически бум имотните пазари стават *силно надценени*. От 1985 до 2006 г. цените на имотите нарастват с цели 250%.²⁴ Основната причина за това е, че през 2008 г. предлагането на кредити се увеличава до 200% от БВП при средно 40% за периода 1975-1994 г. С отчитане на междутрасловите връзки строителният сектор в страната допринася за близо 1/4 от БВП, а около 1/3 от банковите заеми са за строителни проекти. В строителството на острова са ангажирани и множество имигранти, а освен сградно бурно се развива и инфраструктурно (транспортно) строителство, финансирано главно от европейски фондове. През 2004 г. например в Ирландия се строят два пъти по-малко жилища, отколкото в съседна Великобритания, макар че ирландското население е петнадесет пъти по-малко от британското.

Към края на имотния балон ипотечното кредитиране е доста либерализирано. През 2006 г. цели 33% от купувачите на първо жилище в Ирландия не са платили първоначална вноска по отпуснатия им ипотечен заем, т.е. самоучастието им в сделката е нулево. Освен това банките осигуряват и финансиране за *покупки в чужбина* (Испания, Франция, Португалия, България) чрез т. нар. извличане на стойността на имота (equity release).²⁵ При тази финансова схема се ипотекира местен имот (в Ирландия), за да се купи такъв

²¹ Димов, К. Смъртта на “Келтския тигър”. - Геополитика, 2011, бр.2, с. 146-149.

²² Светът през 2008 (издание на “The Economist”), с. 108.

²³ Пак там, с. 107.

²⁴ Узунов, В. Краят на мечтите. - Дневник, 11.10.2010, с. VIII.

²⁵ Ирландците се връщат към познатите пазари. - Индекс Имоти, април-май 2007, бр. 4, с. 92.

извън страната, който обаче не служи като обезпечение пред банката-кредитор. Така ирландците разчитат на това да използват повишаването на стойността на своята собственост в Ирландия, за да финансират покупката на имот в чужбина.

Според управителя на централната банка в Ирландия Патрик Хонохан съществуват две отделни фази в развитието на страната:

- *Първа фаза (преди 1999 г.)*. През този период е характерен силният износ – на високотехнологични стоки, медицинско оборудване, фармацевтични продукти и т.н. Икономическият растеж е воден от европейските грантове, чуждестранните инвестиции и ограниченията в заплащането на труда. Сред основните фактори за успеха на Ирландия са ниският корпоративен данък (12.5% - около половината на този в другите европейски страни), висококвалифицираната англоезична работна сила и подкрепата на правителството за бизнеса.

- *Втора фаза (след 1999 г.)*. Формирането на Еврозоната дава допълнителен тласък на вече процъфтяващата икономика. Заради ниските реални лихвени проценти (в определени периоди те дори са отрицателни) се образуват балони в строителния сектор и недвижимите имоти, придружени от загуба на конкурентоспособност при разходите за труд. Икономиката на Ирландия се отдалечава от промишленото производство към услугите и строителството. Инфлацията повишава потребителските цени до нивата им в Северна Европа. Засилва се и социалното неравенство. По данни на ООН за 2004 г. в това отношение Ирландия отстъпва само на САЩ сред групата на развитите държави.

Съществуват и социокултурни причини за формирането на имотния балон в страната. Причината е, че ирландците в продължение на столетия, когато са британска колония, са лишени от земите си, които са били собственост на управляващата англопротестантска класа. Така към всеобщия оптимизъм и нагласата “този път е различно”, характерни за всеки балон, се добавя и силното желание за притежаване на собствен имот. По данни на Евростат за 2005 г. 77.7% от обитателите на жилища в Ирландия са техни собственици, докато средно за ЕС-25 този дял е 62.7%.²⁶

В крайна сметка най-новата история на Ирландия демонстрира, че всеки продължителен период на негативни реални лихви, както и липсата на коригиращата сила на валутния курс водят до катастрофа.

Краят на ирландското “икономическо чудо”

По поръчение на Националното бюро за икономически изследвания в САЩ в края на 2008 г. е завършено голямо изследване за поуките от предишни финансови и банкови кризи.²⁷ Казано най-общо, негативният растеж на

²⁶ Строителен бизнес, юли 2008, бр. 6, с. 32.

²⁷ Ангелов, И. Поуки от световната икономическа криза. - Ново време март 2011, бр. 3, с. 5-34.

БВП продължава около 2 години. *Цените на жилищата* намаляват (след инфлационна корекция) средно с около 36%, а времето между върха и дъното е 5-6 години. Най-яркият пример за това е *Япония*. През 2008 г. цените на жилищата в шестте най-големи японски града са били средно с 65% по-ниски спрямо 1990 г. (в Токио – със 75%). Преди това през 1985–1990 г. те нарастват близо три пъти. *Цените на акциите* на фондовите пазари пък падат средно с около 55%, а периодът между пик и дъно е 3.5 години. Средното увеличение на безработицата е около 7 процентни пункта, а повишението на правителствения дълг през първите три години след банкова или финансова криза е с 85%.

Специфичното за Ирландия е, че тук в основата на последващата рецесия и дългова криза е главно сривът в строителния сектор и недвижимите имоти. И ако кризата в американската икономика започва със срива в сегмента на високорисковите (Subprime) ипотечи, а в Гърция – поради тежестта на бюджетния дефицит, то в Ирландия базисната причина е огромната експозиция на банковия сектор към сферата на недвижимите имоти. Спукването на ипотечния балон има рецесионен ефект върху цялата икономика.

Ирландската банкова криза (прераснала впоследствие в дългова) е в резултат от впечатляващ срив в обслужването на заемите на голяма група строителни предприемачи.²⁸ Понижението на цените при всички категории недвижими имоти е значително. От пика през 2006 г., когато цената на едно средностатистическо жилище в страната възлиза на 310 831 EUR, стойностите спадат с общо 39.64% до 191 776 EUR (според специализирания уебсайт за имоти Global Property Guide, работещ с национални статистически данни за движението на жилищните цени на 35 държави от цял свят).²⁹ Конкретно за 2010 г. класацията по спад на жилищните цени в света (след отчитане на инфлацията) се води от Ирландия – 11.60% намаление, следвана от Гърция - 9.75% и България - 9.51%. Поевтиняването на имотите, което продължава и сега, обезценява обезпеченията по банковите кредити и така вдига още повече цената, която правителството трябва да плати за спасяването на банковия сектор.

Спадът на цените на т.нар. *бизнес-имоти* (офисни, търговски и индустриални площи) е сходен с този при жилищата. Данните на табл. 2 са на най-престижната в света консултантска компания за имоти “CB Richard Ellis”, чието проучване на инвестиционния пазар за бизнес-имоти в Европа се фокусира върху първокласната недвижима собственост с бизнес-предназначение, т.е. качествени имоти в най-желаните за наемателите местоположения.³⁰

²⁸ Класа, 25.03.2011, с. 11.

²⁹ Пазарът на жилища се съвзема трудно. - Имам имот, април 2011, бр. 3, с. 82-83.

³⁰ Индекс имоти, октомври-ноември 2010, бр. 5, с. 78-82.

Таблица 2

Бизнес-имоти в град Дъблин (2010 г.)

Имотен сегмент	Среден годишен наем (EUR/m ²)	Промяна спрямо пазарния пик от 2007 г. (%)	Наемна доходност (% годишно)	Промяна спрямо доходността от 2007 г. (%)
Първокласни офис площи	376	-44.13	7.25	+3.50
Първокласни търговски площи	2468	-47.50	6.25	+3.75
Първокласни индустриални площи	82	-36.92	9.00	+4.25

На табл. 2 нивото на наемната доходност D (% годишно) се формира по формулата:

$$(1) \quad D = \frac{H \times 100}{C},$$

където C е средната пазарна цена на съответния бизнес имот, а H – брутният годишен доход от наеми на този имот. Изчислената наемна доходност D се отнася до сгради, напълно отдадени под наем с дългосрочни наемни договори.

Земеделската земя също не прави изключение от общата тенденция. Според изследване на британската консултантска компания “Savills” сред страните от ЕС, през 2007 г. най-скъпа е земеделската земя в Ирландия – средно 50 000 EUR за ха.³¹ През 2009 г. обаче спадът е над 50% спрямо пика от 2007 г. и земеделската земя там вече струва средно 23 000 EUR за ха.

Спадането на имотните пазари започва още през 2007 г. След знаковия фалит на “Lehman Brothers” на 15 септември 2008 г., “отключил” острата фаза на световната финансова криза, Ирландия първа в Еврозоната влиза в рецесия – почти 10 години след присъединяването си в паричния съюз. В края на септември 2008 г. правителството има неблагоприятното да обяви, че напълно гарантира (с държавни гаранции за 485 млрд. EUR!) всички депозити в банковата система. *Държавната гаранция за банките* е в размер на около 200% от БВП и цели да се избегне банкова паника, бягство на спестителите и инвеститорите.³² Другата голяма стъпка на правителството е създаването през 2009 г. на т.нар. *лоша банка* – Национална агенция за управление на активи или NAMA (National Asset Management Agency), което се прави в опит да се овладее банковата криза, изтласкала Ирландия до ръба на

³¹ Николов, Х. Треска за земя. - Имам имот, април 2011, бр. 3, с. 26-28.

³² Хансън, С. Разплатата. - Bloomberg Businessweek България, 13-27 декември 2010, с. 42-47.

суверенен фалит. NAMA изкупува необслужвани кредити от банките средно на 1/2 от номиналната им стойност срещу държавни облигации, които могат да се използват като обезпечение при заеми от ЕЦБ.³³ Агенцията управлява и разпродава стотици конфискувани неизплатени офис сгради, хотели и селища на фалирали строителни предприемачи – длъжници на банките. Недвижимите имоти обаче са обезценени и често струват по-малко от остатъчната главница по заема, по който са обезпечени. Най-голяма тежест има спасяването на Anglo-Irish Bank, специализирана в кредитирането на строителни предприемачи – 54% от нейните заеми са с влошено качество, а още 14% са просрочени.

Спасяването на ирландските банки е от държавата, т.е. от всички данъкоплатци. Така вместо загубите на банките да бъдат поети от техните акционери и депозантите, тежестта им е разпръсната сред населението. Шестте най-важни банки в страната са: Anglo-Irish Bank (национализираният банков лидер), Allied Irish Banks, Bank of Ireland, Irish National Building Society, Irish Life & Permanent и Educational Building Society. Спасяването на банките, предоставените икономически стимули и намалените данъчни постъпления разширяват бюджетния дефицит за 2010 г. до астрономическите 32.40% от БВП (при таван от 3% според Маастрихтските критерии за членство в Еврозоната). Публичният дълг на страната също скача рязко – от едва 25% от БВП (2007 г.) през 65.6% (2009 г.) до 96.2% (2010 г.).³⁴ До 2013 г. ирландският публичен дълг може да нарасне до 125% от БВП (според МВФ).

От началото на 2009 г. досега банковата криза струва на държавата 46.3 млрд. EUR – сума, която се равнява на около 28% от ирландския БВП.³⁵ Отделно от това до 28 февруари 2011 г. централната банка е отпуснала 60 млрд. EUR на финансовите институции в страната, а ЕЦБ – 117 млрд. EUR. Ирландия е на път да национализира целия банков сектор, след като стрес тестовете от март 2011 г. разкриват капиталов недостиг на най-големите местни кредитори от 24 млрд. EUR.³⁶ Четири от шестте най-големи банки са вече изцяло или частично национализирани. Ако и сега държавата осигури цялата необходима сума, отпуснатата за банковия сектор помощ може да нарасне до 70 млрд. EUR – повече от 15 000 EUR на човек от населението в Ирландия. Според управителя на централната банка на страната “това ще се окаже една от най-скъпите банкови кризи в историята”.³⁷

Публичният дълг пък, който е свързан основно с банковата криза, би се повишил до 111% от БВП през 2011 г., което допълнително може да понижи кредитния рейтинг на ирландските държавни облигации. През април 2011 г.

³³ Стоянов, Н. Държава с банка на шията. - Капитал, 11.09.2010, с. 52-53.

³⁴ Дневник, 27.04.2011, с. XII.

³⁵ Банкеръ, 02.04.2011, бр. 13, с. 3.

³⁶ Класа, 04.04.2011, с. 12.

³⁷ Дневник, 04.04.2011, с. VIII.

международната агенция "Moody's" понижи рейтинга на суверенния дълг на Ирландия, който преди кризата е AA, до Baa3. Това е само една степен над т.нар. джънк-статус ("Junk" означава "боклук" на английски), а перспективите остават негативни.³⁸ Рейтингът на такива държави е под инвестиционното ниво, което означава, че рискът по техните суверенни облигации е твърде висок. Сред причините за понижаването на ирландския рейтинг "Moody's" посочва по-високите лихви на ЕЦБ и поскъпването на EUR. Според другите големи рейтингови агенции – "Standard&Poors" и "Fitch", кредитният инвестиционен рейтинг на Ирландия е BBB+, което съответства на "умерен риск".

Рекапитулацията след края на ирландския имотен балон

През ноември 2010 г. непрекъснато покачващите се разходи за многократното спасяване на банките принуждават Ирландия спешно да приеме спасителен заем от МВФ и ЕС в размер на 85 млрд. EUR, от които 35 млрд. за бъдещи капиталови инжекции в банките. Непосредствено преди това на облигационните пазари доходността на 10-годишните ирландски държавни облигации достига 9% (при около 3% за германските ДЦК). Ето така в крайна сметка имотният балон довежда до банкова и оттам – до дългова криза, потушена с международен заем.

През последните три години икономиката на "Зеления остров" се свива последователно съответно с 3.5, 7.6 и 0.3%. За 2011 г. МВФ очаква минимален ръст на БВП от 0.5%, което е в рамките на статистическата грешка.³⁹ След началото на кризата над 200 000 ирландци емигрират от страната. Днес всяко ирландско семейство предполагаемо дължи средно 132 000 EUR на банките, цените на жилищата са паднали с 36% спрямо пиковата 2006 г., а безработицата достига 14.6% спрямо предкризисните нива от 4.5% в края на 2007 г.⁴⁰ Според Федерацията на независимите ипотечни съветници в Ирландия сега има 700 000 ипотечи, от които 100 000 са в невъзможност за изплащане, а 1/10 от собствениците на жилищни ипотечи закъсняват с вноските си с поне 3 месеца. Ирландия днес е осеяна с над 2800 "призрачни селища" от незакупени и празни сгради, а общо в страната пустеят над 300 000 незаети жилища (при около 4 млн. население).⁴¹ Очаква се имотите да достигнат предишните си цени не по-рано от 2020 г.⁴²

След 2008 г. се регистрира и шоково свиване на задграничните покупки на недвижими имоти чрез ипотечни заеми от страна на ирландски граждани. Бюджетните рестрикции, наложени за дълги години напред от условията на спасителния заем, могат да вкарат страната в едно "загубено десетилетие".

³⁸ Класа, 18.04.2011, с. 12.

³⁹ Дневник, 13.04.2011, с. VIII.

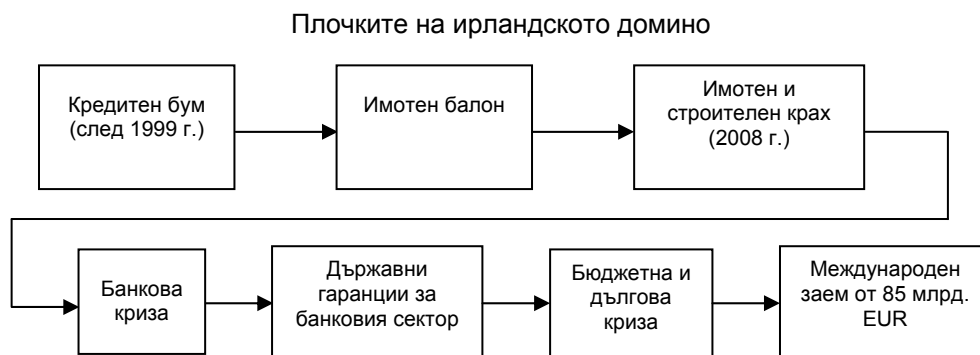
⁴⁰ Хансън, С. Цит. съч.

⁴¹ Дневник, 23.11.2010, с. 8.

⁴² Митев, В. Да гасиш пожар с огън. - Тема, 2010, бр.47, с. 38-40.

Като част от Еврозоната Ирландия (за разлика от САЩ и Великобритания например) не може да девалвира едностранно своята валута, за да облекчи дълговото бреме и да насърчи износа. Необходима ѝ е т.нар. *вътрешна девалвация*, т.е. намаляване на заплатите в публичния сектор и на пенсиите. За да изпълни целите, заложи в международния спасителен план, Ирландия трябва да увеличи данъците и разходните съкращения в бюджета до 2015 г. Дотогава бюджетният дефицит трябва да се свие до 3% от БВП, а правителството трябва да може да се върне на дълговите пазари след 2013 г., когато е крайният срок на спасителната програма.

Фигура



Засилени регулации срещу появата на имотни балони

Очаква се, че след спасяването на Гърция, Ирландия и Португалия, дълговата криза в Еврозоната ще отслаби своя натиск върху единната европейска валута. Периферните държави от групата PIGS отговарят за 17.6% от БВП на Еврозоната (вж. табл. 1):

$$(2) \quad \frac{1\,619\,249 \text{ млн. EUR}}{9\,204\,316 \text{ млн. EUR}} \cdot 100 = 17.6\%$$

Всъщност решаването на непосредствените финансови затруднения на системно значими банкови институции, както и на цели държави, пресъздава проблемите на по-високо равнище – от финансови те се превръщат в политически. Спасяването на трите периферни държави от фалит (подобен на руския от 1998 г. и аржентинския от 2001 г.) предотвратява втора вълна на банковата криза в Европа, тъй като голяма част от държавните облигации на засегнатите страни са в портфейлите на германски, френски и британски банки. Така лидерите на най-влиятелните европейски държави, спасявайки трите разглеждани страни, всъщност спасяват собствените си банки, като по този начин предотвратяват (засега) “отключването” на втора глобална криза с

непредвидими последици. Според члена на борда на ЕЦБ Юрген Щарк “в най-лошия случай реструктуриране на облигациите на държава-членка на Еврозоната ще засенчи последиците от фалита на “Леман брадърс”.⁴³ Спасителните пакети освен това ще позволят на подпомогнатите страни да не се обръщат за твърде скъпо заемно финансиране към дълговите пазари за срок от поне няколко години. Всъщност периферните държави трудно могат да се измъкнат от сегашната ситуация – както с инфлация, която да обезцени дълговете им (защото нямат своя собствена валута), така и с фискални стимули (защото трябва да ограничават двуцифрени бюджетни дефицити). Според Нобеловия лауреат по икономика Робърт Мъндел “Еврозоната ще оцелее със 100% сигурност, макар че не е изключено някои страни да реструктурират дълга си”.⁴⁴ При т.нар. *меко реструктуриране* на публичен дълг се прави разсрочване на падежа на държавните облигации или/и намаляване на лихвените проценти. При т.нар. *твърдо реструктуриране* на дълга следва намаляване на главницата, т.е. отписване на част от дълга (*haircut* или “подстригване” на номинала на държавните облигации). Сега финансовите пазари очакват за Гърция около 50% отписване на дълг.⁴⁵ В този случай кредиторите на страната – френски, германски, холандски, британски и гръцки банки, както и ЕЦБ, ще поемат сериозна част от загубите.

Глобалната криза (2008 г.), която е най-дълбоката рецесия в света от 1945 г. насам, както и дълговата криза в Еврозоната (2010-2011 г.) показват, че формирането и спукването на имотен балон може да изиграе водеща роля за настъпването на рецесия в дадена държава. Най-ярките примери в това отношение са САЩ, Испания и Ирландия. Предотвратяването на имотни балони в бъдеще изисква засилени регулации (най-вече в банковия сектор), и то на глобално и регионално равнище, а не само на ниво национална държава. Логиката на регулациите в икономиката е същата, както на профилактиката в медицината. Известно е, че 1 USD за превенция спестява между 6 и 8 USD от последващо болнично лечение.

В момента 27-те страни-членки на ЕС обсъждат списък от 9 *основни показателя*, които трябва да сигнализират дали дадена държава развива потенциално опасни икономически дисбаланси и така да има навременно предупреждение за задаващи се икономически проблеми.⁴⁶ Това е първата конкретна стъпка към централизиран надзор на икономиките в ЕС, така че да се предотврати повторна криза със суверенните дългове и да се гарантира финансовата стабилност на Еврозоната. Публичните финанси на страните от групата PIGS са разклатени след натрупването на огромни държавни дългове, които днес трудно се обслужват. Причините за тях са различни –

⁴³ Дневник, 12.05.2011, с. X.

⁴⁴ Стоянов, Н. Няма място за старите пари. - Капитал, 14.05.2011, с. 12-13.

⁴⁵ Стоянов, Н. Когато те спасяват, не стачкуваш. - Капитал, 14.05.2011, с. 11.

⁴⁶ Класа, 01.04.2011, с. 12.

балони във финансовия сектор и на имотните пазари (Испания и Ирландия), неразумни социални политики (Гърция) и т.н. Между другото фискалните позиции на почти всички развити страни бързо се влошават. За 2010 г. общият глобален публичен дълг възлиза на 41.1 трилиона USD, или 69% от световния БВП – ръст от 24%, спрямо 33 трилиона USD през 2009 г.⁴⁷ През 2000 г. този дълг е бил 16.5 трилиона USD, или 46% от световния БВП. Може би следващата глобална криза ще е тази на суверенните дългове – по модела на Еврозоната.

Един от обсъжданите 9 показателя са *цените на жилищата* във всяка държава. Индикатор в тази връзка могат да са и прекомерните инвестиции в жилищния сектор, които водят до надценяване на неговия продукт, както и прекаленият ръст на кредитирането в сектора. Показателите са описвани като “макроикономическото контролно табло”, но най-противоречивият въпрос са горната и долната граница за всеки от тях. Ако дадена държава нарушава тези прагови нива, то Европейската комисия (ЕК) ще изготвя пакет от препоръки към нея и тя ще бъде подложена на засилен контрол от евро-експерти. Ако обаче въпросната страна не изпълнява препоръките, ще следват сериозни годишни глоби, определени като процент от нейния БВП.

Успехът на модела с 9-те индикатора за измерване на прекомерни макроикономически дисбаланси се смята за крайъгълен камък на *европейския антикризисен суперплан*. Досега единствените показатели, използвани на ниво ЕС, са таваните за публичен дълг и бюджетен дефицит, които обаче постоянно са надвишавани без никакви негативни последици за държавите-нарушителки. Очаква се подготвяните правила да влязат в сила най-рано през 2016 г. и ще осигурят на ЕС система за ранно предупреждение и механизъм за предотвратяване на балоните.⁴⁸ С тези правила трябва да се допълни действащият Пакт за стабилност и растеж на Еврозоната.

Освен мерки на общоевропейско равнище, предлагани от ЕК, и МВФ, където членуват 187 държави, също обмисля регулации срещу зараждането на балони на жилищните пазари. Тъй като имотните пазари са местни, а финансовите пазари по същество са световни, то Фондът (в свой доклад за глобалната финансова стабилност) предлага регулации за минималните стандарти при жилищното кредитиране.⁴⁹ МВФ обмисля да препоръча на местните регулатори да определят максималното съотношение (например 80%) между размера на ипотечния заем и оценката за стойността на имота, което е показателят LTV. Тези ипотечни заеми, които не отговарят на строгото ограничение за LTV, ще останат опция за заемоискателите, които обаче трябва да купят адекватна ипотечна застраховка. След проучвания на периодите на бум и срив в жилищния сектор и негативния им ефект върху

⁴⁷ Савов, В. Китайската икономика ще забави растежа си. - Мениджър, май 2011, бр.5, с. 128-130.

⁴⁸ Антонов, Ст. Как ще се опази ЕС от нови кризи. - Дневник, 28.03.2011, с. VII.

⁴⁹ Класа, 08.04.2011, с. 12.

икономическия растеж Фондът защитава и необходимостта от таван – освен за LTV, и за съотношението между вноската за обслужване на ипотеката и дохода на длъжника (респ. дохода, генериран от имота при бизнес-сградите). Местните банкови надзорни органи ще трябва да поставят по-висока тежест за капиталов риск на ипотеките, които не покриват изискванията (става дума за изчисляването на коефициента на капиталова адекватност на банките).

Важна стъпка на ниво ЕС е обсъждането от страна на ЕК на *Европейска директива за жилищните ипотечни кредити* по подобие на действащата вече директива за потребителските кредити, приета през 2008 г. В обхвата ѝ са всички заеми за покупка и за обновяване на жилища, при които се учредява ипотека като начин за обезпечаване на кредитора. Проектодирективата цели създаването на единен, конкурентен общ пазар за жилищни кредити, както и защита на потребителите на финансови услуги на общностно равнище.⁵⁰ Ипотеките представляват 70% от задълженията на домакинствата в ЕС през 2008 г. Директивата предвижда *подробни правила* относно:

- стандартната преддоговорна информация, така че потребителите да могат да вземат информирано решение за такъв кредит;
- определянето на лихвения процент и бъдещите му промени, таксите по кредита, годишния процент на разходите (ГПР) и начина му на изчисляване;
- оценка на кредитоспособността на кандидатите за такъв заем;
- правилата за коректна и незаблуждаваща реклама на ипотечните кредити;
- кредитните посредници и т.н.

Макар и твърде късно – след спукването на имотните балони в Ирландия, Испания, трите прибалтийски държави и България, проектодирективата цели да уеднакви (доколкото това е възможно) основните правила на този пазар в ЕС, както и да повиши защитата на заемоскательите от т.нар. хищническо кредитиране. В документите, съпътстващи обсъжданата проектодиректива, изрично се посочва, че безотговорното отношение на компаниите за жилищни заеми към оценката на платежоспособността на клиентите, заблуждаващите реклами и непредоставянето на нужната информация са довели до огромни проблеми на световния и европейските пазари. Затова под надзор ще бъдат поставени всички институции, предоставящи подобни заеми – не само банки, но и лизингови компании и компании-посредници при отпускане на такива кредити.

Засега наказателната такса при предсрочно погасяване на ипотечен кредит, както и едностранната промяна от страна на банката на договорения лихвен процент остават национално решение за всяка държава от ЕС.

Според регулациите на директивата ЕК очаква да намалее броят на хората, които изпаднат в неплатежоспособност, като от това ще бъдат спестени между 1.2 и 1.9 млрд. EUR “лоши” кредити на година.⁵¹ Разбира се,

⁵⁰ Илиева, В. Държавите в ЕС сами ще решават за наказателната лихва. - Дневник, 04.04.2011, с. 7.

⁵¹ Хаджигенчева, П. Европа предложи обща директива и за ипотечните кредити. - Дневник, 01.04.2011, с. 1.

на първо място в това отношение трябва да бъде поставено повишаването на *финансовата грамотност* на хората, което би ги предпазило от неподходящи финансови решения в живота и в бизнеса.

Що се отнася до България, то съгласно присъединителния договор към ЕС страната ни е поела неотменимо задължение да приеме единната европейска валута след устойчивото изпълнение на петте критерия от Маастрихт. Очаква се това да стане не по-рано от 2015 г. Най-важната промяна от бъдещото членство в Еврозоната е, че то би довело до значително по-голям приток на капитали към България в сравнение със сценария за запазване на валутния борд, но без влизане в паричния съюз.⁵² Увеличаването на търговските и капиталовите потоци, естествено следващи влизането ни в общата парична зона, би се дължало основно на факта, че сме най-бедната държава в ЕС и като такава имаме много голям потенциал за настигане. Последното се превежда в доста високи норми на очаквана възвръщаемост в сравнение с останалите страни в Еврозоната при приблизително същите нива на макроикономически риск. Предизвикателството при тази бъдеща ситуация ще бъде предотвратяването на нов строителен и имотен балон у нас след 2015 – 2017 г. - по подобие на Испания и Ирландия след тяхното влизане в Еврозоната.

Приобщаването на относително бедна държава към значително по-богата общност, каквато е Европейският монетарен съюз, е придружавано от догонващ икономически растеж и от конвергенция на цените и доходите, т.е. от инфлация, по-висока от средната. Именно комбинацията от сравнително висока инфлация и относително ниски лихви (днес например Естония има 3.69% годишен процент на разходите по нови ипотечни заеми в EUR, Словакия – 4.88%, а Словения – 3.56%) би била една от основните предпоставки за надценяване в жилищния сектор и бъдещи негативни последици, произтичащи от това.

3.X.2011 г.

⁵² Ганев, Г. Лев или евро. - Forbes, май 2011, бр. 2, с. 44-45.