

ФАКТОРИ, ФОРМИРАЩИ ЦЕНИТЕ НА ЖИЛИЩАТА В БЪЛГАРИЯ

Разгледани са основните фактори, влияещи върху засиленото търсене на жилищни имоти, като главен катализатор на ценовия им ръст. Специално внимание е отделено на значителното нарастване при жилищното ипотечно кредитиране вследствие на все по-изгодните условия по заемите и подобрения капацитет на домакинствата за обслужване на дълг. От съществено значение е и рязко увеличаването се през последните години външно търсене на имоти като двигател на имотния пазар. Анализирани са перспективите пред развитието на жилищния пазар и факторите за бъдещо задържане и евентуален спад на цените на недвижимите имоти в България.

JEL: G21; R21; R31

След 2001 г. в България започнаха процеси на устойчиво повишаване на цените на недвижимите имоти и в частност – на жилищата. Ръстът на жилищните цени за периода 2001 – 2007 г. е средно 243%, като многократно надхвърля инфлацията и ръста на БВП, продължава и досега, макар и с намаляващи вече темпове.¹ Същевременно БВП за същия период е нараснал с 85%, а инфлацията (с натрупване) е 52%. Логично възникват въпроси дали този ръст е обективно обусловен или по-скоро надделяват спекулативните очаквания и прогнози във връзка с присъединяването на страната към ЕС.

Ако разгледаме основните икономически събития в международен план, то 2001 е годината, в която значително се понижиха цените на акциите на най-големите фондови борси (краят на т. нар. dotcom-икономика). Започнаха да се появяват и първите признаци на рецесия в развитите икономики, и то преди събитията от 11 септември 2001 г. В резултат от всичко това и с цел предотвратяване на икономически спад централните банки намалиха драстично основните лихвени проценти до исторически ниски равнища – 1% за USD и 2% за EUR. Същевременно започнаха и процеси на трайно обезценяване на USD спрямо EUR – от около 0.80 USD за 1 EUR (през 2000 г.) до над 1.50 USD за 1 EUR (в началото на 2008 г.). Това доведе до превалутиране на българския жилищен пазар от USD в EUR.

По същото време в България завършиха процесите на приватизация на банковата система, като в резултат от нея над 76% от българските банки вече са собственост на реномирани чуждестранни банкови институции. Намаляващата доходност от операции на фондовите борси и

¹ <http://www.nsi.bg>

от банкови операции в Западна Европа и САЩ пренасочи от страна на банките-майки големи капиталови потоци към Централна и Източна Европа, и в частност – към България. Започнаха процеси на “отваряне” на българските банки към кредитирането “на дребно” – потребителски и жилищни ипотечни заеми. Ръстът на последните беше забележителен – от 153.8 млн. лв. (към края на 2001 г.) тези кредити нараснаха до 5.61 млрд. лв. (към края на 2007 г.),² т.е. над 3548% за период от 7 години! Успоредно със засиления ръст при жилищните заеми започнаха и процеси на осезаемо външно търсене на имоти. То се осъществява от българиемигранти и от чужденци – най-вече англичани и ирландци (за 2007 г. около 90 000 според Българската агенция за инвестиции). Регистрира се и търсене на жилища в резултат от миграцията на населението от по-малките към по-големите населени места и най-вече – към столицата София. Тук трябва да се спомене още навлизането на институционалните инвеститори в сектора на недвижимите имоти – дружества със специална инвестиционна цел, банки, застрахователни компании, пенсионни и инвестиционни фондове и др. По този начин значителният финансов натиск върху пазара на недвижими имоти логично доведе и до съществено покачване на жилищните цени.

Трябва да се каже, че към основните обективни фактори за поскъпване на жилищата, изброени дотук, се прибавиха и *чисто психологически и спекулативни фактори*. По отношение на недвижимите имоти в България се зародиха някои митове, които много добре се вписаха в народопсихологията на българина, традиционно поставящ собствения дом на едно от първите места в ценностната си скала. Към традиционното “имот не се продава” в общественото съзнание се насадиха митовете, че “имотът е най-сигурната инвестиция” и че “цените на имотите ще се изравнят с европейските след 2007 г.”. Последният мит е и най-вреден. Той доведе дотам, че в някои райони на София жилищните цени вече са равни или по-високи, отколкото в Прага и Будапеща – при положение, че там номиналните доходи на населението са около 3-4 пъти по-големи! Едно просто сравнение на средните пазарни цени на квадратен метър жилищна площ в европейските страни би показало, че няма такова понятие като “единни европейски цени”. Тези цени варират от 900 EUR/кв.м. в Истанбул до 11 000 EUR /кв.м. в Лондон, т.е. разликите са в пъти. Основната причина за това е, че жилищата са *международно нетъргуеми стоки*. За тези стоки е невъзможно, трудно или скъпо (например при услугите) да прекосяват националните граници, докато за търгуемите блага (борсовите стоки) това е лесно осъществимо и за тях световните пазари налагат единна цена (например строителните материали).

² <http://www.bnb.bg>

Хиперболизирането на значението на собственото жилище в общественото съзнание (частната собственост при жилищата е 97.0% при средно 65% в ЕС и 68% в САЩ!) беше съчетано с умело подклаждане на нагласи за значително поскъпване в бъдеще от страна на редица брокерски и строителни фирми, банки и медии. Това (заедно с обективните фактори) доведе до нарастване на търсенето на жилища, успоредно с намаляване на предлагането им от страна на продавачите. Поради невъзможността на строителните фирми да предоставят в кратки срокове нови жилища на пазара цените започнаха да се увеличават – типичен случай на самосбъдваща се прогноза! В същото време БНБ не може да се намеси решително, за да спре имотния бум, породен най-вече от ръста на жилищните ипотечни кредити. След въвеждането на валутния борд през 1997 г. централната банка вече не разполага с достатъчно действени инструменти за намеса на пазара – например увеличаване на основния лихвен процент, както това става в развитите страни в подобни случаи.

Жилищните недвижими имоти са особен вид стока, съчетаваща редица икономически и социални функции. От една страна, жилището носи пряка полза на собственика си като средство за подслон, а от друга, е средство за съхраняване на богатството (инструмент за спестяване). То е и потенциален източник на доходи (наеми). Жилището може да служи като обезпечение за получаване на финансиране за различни цели.

Единствената адекватна мярка за стойността на едно благо е неговата пазарна цена, получена в резултат от доброволна конкурентна размяна между информирани и рационално действащи субекти. Цените на жилищните имоти в повечето страни имат пряка връзка с бизнес-цикъла. Трайното им покачване може да служи като индикатор за повишаване на общото благосъстояние и общото платежоспособно търсене в икономиката. Високият процент на частна собственост върху жилищата в България предполага наличие на значителен потенциал за изменение на съвкупното богатство на домакинствата вследствие на промени в цените на имотите.

Динамика на пазара на градски жилища в България

Като страна-членка на Европейския съюз с функционираща пазарна икономика България вече се характеризира с развит пазар на недвижимите имоти. Един от основните показатели, който определя състоянието на този пазар, е броят на осъществените сделки с недвижими имоти в страната, който устойчиво расте след въвеждането на валутния борд през 1997 г. (вж. табл. 1). Ръстът в броя на сделките за периода 1998-2007 г. е 399%.

Таблица 1

Сделки с недвижими имоти

Година	Брой
1998	65 179
1999	90 119
2000	100 317
2001	117 489
2002	121 552
2003	147 417
2004	195 567
2005	239 938
2006	311 581
2007	325 385

Източник. НСИ, www.nsi.bg

От особен интерес за развитието на пазара на недвижимите имоти е изменението на средната цена за 1 кв. м. жилищна площ общо за страната в лева. През последните няколко години у нас успоредно с нарастване броя на сделките се регистрира и голямо поскъпване на недвижимите имоти, и в частност на жилищата. Тези процеси са особено ярко изразени след 2002 г., макар че българската икономика регистрира растеж още след 1997 г. Например за целия период 1997 – 2007 г. номиналният БВП е нараснал над 2.36 пъти, но относително равномерно през 9-те години, докато видимо поскъпване на жилищата се регистрира едва след 2002 г. На табл. 2 е показано изменението по години на средната цена на 1 кв. м. жилищна апартаментна площ средно за 28-те областни градове.

Таблица 2

Година	Цена (лв./кв. м)
2001	318.3
2002	331.9
2003	386.3
2004	540.5
2005	738.0
2006	819.3
2007	1091.2

Източник. НСИ, www.nsi.bg

Вижда се, че за периода 2001-2007 г. нарастването на средната цена на жилищата у нас е 243% - число, значително надхвърлящо ръста на БВП и инфлацията за същия период. Само за 2006 г. България е била третата по поскъпване на жилищата страна в Европа, въпреки че растежът на цените им се забави значително спрямо предходните 24 месеца.³ Проучване на най-авторитетната британска организация на професионалистите в сферата на недвижимите имоти – Кралския институт на лицензираните оценители (Royal Institution of Chartered Surveyors - RICS) показва, че пред нас са само Полша и Дания, а след нас - Естония. Според прегледа на европейските жилищни пазари, който организацията прави ежегодно, в България цените са се повишили с 20% в сравнение с 22% в Дания и 33% в Полша.

Тук е мястото да се отбележат две особености, свързани с изчисляването на общия ценови индекс на жилищата в страната. Добре известно е, че при неговото изчисляване трябва да се прави корекция за промяна в качеството на съответната стока, дори когато разглеждаме хомогенни активи.⁴ При недвижимата собственост този проблем е още по-голям, тъй като в случая няма хомогенност.

Местоположението на имота, както и технологията и качеството на изграждането му са определящи за неговата цена. При недвижимите имоти, където материалите (особено за довършителните работи) се променят бързо, имаме силен ефект на промяната на качеството. В случая общите ценови индекси за пазара на недвижими имоти не правят корекция за промяна в качеството, поради което те надценяват отчасти ръста на цените.

Втората особеност, свързана с изчисляването на общия ценови индекс на жилищата в страната, е, че НСИ отчита данните за жилищните цени от службите по вписванията. Като цени там фигурират както данъчни оценки, така и реално платени суми (най-често при сделки, финансирани с ипотечни заеми). Използваната методика на НСИ с два фактически различни вида стойности по сделките в крайна сметка изкривява достоверността на обявяваните данни за жилищните цени и техния ръст във времето.⁵ Все по-голямото навлизане на ипотечното жилищно кредитиране на имотния пазар води до постепенно "изсветляване" на действителните цени по сделките, от една страна, но и до отчитане на фалшив ръст на пазара, от друга. Така процесите на превръщане на имотните пазари в по-прозрачни структури се проявяват на повърхността като допълнителен ръст на жилищните цени.

Не съвсем достоверните данни за пазарните цени и техния ръст, неотчитащ повишаващото се качество на строителство и "изсветляването" на

³ Българските жилища са трети по поскъпване в Европа. - Строителство Градът, 12.02.2007, с. 46.

⁴ Христов, К. Балони има само в лунапарка. - Капитал, 03.03.2007, с. 25.

⁵ Йотов, Ст. Данъчните оценки и пазарните цени на жилищата в България. - Икономическа мисъл, 2005, N 5, с. 76-77.

пазара, изпращат грешни сигнали към участниците на този пазар, което влияе на тяхното поведение и внася елемент на ирационалност в него. В България повечето сделки са в сянка – има доплащане “под масата”, което не се отразява в нотариалния акт и в статистиката, а това прави пазара непрозрачен. Информацията за реалните цени на сделките и техния периодичен ръст се превръща в монопол на най-големите агенции за недвижими имоти. Например оценителите на имоти, които работят за банките, отпуснащи жилищни кредити срещу ипотека, ползват информация за цените от реално сключени сделки, като заплащат на големите посреднически агенции достъпа до техните бази данни.

Индикатори за наличие на “икономически балон” при жилищата

Значителното поскъпване на жилищните имоти в България за сравнително кратък период поставя въпроса дали това явление е обективно обусловено или е плод на спекулации на пазара. Явлението “икономически балон” (мехур, bubble) се наблюдава тогава, когато в ограничен пазарен сегмент се концентрират прекомерни инвестиции, които покачват цените на търгувания актив. Това от своя страна предизвиква още по-масирани вложения на капитали поради очакването да се достигнат още по-високи цени. Общественият очаквания за бъдещо бързо и устойчиво повишение на жилищните цени са преувеличени, което от своя страна тласка тези цени нагоре – типичен пример за самосбъдваща се прогноза. В такава обстановка купувачите не се разколебават от високите цени на жилищата, предполагайки, че тяхното по-нататъшно бъдещо увеличение ще компенсира вложените от тях средства.

Първият случай на активи-балон – градски имоти в древна Атина, е записан в анализите през 333 г.пр.н.е.⁶ Фазите на всеки икономически балон са следните:

- *мания* - характеризира се с желание за бързи и лесни печалби, което води до ръст на продажбите на жилища и засилено ново строителство. Пазарът на градски жилища в България се намира в края на тази фаза. Цените намаляват темповете си на растеж, броят на издаваните нови разрешения за строеж намалява, а времето за продажба на имот се увеличава. Същевременно купувачите стават все по-претенциозни и не инвестират своите парични средства на всяка цена.

- *паника* – появяват се първите индикации, че пазарът забавя ръста си, което води до начало на разпродажби в жилищния сектор. Пазарът на ваканционни жилища в България е вече в началото на тази фаза. Англичаните и ирландците масово се оттеглят от курортите по Черноморието,

⁶ Хърсев, Е. Икономика на балона. - Сера, 20.06.2005, с. 13.

започнаха разпродажби на хотели на отделни апартаменти, а банките вече не кредитират строителство на нови хотели в свъръхзастроените курортни места. Само в Банско има над 20 000 непродадени жилища, а общо по Черноморието – над 200 000.

- **крах** – балонът се спуква, защото не е измислен вечен финансов двигател. Поради масираните разпродажби цените на имотите започват да спадат, а банките ограничават отпускането на нови жилищни кредити. Някои заематели спират обслужването на отпуснатите им кредити и банките започват продажби на ипотеките имоти, което още повече допринася за спадането на жилищните цени. Получава се “ефектът на доминото” за целия жилищен сектор, което при определени обстоятелства води до фалит на някои от банките-кредитори и разоряване на част от кредитополучателите, а в определени случаи може да доведе до сериозна стагнация в цялата икономика. В смекчена форма всичко това се случва в САЩ от средата на 2007 г. Ипотечният и жилищен срив там заплашва да тласне американската икономика в рецесия – за пръв път след периода 2000-2001 г.

Явлението *спекулация* се дефинира като съществено повишаване на цената на даден актив, но винаги на основата на значително растящ кредит, който финансира неговото закупуване.⁷ “Значително” е такова покачване на цената на актива (в случая жилищен имот), което е поне 2 пъти над процента на общата годишна *инфлация* (измерена по методиката “декември-декември”). Това означава, че ако у нас тя е средно около 4-5% годишно, то нарастване на жилищните цени с повече от 8-10% годишно би трябвало да се сметне за значително, т.е. за проява на спекулация на пазара! Вторият основен критерий за наличие на спекулация в сектора на недвижимите имоти е ръстът на жилищните ипотечни кредити. “Значителен” е този ръст на кредитите, който е поне 2 пъти по-голям от *растежа на БВП* - за България през последните няколко години той е средно около 4.5% годишно. Ето защо годишен ръст на ипотечните заеми над 9% в случая е значителен и е признак за спекулация на жилищния пазар!

И двата основни критерия за наличието на явлението *спекулация* на пазара на недвижимите имоти са удовлетворени към момента в България. Трябва да се каже, че е трудно да се регистрира със сигурност наличието на балон преди факта на неговото спукване, което потвърждава съществуването му. Дори и ако балонът бъде рано регистриран, то предотвратяването му от централната банка (главно чрез рестрикции върху кредитирането) може да доведе до свиване на икономиката. Това обаче е точно резултатът от развитието на балона, който банката се стреми да избегне!

⁷ Петров, К. Хроника на една предизвестена спекулация. - Капитал, 24.14.2004, с. 48 и 49.

Основни фактори, влияещи върху цените на градските жилища в България

Доходи на местните купувачи

Известно е, че след цената доходите на потребителите са вторият основен фактор, влияещ върху търсенето от тяхна страна на дадено благо.

Нарастването на доходите влияе върху пазара на жилища под формата на увеличено платежоспособно търсене от страна на купувачите. Официалната статистика регистрира постоянно увеличение на средната работна заплата (СРЗ), която е най-точният индикатор за доходите на хората. Трябва обаче да се отчита и фактът, че делът на сивата икономика все още е значителен (между 15 и 25% от БВП при европейски нива от около 10-12%) и част от доходите не се регистрират. Ето защо може да се приеме, че фактическата възможност на хората да закупуват недвижими имоти е по-голяма. Друга особеност, която отскоро се отчита от НСИ, е това, че в различните областни градове СРЗ е различна от тази общо за страната. Например за първото тримесечие на 2007 г. тя е 384 лв., докато в София-град е 502 лв.

Доходите на потенциалните купувачи на жилища през последните години изостанаха значително от ръста на жилищните цени независимо от номиналното им нарастване. Повишените цени напълно неутрализираха ефекта от спадащите лихви (до 7-8% годишно) и увеличените срокове за погасяване (до 35 години) при жилищните ипотечни кредити.

Коефициентът за достъпност до средностатистическо жилище (на база доход на средностатистическо домакинство) показва колко средни годишни заплати (преди данъци) "купуват" едно средно жилище. За страните от ЕС този коефициент варира средно между 7 и 9 години.⁸ За България не съществува достатъчно дълъг статистически ред от данни за съотношението "цена жилище спрямо (СРЗ)" (табл. 3).

Таблица 3

Показател	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
СРЗ (лв./год.)	3096	3384	3648	3885	4260	5174
Средна цена на жилищата (лв./кв.м)	331.9	386.3	540.5	738.0	819.3	1091.2
Покупателна сила на СРЗ (кв.м/год.)	9.33	8.76	6.75	5.26	5.20	4.74
Цена жилище към СРЗ (години)*	6.97	7.42	9.63	12.35	12.50	13.71

* Взето е средностатистическо двустайно жилище от 65.00 кв.м.

Вижда се, че освен абсолютната расте и относителната цена на жилищата през годините – от 7 до над 13-годишни СРЗ. По отношение на

⁸ <http://www.properazzy.com>

средните доходи на населението жилищата определено са надценени в този момент. Все пак трябва да се каже, че значителният дял на сивата икономика, както и нерегламентираните доходи и печалби изискват използването и на други индикатори, измерващи *действителния* разполагаем доход на домакинствата в България.

Друг един поглед по въпроса за доходите е колко дни се работи за закупуването на 1 кв. м градска жилищна площ. Като индикатор за доход тук е използван БВП на човек от населението в EUR. Изброените европейски градове са подредени по низходящ ред:⁹

Лондон (Великобритания) – 129 дни;
София (България) – 84 дни;
Париж (Франция) – 47 дни;
Любляна (Словения) – 43 дни;
Мадрид (Испания) – 40 дни;
Амстердам (Холандия) – 32 дни;
Берлин (Германия) – 31 дни;
Виена (Австрия) – 23 дни.

Очакванията на анализаторите и на пазарните участници за бъдещето на имотните пазари се различават. Една, макар и по-малка част твърди, че жилищните цени вече са твърде високи за платежоспособното търсене на домакинствата, а същественото нарастване на строителството в големите градове ще доведе до свръхпредлагане и застои на цените в средно- и дългосрочен план. Другата част от анализаторите залага на оптимизма за дългосрочен ръст на доходите на българите, което неизменно ще повишава жилищните цени. Все пак самият акт на приемане на страната в ЕС на 1.01.2007г. не гарантира запазването на вече постигнатите (или по-високи) ценови равнища, както и не предотвратява рисковете от бъдещ срив на пазара.

За периода 1998-2006 г. средната инфлация в България е около 5.5% годишно, което надвишава тази в най-голямата европейска икономика – германската, с около 4 процентни пункта.¹⁰ Според Евростат за 2005 г. БВП на човек от населението (по стандарт на покупателната способност) е средно 32% от средния БВП на ЕС-25, докато общото ниво на цените на всички потребителски стоки и услуги у нас е 43% от средното за ЕС-25. В средно- и дългосрочен план ръстът на БВП ще е с 4-5% годишно повече от средния в ЕС-25, а инфлацията – с 3-4%. Реалните доходи на населението ще догонват тези в Съюза успоредно с общото ниво на цените. Посоченият процес най-вероятно ще продължи и след присъединяването на страната към икономическия и валутен съюз (Евروزоната) през 2011 – 2012 г., а неговата конкретна скорост ще се определя от скоростта на интегриране на

⁹ Капитал, 9.04.2005, с. 46.

¹⁰ Капитал, 17.02.2007, с. 25.

националния трудов, стоков и капиталов пазар към съответните пазари на ЕС. Инфлацията ще е малко по-висока от тази в Общността поради повишаването на цените в нетъргуемия сектор (вкл. наеми и жилищни цени), административно определяните от правителството цени, хармонизацията на акцизите с минималните им нива в Съюза и ръста на първичните енергоресурси (нефт, газ). Строителният сектор ще продължи да движи индустрията нагоре, а потокът на чуждестранни инвестиции в недвижима собственост ще продължава да влиза в страната.

Достъпност на жилищното ипотечно кредитиране

В средно- и дългосрочен план цените на жилищния пазар при равни други условия се определят от равновесието между търсенето и предлагането на жилища. В краткосрочен план обаче те зависят основно от търсенето, тъй като е нужно време за построяването на нови жилища. Предлагането на новопостроени недвижими имоти реагира с известно закъснение (строителен лаг) на бързи промени в търсенето поради дългия производствен цикъл, строителните регулации и несигурността на инвеститорите дали промените в търсенето са временни или постоянни. Ето защо при постоянно търсене цените на недвижимата собственост неизбежно нарастват, а оттам като вторичен ефект расте и задлъжнялостта на домакинствата. Вътрешното търсене на жилища зависи главно от доходите и спестяванията на населението, както и от достъпността до изгодни ипотечни кредити.

Жилищните цени ще бъдат анализирани от гледна точка на съотношението между погасителната вноска по типичен жилищен ипотечен кредит, отпуснат от българска банка спрямо СРЗ.

Какво се разбира под достъпност на един жилищен заем? Най-общо казано, това е съотношението между погасителната вноска по кредит за покупка на жилище и средния месечен доход на заемателя. Практиката показва, че банките в България изискват това съотношение да бъде от 40% до 60%. В САЩ например има стандартизирани практики в тази насока. Там се допуска вноската спрямо дохода да е до 29% (ако заемателят ползва само жилищен кредит) или до 41% (ако ползва и други кредити).

Нека приемем, че заемателят тегли кредит за покупка на жилище в размер на 70% от цената му, а банката изисква съотношението "вноска – доход" да е до 40%. Изразено като неравенство, това ще изглежда по следния начин:

$$AP = DC \times CRF \leq 0,40 \times СРЗ, \text{ където:}$$

СРЗ е средната работна заплата;

AP - погасителната (анюитетна) вноска по заема;

DC - размерът на заема – 70% от цената на жилището (P);

CRF - факторът за възстановяване на капитала.

Фактори, формиращи цените на жилищата в България

$$CRF = \frac{(1+r)^n \cdot r}{(1+r)^n - 1}, \text{ където:}$$

r е средният лихвен процент по левовите жилищни кредити в страната (според БНБ);

n - броят години за погасяване на заема.

Приемаме следните стойности на величините: $CP3 = 474$ лв./мес. (декември 2007г.); $r = 8.03\%$ годишно (януари 2008г.); $n = 35$ год. (максимален срок за България). Заместваме и получаваме:

$$0.70 \times P \times \frac{(1 + 0.0803)^{35} \cdot 0.0803}{(1 + 0.0803)^{35} - 1} \leq 0.40 \times 474 \times 12$$

$$P \leq 37\,766 \text{ лв.}$$

Ако приемем, че средната застроена площ на българското жилище е 65 кв.м, то тогава цената не трябва да надхвърля 581 лв./кв.м. В същото време по данни на НСИ средната пазарна цена на жилищата в България през 2007 г. е 1091.2 лв./кв.м. Това означава, че от гледна точка на поносимост спрямо $CP3$ за плащане на погасителни вноски по жилищен заем жилищата в България са надценени – в случая с 87.8%.

Тук трябва да повторим, че доходите у нас реално са по-високи заради големия дял на сивата икономика и доплащането “на ръка”, което съществува в много частни фирми.

Възниква основателният въпрос дали е оправдано от финансова гледна точка създаването на финансов пасив от купувача на жилище – ипотеката върху него, след като разходите по обслужване на този пасив не са съизмерени с доходите от наемен труд. Ако заместим отново, ще получим:

$$AP = 0.70 \times 65 \times 1091.2 \times \frac{(1 + 0.0803)^{35} \cdot 0.0803}{(1 + 0.0803)^{35} - 1} = 4273 \text{ лв./год.}$$

Така изчислената погасителна вноска от 4273 лв./год. представлява 75.1% от $CP3$ – стойност, надхвърляща разумните 40%.

Трябва да се каже, че въпреки големия дял, който заемат погасителните вноски в сравнение със средните доходи, ръстът на вътрешното търсене на жилища се движи основно от купувачи с доходи над средните, използващи банкови кредити. По данни на ипотечния посредник “Кредит център” подходящият профил на жилищните кредитополучатели е следният (януари 2008г.): с месечен доход на домакинство до 750 лв. – 18%; от 750 до 1500 лв. – 44%; от 1500 до 2500 лв. – 27% и над 2500 лв. – 11%. От своя страна растежът на кредита изпреварва повишаването на текущите доходи, т.е. клиентите разчитат на бъдещ доход. Оптимизмът за увеличаване на бъдещите доходи пък се основава на макроикономическата и политическата стабилност, доброто развитие на трудовия пазар, икономическия растеж, увеличаването на инвестициите и на притока от външни капитали в страната.

Жилищното ипотечно кредитиране ще продължава да расте и в бъдеще поради високата му доходност за банките-кредитори. Сега лихвите по жилищните заеми са около 7-8% годишно и едва ли ще се понижат значително в бъдеще, докато в страните от ЕС те се движат между 4.5% и 6%. Към февруари 2008 г. основният лихвен процент за EUR е 4%, за USD – 3%, а за GBP – 5.25%. Все още нивата на задлъжнялост на българските домакинства са сравнително ниски. Задлъжнялостта на домакинствата към банковата система продължава да нараства, като съотношението дълг към БВП е 18% - доста по-ниско ниво от средното за Евроразоната (54%). Още по-показателно е съотношението задлъжнялост на домакинствата спрямо годишния им доход. За България то е около 48% (според изследователската компания "Industry Watch"), докато в Евроразоната то е 90%, в САЩ – 120%, а във Великобритания – 140%. Ниска е и степента на "проникване" на жилищното кредитиране – дялът му спрямо БВП е около 10%, докато средно за ЕС той е 40%. Възходящата тенденция на този показател обаче означава, че все по-голяма част от доходите на домакинствата ще се пренасочва към обслужване на дълга, намалявайки по този начин разходите за потребление.

Може да се направи заключение, че основният фактор за продължителния растеж на цените на имотите в България е промяната в търсенето им вследствие на нарасналия капацитет за обслужване на дълг и по-голямата достъпност до кредит. Нарасналият капацитет за обслужване на дълг се определя от тенденцията към намаление на номиналните лихвени проценти вследствие едноцифрените темпове на инфлация след въвеждането на валутния борд и стабилизирането на инфлационните очаквания. По-голямата достъпност на кредита се определя от приватизацията на банковия сектор, либерализацията на движението на капитали и последващите финансови иновации, които дават достъп на по-голям брой домакинства до финансиране. Значителното съкращаване на лихвените проценти е в основата на нарасналата склонност на домакинствата да инвестират в имоти чрез натрупването на дълг.

Наемна доходност от градски жилища

Основен ценообразуващ фактор при жилищните имоти е какви доходи (наеми) е в състояние да генерира един имот. Първо трябва да е налице платежоспособно търсене за наемане на недвижими имоти, което от своя страна ще даде отражение върху цените им. Например скокът на цените на жилищата в Прага и Будапеща беше предшестван от значително покачване на наемите в тези градове вследствие на големия приток на инвестиции отвън, което доведе масово чуждестранни специалисти, готови да плащат почти западни наеми. Чуждите инвестиции генерираха доходи и за местните специалисти, които създадоха допълнителен натиск върху наемите. Всичко това обоснова увеличението на жилищните цени.

В това отношение ситуацията у нас е различна. Наемите остават сравнително постоянни заради застоя в реалните доходи на населението, докато цените на жилищата растат. Разкъсването на връзката “цена – наем” е един от най-категоричните показатели за формирането на спекулативен балон при жилищата в България. Сега брутната наемна доходност r (годишен брутен наем R спрямо пазарната цена P) от инвестиция в градско жилище варира от 5 до 7% годишно, докато през 2003 г. тя е била 7 - 9%.¹¹ Брутна доходност означава, че от наема не са приспаднати разходите по управление на имота от страна на собственика му (средно около 20%), както и данъците върху дохода. Такива разходи са: текущите ремонти; имуществените данъци, такси и застраховки; комуналните разходи; разходите по управление на имота; рискована премия за незаеетост. Що се отнася до данъка върху дохода от наем, той зависи от юридическия статус на собственика – местен или чуждестранен, физическо или юридическо лице.

Общоприетото правило при зрелите инвестиционни пазари на имоти е, че цената на един имот се “откупува” със 100-120 месечни наема, т.е. за 8-10 години.¹² В случая величината “срок на откупуване” (PBP – Pay Back Period) е реципрочна на брутната наемна доходност r :

$$PBP = \frac{1}{r} = \frac{P}{R} \text{ [год.]}$$

Брутна наемна доходност от средно 6% годишно означава, че “откупуването” на такъв имот става за 16.6 години с 200 месечни наема. За сравнение – в Западна Европа доходността е 4-6% годишно, но там рисковете на жилищните пазари са по-малки. Тук трябва да се уточни, че показателят PBP не отчита фактора време, но така показаният статичен модел на изчисляване на PBP е широко възприет за първоначална инвестиционна оценка на доходоносни жилища в развитите държави. В случая имплицитно е прието допускането, че номиналните доходи от наем ще растат във времето така, че дисконтираната (осъвременената) им стойност ще бъде равна на сегашния размер на наема.

Брутната наемна доходност при градските жилища (6% годишно) е по-малка от средния лихвен процент по дългосрочните жилищни ипотечни кредити в лева, който сега е 8.03% годишно. При всички тези сравнения се вижда, че от гледна точка на наемите цените на градските жилища са надценени – доходност от 6% годишно е характерна за по-развитите пазари с по-малък риск (например за страните от ЦИЕ). В същото време наемният пазар на градски жилища у нас е много малък, тъй като 97.0% от тях са частна собственост, а 90% от собствениците им ги обитават (живеят в тях). Към слабия наем пазар трябва да се прибавят и недостатъчната защита на

¹¹ [http:// www.imot.bg](http://www.imot.bg)

¹² Йотов, Ст. Възвръщаемост от инвестиции в недвижими имоти в България. - Икономическа мисъл, 2006, N 4, с. 104 – 118

правото на собственост и спазването на договорите, както и слабата наемна култура на населението – все обстоятелства, изискващи по-висока рискована премия в брутната наемна доходност, т.е. по-ниски пазарни цени на жилищата! Показателен за всичко това е и фактът, че част от новозакупените жилища не се обитават и същевременно не се отдават под наем, а се чака бъдещо увеличение на цената им и последваща препродажба!

Външно търсене на жилищни имоти

То се формира от: български емигранти, трайно живеещи и генериращи доходи извън България; западноевропейски пенсионери, които не могат да живеят прилично с доходите си в собствената им страна; чуждестранни спекуланти, купувачи основно заради потенциалната капиталова печалба; западни купувачи на жилища тип “втори дом” (англичани, ирландци, руснаци, гърци, от Близкия изток и т.н). Общото е, че външното търсене на жилищни недвижими имоти се генерира от доход, който не е създаден от местната икономика.

Трябва да се подчертае, че важен източник за финансиране покупката на имот са парите, изпращани от българските емигранти обратно в страната. Официалните данни (на БНБ и НСИ) показват, че тези трансфери представляват вторият по големина поток след преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ). Паричните трансфери от емигранти към България през 2001 - 2007 г. са в размер на 6.16 млрд. EUR, което е около 30% спрямо ПЧИ за периода. Предполага се, че размерът на емигрантските пари е още по-голям от официално обявения, тъй като една част от тях въобще не се обхващат от статистиката. На практика тук не влизат парите, трансферирани през Western Union, Money Gram или пренасяни на ръка. Според наблюдения на брокери до 10% от покупките на новопостроени жилища в най-атрактивните райони са финансирани с подобни средства.

Вложенията на чуждестранни инвеститори в имоти, вкл. покупките на индивидуални жилища, са един от основните двигатели на пазара на недвижими имоти в България (вж. табл. 4.).

Таблица 4

Година	Чуждестранни инвестиции в имоти (млн. EUR)
2001	13.4
2002	67.2
2003	163.1
2004	225.3
2005	464.1
2006	1204.9

Източник. БНБ, <http://www.bnb.bg>

Към края на 2006 г. чуждестранните инвестиции в операции с недвижими имоти са 30.2% от всички ПЧИ през годината.¹³ Жилищата, бизнес-имотите (офиси и магазини) и терените изпреварват инвестициите в доскоро водещите сектори преработваща промишленост (776.6 млн. EUR) и финансово посредничество (627.2 млн. EUR). Те нарастват над 2.5 пъти спрямо 2005 г., повече от 5 пъти спрямо 2004 г. и около 90 пъти спрямо 2001 г.! Чужденци купуват основно в курортните комплекси по Черноморието – областите Бургас, Варна и Добрич, като по този начин стимулират продължаващия бум в строителството на жилищни сгради и ваканционни жилища тип “втори дом”. Покупки се осъществяват и в Смолянска и Благоевградска област, където са основните зимни курорти Пампорово и Банско. Междувременно десетки английски семейства купиха селски къщи в райони като Великотърновския с цел да живеят в тях. Все повече от купувачите и от корпоративните инвеститори се ориентират към големи градове като София, Варна и Пловдив, където строят жилищни комплекси за продажба или купуват апартаменти за отдаване под наем на представители на чуждестранната общност.

Нека разгледаме пазара на *ваканционни жилища от типа “втори дом”*. Това са апартаменти, къщи и вили за сезонно ползване, разположени основно по Черноморието и планинските курорти. За туристическа страна като България ваканционните имоти формират важен сегмент на жилищния пазар. За разлика от градските жилища обаче те са продукт, предназначен “за износ” – търсенето на такива имоти е предимно от чужденци. Този сегмент е под влияние на глобализацията, докато пазарът на градски жилища е преимуществено местен. Цените на ваканционните недвижими имоти в абсолютно изражение все още са по-ниски от тези по други крайбрежия в Южна Европа – Испания, Португалия, Италия, Южна Франция, Гърция, Черна Гора, Хърватия, Турция, Малта и Кипър. Според агенциите за недвижими имоти тези цени ще продължават да нарастват до момента, в който не се изравнят със съответните в главните туристически конкуренти на България.¹⁴

Основните стимули за чуждестранните купувачи в този пазарен сегмент са все още ниските цени на имотите, ниският жизнен стандарт у нас, както и красивата природа и благоприятният климат. България може да стане по-достъпна за чуждестранните инвеститори след навлизането на нискотарифните авиокомпаниии. Очаква се това да доведе до повишаване на цените на жилищата тип “втори дом” и постепенното им доближаване до тези в конкурентните туристически дестинации.

Проблемите в пазарния сегмент на жилищата “втори дом” са:

¹³ Покупки от чужденци движат пазара на недвижима собственост. - Строителство Градът, 5.03.2007, с. 48.

¹⁴ Ленкова, Б. Ръст на цените на жилищата до 10%. - Капитал, 24.12.2004, с. 47.

- остаряла инфраструктура – пътна, електроснабдителна, ВиК мрежи, пречиствателни станции;
- ниско качество на услугите – все още не са добре развити управлението на собствеността (property management) и управлението на отдаването под наем (rental management);
- еднотипно презастрояване (особено по Черноморието), еkleктика и изчерпване на природните ресурси;
- основният тип туристи са нискодоходни;
- не съществува възможност за ипотечни заеми на чужденци от български банки;
- редки самолетни полети до страната – само няколко пъти в седмицата до основните черноморски курорти (за разлика от Испания – по няколко полета на ден);
- кратък летен сезон по Черноморието – около 2-3 месеца.

Външното търсене на недвижими имоти в България се осъществява най-вече от англичани и ирландци, които имат дългогодишни традиции в инвестирането в недвижима собственост. Високите цени на жилищата във Великобритания през последните 6-7 години и исторически ниските лихвени проценти доведоха до евтино ипотечно финансиране на собствениците им от банките. Това предизвика допълнително търсене най-вече на ваканционни жилища извън Великобритания.

Ваканционните апартаменти са изцяло завършени и с пълно обзавеждане. За тях се предлага услугата “управление” – отдаване под наем през неактивния сезон чрез туроператори, както и поддръжка на собствеността и общите части срещу заплащане на такса за управление. Като сегмент от пазара тези недвижими имоти зад граница са подложени на изключителна конкуренция в международен план за разлика от сегмента на градските жилища. Освен в регионален, конкуренцията тук е и в глобален план – например от страна на Франция, Италия, Египет, Дубай, Австралия, щата Флорида, Нова Зеландия и т.н. Единствената категория купувачи, за която покупката на жилищен имот е изгодна и евтина (по техните стандарти), са чужденците, придобиващи имот за живеене.

*

С оглед на всичко казано дотук може категорично да се твърди, че цените на градските жилища в България на този етап са спекулативно високи. Практиката на банките показва, че ипотечните жилищни заеми са привилегия на високодоходните групи от населението, а работещите със средни доходи практически са “изхвърлени” от жилищния пазар. Достигнатите през 2007 г. средни пазарни цени на жилищата (1091.2 лв./кв.м) са несъразмерно високи спрямо:

Фактори, формиращи цените на жилищата в България

- *средната годишна работна заплата* – “надценката” в цените е около 75% (8-годишни СРЗ в ЕС “купуват” средно жилище у нас спрямо 14 в България);

- *средната погасителна вноска* – “надценката” в цените е около 90% (тази вноска у нас е 75% от СРЗ при нормално съотношение до 40%);

- *средната наемна доходност* – “надценката” в цените е поне 33% (в България тази доходност е 6% при около 8% ипотечна лихва);

- *средната строителна себестойност* – “надценката” в цените е поне 90% (себестойността на 1 кв. м жилищна площ – без земята и ДДС, е около 550 лв. според “Industry Watch”).

На практика “надценката” в жилищните цени е още по-голяма, тъй като статистиката не отчита в пълна степен реалностите на пазара (заради споменатите вече данъчни оценки на имотите и т.н.).

Еднократният ефект на покачване на жилищните цени след 6-7-годишен застой до 2002 г. изглежда до голяма степен вече изчерпан. Това предполага в бъдеще *стабилизиране* на средните цени на текущите им нива (и дори лек спад). Най-същественният фактор за успокояване на пазара ще бъде новото жилищно строителство, което ще балансира все още голямото търсене. Намалването на наемната възвръщаемост от инвестиции в градски и ваканционни жилища е една от основните причини, която ще възпира ръста на техните цени. Наемната доходност сега е спаднала до нива, по-ниски от ипотечните лихви, което обезсмисля инвестициите в жилища. Освен наемите доходите са другият ограничител пред поскъпването на жилищните имоти.

Увеличаването на прозрачността на жилищния пазар ще допринесе за намаляване на спекулациите с цените на имотите. Сега участниците в сделките укриват постигнатата цена с цел избягване плащането на данък при прехвърлянето на имота. По този начин обаче се формират очаквания, които могат да бъдат много различни и в двете посоки. В момента липсата на достоверен и общодостъпен източник за реалните цени на имотите допринася за спекулациите на пазара. Отрезвяването, което ще настъпи, ще доведе до отчетливо *сегментиране* на пазара на градски жилища на нисък, среден и луксозен (според района и качеството). Няма да има тотално поскъпване на всички типове жилища, както досега. Побърз растеж (но не повече от 10-12% годишно) ще отчетат имотите с качества над средните, докато при панелните и ЕПК жилища в кварталите ще има застой или спад. Ще се засилва и диференциацията в търсенето на жилища от страна на купувачите. Ще продължава повишаването на цените на жилищата тип “втори дом”, тъй като техният пазар е глобализиран за разлика от този на градски жилища, който е предимно местен. Най-вероятно подобни жилища ще поскъпват до изравняване на цените им с цените на сходни по географска ширина туристически

дестинации. Късният етап на спекулацията съвпада с крайния етап на нормализация на жилищния пазар в страната. Ето защо имотните инвестиции в късния етап на спекулацията ще доведат до загуби.

Съдейки по историческата равностметка, цените на жилищата следват тенденцията да спадат на местно ниво, като вероятността това да се случи на национално равнище е малка. С голяма степен на сигурност може да се каже, че не съществува риск от срутване ("твърдо" приземяване) на жилищния пазар. Основната причина за това е, че около 70% от новостроящите се жилища се капарират предварително от клиентите при определена в договор цена на квадратен метър (в началото на строителството цените са значително по-ниски). Задържането на цените на първичния жилищен пазар (новото строителство) ще задържи и цените на вторичния (употребяваните жилища). Всичко това би трябвало да омекоти макроикономическото въздействие на евентуалното спукване на сапунения мехур при жилищата. С други думи, може да се очаква "меко" приземяване на пазара на жилищни имоти в България. Относително равновесното състояние на пазара ще бъде реалност може би през първата половина на 2009 г.

19.XII.2007 г.