

МЕХАНІЗМИ ВИНИКНЕННЯ, ПОТЕНЦІЙНІ НАСЛІДКИ І ЗАСОБИ ДЕМОНТАЖУ „БУЛЬБАШКИ” НА УКРАЇНСЬКОМУ РИНКУ НЕРУХОМОСТІ

Вступ. Порівнюючи з практикою зарубіжних країн [22, р. 35–36; 25, р. 53–54], вартість української нерухомості завищено за обома критеріями: 1) „житло/заробітна плата” і 2) „житло/рента”. Стрімке подорожчання вітчизняної нерухомості значно випереджує динаміку зростання ВВП і заробітної плати, маючи всі ознаки спекулятивної „бульбашки”. Однією з причин може бути зниження процентної ставки, як це притаманно промисловим країнам [22, р. 35–36], або проблеми із збільшенням пропозиції житла (недостатні будівельні потужності, відсутність комунальних мереж), як це визнається для економіки Росії [10]. Віце-прем’єр-міністр В. Рибак погоджується, що квартири у Києві дорожчі, ніж у Лондоні чи Парижі, а засоби їх здешевлення вбачає виключно у збільшенні пропозиції житла та оподаткуванні спекулятивних операцій з нерухомістю. З-поміж чинників, що заважають притоку інвестицій на ринок будівництва житла називаються: проблема статусу земельних ділянок, зростання норми відрахувань і компенсацій для міста, складність отримання дозволів і узгоджень [4]. Водночас ні зростання ВВП, ні низькі процентні ставки, ні проблеми з будівництвом не могли самостійно зумовити значне подорожчання житла з 1997 р. у більшості промислових країн¹, хоча за останні 30 років вартість житла зростала з темпом 1,75% на рік, що приблизно відповідало динаміці зростання ВВП і доходу на душу населення [20, р. 74–76]. Співпадіння довгострокової динаміки вартості нерухомості та фундаментальних чинників означає, що надмірне локальне підвищення цін на нерухомість коригується наступним їх зниженням. З-поміж інших причин подорожчання нерухомості може бути наслідком цінової інерції, збільшення обсягів кредитування, зростання фондового ринку чи збільшення населення, приміром за рахунок міграції [22, р. 36]. Все більшого поширення набуває придбання нерухомості для проживання за кордоном чи як інвестиційного активу з метою перепродажу на старості або значно раніше — із спекулятивною метою [9].

¹ Протягом 1997–2006 рр. вартість нерухомості зросла у ПАР на 299%, Ірландії — 231%, Великобританії — 176%, Іспанії — 165%, Австралії — 119%, Франції — 115%, Швеції — 109%, США — 80%, Нідерландах — 86%, Італії — 81%, тоді як в Німеччині ціни знизилися на 1%, а в Японії і Гонконгу відповідно на 31 і 43% [21, р. 84]. У сусідній Росії московська квартира, що у 2003 р. коштувала \$60 тис., в 2006 р. подорожчала до \$500 тис. [24, р. 25]. Вартість російської столичної нерухомості подвоїлася упродовж одного лише 2005 р.

Тоді як помірковане підвищення цін на нерухомість може бути наслідком економічного зростання і посилювати його амплітуду через збільшення приватного споживання (ефект добробуту) та інвестицій чи поліпшення якості банківської застави [23, р. 12; 26, р. 14]², надмірне подорожчання нерухомості приносить більше шкоди, ніж вигод. Це провокує „омертвіння” капіталу, спотворює інвестиційні пріоритети, зменшує добробут бідніших прошарків населення, створює перешкоди для гнучкості ринку праці, погіршує якість довгострокового зростання. Якщо керована нисхідна корекція цін на нерухомість загрожує щонайбільше сповільненням динаміки економічного зростання, то некероване „обвальне” падіння цін здатне дестабілізувати фінансовий сектор і зумовити тривалий спад виробництва, як це трапилося з початку 1990-х років у Японії чи (меншою мірою) Скандинавських країнах. Чим більшим є завищення цін на нерухомість, тим відчутнішими стають наслідки їх корекції у бік зниження [23, р. 12]³. Інвестори схильні позбуватися нерухомості при перших ознаках несприятливої ситуації, тим самим сприяючи розгойдуванню маятника цін [9]. В Австралії після сповільнення зростання цін на нерухомість з 20 до 0,4% приріст обсягів роздрібної торгівлі скоротився з 8 до 1,8%, а приріст ВВП знизився удвічі — до 1,8%.

Можна погодитися, що в разі подальшого зростання українських цін навіть поступове коригування цін у бік зниження загрожує нестабільністю фінансового сектора загалом і обмінного курсу зокрема, сповільненням динаміки економічного зростання [5]. Хоча ймовірність цінової корекції підвищується назрілим подорожчанням житлово-комунальних послуг, з метою надійного (і керованого) зниження цін на нерухомість необхідно прискорити запровадження податку на нерухомість, а також обмежити надання банківських кредитів, передусім в іноземній валюті (супутнє гальмування інфляції матиме додатковий сприятливий ефект). Підвищення процентної ставки стало засо-

² Якщо за умов переконливого економічного зростання збільшення доходу вважається перманентним, то відповідно збільшуються видатки споживачів, включно з придбанням нерухомості. Надмірно оптимістичні очікування спричиняють „переліт” цін, який згодом коригується в бік зниження. Приміром, таке спостерігалось у США зі середини 1990-х років [23, р. 12; 25, р. 53—54]. Упродовж 1997—2005 рр. вартість нерухомості подвоїлася, що стимулювало приватне споживання та інвестиції, а відповідно — вело до зростання ВВП. Проте із осені 2005 р. ціни на нерухомість практично не зростають.

³ Навіть у випадку цілком безпечного керованого здешевлення нерухомості перехід до нисхідної динаміки цін може бути дуже контрастним. У вересні 2005 р. середня ціна американської нерухомості зросла на 17%, однак вже через рік подорожчання припинилося, а в реальному вимірі (з врахуванням інфляції) ціни навіть знизилися [23, р. 12].

бом гальмування цін на нерухомість в Австралії і Великобританії; зараз подібне відбувається у США [9].

Попри високу актуальність проблеми та її важливість для питань економічної безпеки, у вітчизняній літературі бракує цілісного опрацювання логіки відповідних механізмів та шляхів нейтралізації стрімкої висхідної цінової тенденції на ринку нерухомості. Нижче нами послідовно розглянуто особливості підвищення цін на нерухомість в Україні, наведено теоретичні аргументи щодо фундаментальних чинників вартості нерухомості та проведено їх актуалізацію для конкретного випадку вітчизняної економіки. Основний висновок полягає у тому, що вартість української нерухомості завищено внаслідок відсутності податку на нерухомість, заниженої вартості житлово-комунальних послуг та надмірного кредитування фізичних осіб під заставу нерухомості. Розрахунки показують, що оподаткування нерухомості на рівні 1–2% цілком достатньо для зниження вартості житла не третину.

Загальні механізми цінової „бульбашки”. Протягом 2002–06 рр. вартість житла у Києві та найбільших обласних центрах зростає щонайменше вчетверо⁴. За цей час ВВП збільшився всього на 40%, а середня заробітна плата — з 376 до 1026 грн. (або із \$71 до \$210). Очевидно, що обидва фундаментальні економічні чинники — динаміка ВВП і заробітна плата — не надають підстав для такого стрімкого подорожчання нерухомості. Певний зв'язок між зростанням ВВП і подорожчанням нерухомості можна припустити для 2003–04 рр., однак прогресуюче підвищення цін в 2005 р. виглядає нелогічним, навіть з врахуванням вищих доходів населення чи надходжень від працюючих за кордоном. В сусідній Польщі середня заробітна плата вчетверо вища, проте вартість житла у Варшаві чи Кракові не перевищує її вартості у Києві чи Львові. У США за \$150 тис. можна придбати цілком пристойний котедж площею 200 кв. м, в який можна відразу в'їжджати і обживати; середня вартість 1 кв. м нерухомості перебуває у межах від \$750 до \$1800 [13]. Для порівняння: якщо на початку 2005 р. вартість одного кв. м київської нерухомості коливалася у межах від \$500 до \$800, то через рік сягнула \$1500–2000 [4]. Спекулятивні настрої настільки сильні, що навіть скандал з групою „Еліта-центр” не мав вирішального впливу на цінову динаміку.

⁴ Якщо у Львові в січні 2002 р. стандартна двокімнатна квартира площею 45 кв. м в районі забудови 1970-х років (вулиці Володимира Великого і Наукова) коштувала максимум \$11–12 тис., то у вересні 2006 р. — вже \$45 тис. У січні 2002 р. квартиру площею 96 кв. м в районі київського автовокзалу можна було придбати за \$24 тис., а сьогодні її вартість перевищує \$120 тис.

Стандартні критерії засвідчують завищену вартість української нерухомості. Якщо порівняти вартість умовної середньої квартири площею 55—60 кв. м (\$60 тис.) із середньою річною заробітною платою (\$2,5 тис.), то відповідне співвідношення становить 24. Для порівняння: у США ознакою „перегріву” ринку нерухомості вважається збільшення цього співвідношення до заледве 3,8 [25, р. 53]. З іншого боку, вартість річної ренти зазначеної середньої української квартири перебуває у межах \$2,5 тис., що менше річного доходу на валютний депозит вартістю \$60 тис. (останнім часом їх доходність перебуває у межах 7—8% річних). Зроблені розрахунки дозволяють запідозрити не звичайний „перегрів” ринку нерухомості, який супроводжує цикл ділової активності, а спекулятивну „бульбашку”, що відбиває вагомі структурні деформації і може мати відчутні деструктивні наслідки.

У звичних координатах попиту і пропозиції основні причинно-наслідкові механізми представлено на рис. 1. Ключовим для розуміння вітчизняної „бульбашки” видається інвестиційний „сигнал”, який не має безпосереднього стосунку до звичної в таких випадках причини — прискороного економічного зростання та підвищення доходів населення⁵. Виглядає на те, що початковий імпульс для стрімкого підвищення цін на

⁵ У практиці промислових країн „бульбашку” зазвичай створюють перебільшені очікування майбутнього економічного зростання, як це сталося в Японії і Скандинавських країнах наприкінці 1980-х років. Водночас цілком нормальним вважається подорожчання нерухомості, яке пропорційно відбиває динаміку економічного зростання.

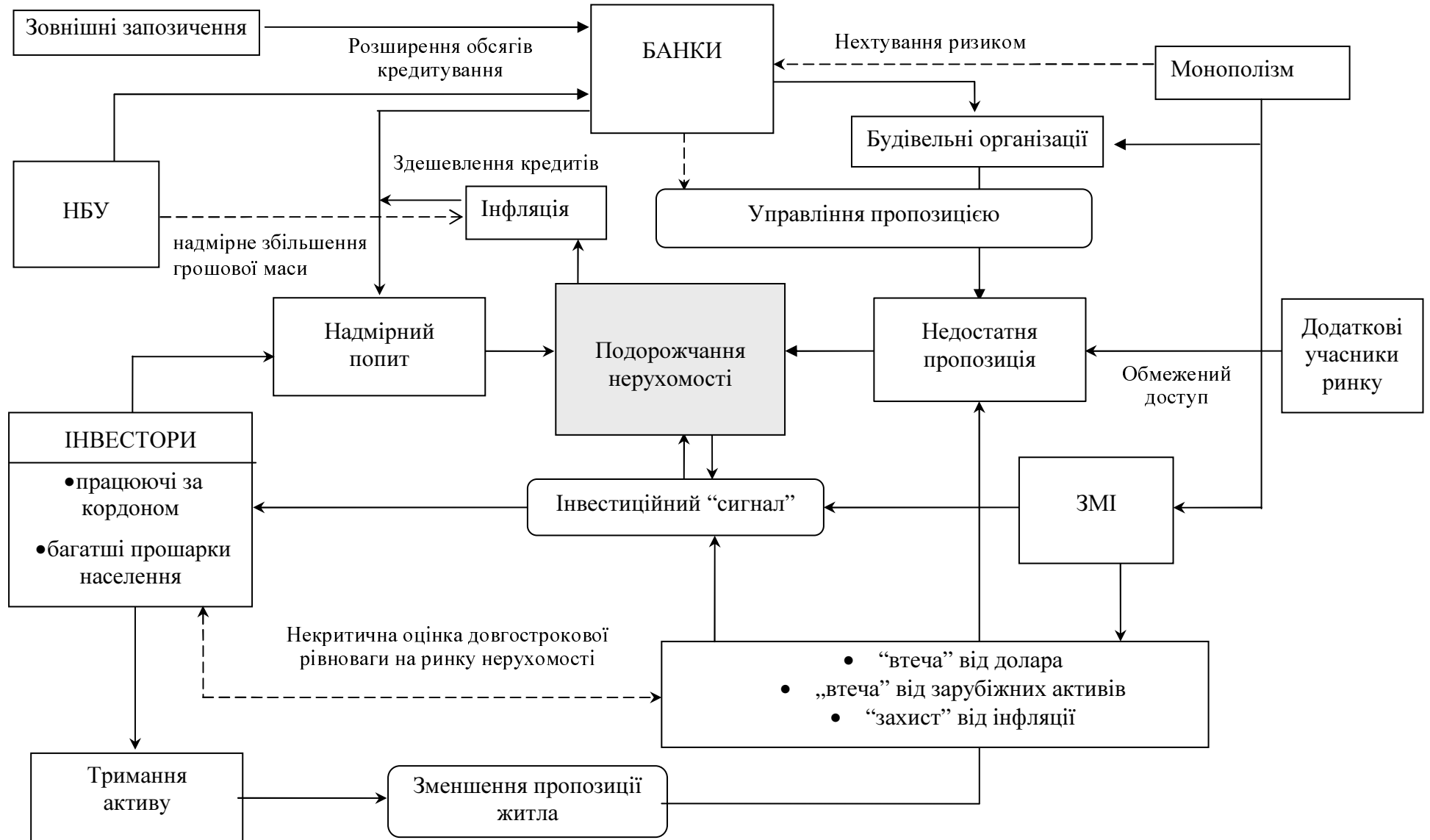


Рис. 1. Причинно-наслідкові механізми виникнення „бульбашки” на ринку нерухомості

нерухомість було створено одночасною „втечею” від долара та зарубіжних валютних активів. Після терористичного акту 11 вересня 2001 р. виникли вагомні сумніви щодо майбутнього економіки США загалом і долара зокрема. На побутовому рівні виникло переконання, що нерухомість — набагато привабливіший актив, ніж валютні чи гривневі депозити. Відповідні настрої енергійно „підігрівалися” в ЗМІ. Придбання нерухомості могло посилюватися поверненням коштів з-за кордону, яке зумовили санкції FATF та супутні побоювання щодо надійності зарубіжних активів. **Не слід нехтувати і таким доволі „екзотичним” поясненням як запланована евакуація єврейських поселень у секторі Газа, куди селили переважно вихідців з колишнього Радянського Союзу. Замість придбання на виділені кошти житла у межах „землі обітованої” могла виникнути інша ідея: придбати помешкання у Києві чи Одесі⁶.**

Надалі виникла самопідтримувана тенденція до посилення інвестиційного „сигналу” власне подорожчанням нерухомості, як це притаманно спекулятивним процесам. Саме зростання цін стало істотним подразником попиту — людей повсякчас підштовхували купити зараз; мовляв, потім буде дорожче [13]. Розпочалося інтенсивне „вкладення” коштів у нерухомість, зокрема за активної участі працюючих за кордоном. Використання нерухомості з інвестиційною метою не лише підвищило попит, але й обмежило пропозицію, оскільки житло купувалося не для проживання, а в очікуванні вигідного перепродажу. Для економіки Росії приймається, що 15% покупців нерухомості її не потребують, але тим не менше купують житло і зменшують його пропозицію [10]. Навряд чи ситуація є відмінною в Україні.

Об’єктивно подорожчання житла сприяло поновлення інфляції (з 2003 р.), попри практику встановлення цін у доларовому еквіваленті, та значне розширення обсягів кредитування для придбання нерухомості. За січень-липень ц.р. кредити для населення зросли на 59,4%, а для юридичних осіб — лише на 21,9% [12]. Обрана стратегія штучного стимулювання кредитної активності має відразу декілька вразливих місць. По-перше, різницю між акумульованими заощадженнями на депозитних рахунках і обсягами кредитування покривають за рахунок зовнішніх запозичень. У першому півріччі ц.р. обсяги кредитування зросли на 36,4 млрд. грн., а депозити — лише на 15,9 млрд. грн., причому понад 80% збільшення депозитної бази припало на валютні вклади [11]. Зрозуміло, що

⁶ За повідомленнями польської преси, останнім часом Одеса стала полігоном для „відмивання” коштів лідера місцевого злочинного світу — Рікардо Фанчіні (він же — Маріан Козіна) [16, s. 40].

нестачу заощаджень потрібно компенсувати зовнішніми запозиченнями. Це можна було робити декілька років тому, коли ставка LIBOR не перевищувала 2%, але на сьогодні кредитні ресурси на світовому ринку подорожчали майже втричі. По-друге, досить часто кредити беруться в очікуванні на подальше подорожчання житла. Відповідно нисхідна корекція на ринку нерухомості ймовірно позначиться підвищенням частки неповернених позик. Об'єктивно цьому сприятиме подорожчання іпотечних кредитів, яке з початку літа ц.р. становило 1-1,5%. По-третє, можна підозрювати, що кредитуються не лише потенційні покупці житла, але й будівельні організації. Тобто самі банки виступають інвесторами великих інвестиційних проектів з огляду на їх високу на сьогодні доходність, як це спостерігалось у Росії [7]. Це підвищує ризики на випадок здешевлення житла чи навіть припинення тенденції до його подорожчання. Не виключено, що банки безпосередньо приймають участь в управлінні пропозицією житла з метою запобігання його здешевленню.

У такій ситуації виглядає надміру оптимістичною позиція НБУ, який не впливає достатніх заходів для обмеження темпу зростання грошової маси та зовнішніх запозичень банківською системою. Зниження облікової ставки НБУ з 9,5 до 8,5% річних в липні ц.р. виглядає передчасним, тоді як минулорічне серпневе підвищення цього показника було зваженим кроком. Якщо до пори до часу перетікання коштів зі споживчого ринку на ринок нерухомості навіть допомагало зниженню інфляції, адже нерухомість практично не враховується в індексі споживчих цін, то за умови сповільнення цінової динаміки на ринку нерухомості створене грошове „нависання” неминуче спричинить прискорення інфляції. Це може посилити інвестиційну привабливість нерухомості, однак практика встановлення цін у доларовому еквіваленті не дозволяє сподіватися на відчутну підтримку екстремально високих цін. З іншого боку, заходи щодо обмеження пропозиції грошової маси можуть відбуватися на тлі проблем у банківській системі, яку послаблено практикою надмірного кредитування ринку нерухомості. Залучення зарубіжних активів для продовження цієї практики лише погіршує ситуацію, оскільки додаються валютні ризики та послаблюється контроль НБУ за грошовою масою. З початку цього року грошова база зменшилася на 1,1%, тоді як грошовий агрегат М2 збільшився на 16,8%; грошовий мультиплікатор, визначений співвідношенням „грошовий агрегат М2/грошова база”, збільшився до 2,77 проти 2,32 наприкінці 2005 р. Вартує уваги, що російська фінансова криза (серпень 1998 р.) відбулася при значенні грошового мультиплікатора заледве 2,36.

Розглядаючи аргумент про недостатню пропозицію нерухомості, слід визнати негативний вплив монополізму в широкому діапазоні — від процедур виділення будівельних ділянок до контролю ЗМІ. Зі слів колишнього міністра будівництва, архітектури та житлово-комунального господарства Павла Качура, нормативна вартість квадратного метра житла у Києві становить 3134 грн., а продажна — 7500 грн. [8]. Надприбутки будівельних компаній досягають 200, а то й 300%. У кінцеву вартість закладаються „непередбачувані” витрати — хабарі чиновникам під час оформлення документів на виділення земельної ділянки, узгодження проектно-вартісної документації, отримання різноманітних дозволів тощо. Приміром, у Росії близько 10% коштів витрачається на хабарі [24]. Що гірше, вітчизняні будівельники будують дуже швидко і дуже дешево, тобто неякісно, а продають втридорога [8]. Ситуацію може поліпшити залучення іноземних компаній, однак це мало ймовірно з погляду існуючих адміністративних реалій. Контрольовані ЗМІ замість об’єктивного аналізу ринкової ситуації віддають перевагу створенню відповідного „бичачого” настрою⁷. Повідомлення про „неприборкане” зростання цін на нерухомість у переважній більшості випадків відбивають ціну пропозиції, а не реальної покупки, аналітики використовують щоразу інший такий „набір” квартир, що дає можливість отримати потрібну динаміку цін [13].

Проблеми з боку пропозиції видаються важливими, але все-таки мають підпорядкований характер. Не заперечуючи очевидного факту, що на ринку нерухомості домінують інтереси забудовників, продавців, посередників, перекупників та перепродувачів, які роблять „вторинним” ринок навіть того житла, що лише починає будуватися [6], таку поведінку справді можна назвати „торгівлею повітрям”, але її глибинною причиною слугує не так монополізм, а саме спекулятивна привабливість нерухомості як „інвестиційного активу”. Монополізму не бракувало, скажімо, наприкінці 1990-х років, проте ціни тоді не зростали. Якщо обмежити спекулятивний попит на нерухомість, то може виявитися, що існуючого житла та будівельних потужностей цілком достатньо для забезпечення рівноваги на ринку нерухомості.

⁷ Достатньо промовистими є заголовки львівської газети „Поступ” з другої половини 2005 р., коли вже стало очевидним, що житло подорожчало понад міру: „ціни на житло до кінця року зростуть ще на 30%” (30.6.2005 р.), „експерти не вірять у падіння цін на житло” (20-21.08.2005 р.), „зменшення ціни на житло на 25% можливе, але не у Львові” (5-6.11.2005 р.), „львівські квартири за вартістю зрівнялися з Краковом, Варшавою та німецьким Ганновером” (11.11.2005 р.), „на ринку нерухомості у Львові з’явилося чимало помешкань, ціна яких — близько мільйона доларів” (24.12.2005 р.).

„Бульбашка” на вітчизняному ринку нерухомості несе низку коротко- і довгострокових загроз. По-перше, корекція цін у бік зниження так чи інакше позначиться зменшенням приватного споживання і гальмуванням темпу економічного зростання. Загроза посилюється в разі раптової корекції цін, яка може бути „побічним ефектом” від, на перший погляд, цілком „невинного” подорожчання житлово-комунальних послуг. По-друге, масові дефолти можуть створити небезпечне напруження в банківській системі. У випадку значного зниження цін клієнти не зможуть повернути отримані кредити, а продажна ціна застави може не покрити всієї суми кредиту й відсотків за ним.

Декілька чинників є важливими на віддаленішу перспективу. Надмірні інвестиції в нерухомість обмежують можливості продуктивнішого використання без того обмежених фінансових ресурсів. Кожна гривня, вкладена у нерухомість, — це втрата інвестицій у промисловість та сільське господарство. Перуанський економіст Е. де Сото розміри „мертвого капіталу бідноти” для окремих країн, що розвиваються, і країн колишнього соціалістичного „табору” оцінює на рівні 9,3 млрд. дол. [14, s. 54]⁸. Хоча Е. де Сото „омертвіння” капіталу вбачає передусім у неможливості використання нерухомості для отримання банківських кредитів, цей процес можна трактувати значно ширше. Якби замість придбання однієї-двох квартир як засобу „вкладення” капіталу, відповідні кошти використовувалися для збільшення банківських депозитів або фінансування малого і середнього бізнесу, ефект для економічного зростання був би набагато відчутнішим. А так мільярди гривень зазнають „омертвіння” в надміру розкішних будинках та „зайвих” метрах житлової площі.

Дорога нерухомість перерозподіляє кошти на користь її власників, що на практиці означає поглиблення майнового розшарування. Високі кошти на нерухомість призводять до того, що клієнтами іпотечного кредитування стають багатші прошарки населення, тоді як здешевлення нерухомості сприяє біднішим прошаркам населення [10]. Така особливість послаблює побоювання щодо можливої стагнації іпотечного ринку під час здешевлення нерухомості: всього-навсього відбудуватиметься перерозподіл кредитів від багатших до бідніших прошарків населення. Дорожча нерухомість перешкоджає руху робочої сили, адже молодим працівникам важко отримати житло в іншому місці. Подорожчання нерухомості може позначитися збільшенням споживання престижних імпортованих товарів і таким чином погіршувати сальдо експорту-імпорту товарів і послуг.

⁸ Оцінки для окремих країн показали таку вартість „омертвіння” капіталу в нерухомості: Єгипет — \$240 млрд., Філіппіни — \$133, Перу — \$74, Гаїті — \$5,2 млрд. [1, с. 43].

Загалом неважко простежити важливі паралелі з виникненням японської „бульбашки” [17]. Коли зі середини 1980-х років ціни на нерухомість почали зростати, це не зменшило попиту на неї, а навпаки — збільшило. Японці повірили, що нерухомість — це найнадійніший актив. Банкіри переконували, що чим раніше придбати нерухомість, тим більший вигреш. Комерційні банки розширили кредитування і схилили японців продавати менші квартири і купувати більші апартаменти за допомогою дешевого кредиту. За допомогою споживчого кредиту виник потужний супутній попит на автомобілі, меблі, побутову техніку. Водночас багато промислових компаній почали переносити власні офіси до Токіо — поближче до фінансового і бізнес-центру країни. Протягом 1987—90 рр. вартість середнього житла зросла на 71%, а співвідношення „житло/заробітна плата” — з 5,5 до 8 разів (зовсім небагато за українськими мірками). Поштовхом для „демонтажу” спекулятивної „бульбашки” стало стрімке підвищення процентної ставки в США (майже як зараз), вплив капіталу та знецінення єни, що зумовило підвищення процентної ставки Банку Японії з метою гальмування інфляції. У квітні 1990 р. міністерство фінансів рекомендувало банкам переглянути обсяги кредитування під заставу нерухомості, однак банки продовжували кредитування, залучаючи фінансові ресурси небанківських установ. Разом з бізнесом банкіри вірили, що ціни на землю і нерухомість швидко повернуться до висхідного тренду. Це було помилкою. З 1992 р. ціни на нерухомість впали вдвічі в Осаці, а в Токіо — на 60%. Японська економіка впала у тривалу рецесію, яку не подолано по сьогодні.

Фундаментальні чинники вартості нерухомості. Більшість наведених вище міркувань неважко формалізувати за допомогою моделі, що враховує економічні кошти володіння нерухомістю [15, р. 74—79]. Зазначені кошти становлять:

$$W = P_t r_t^{rf} + P_t \omega_t - P_t \tau_t (r_t^m + \omega_t) + P_t \delta_t - P_t g_{t+1} + P_t \gamma_t, \quad (1)$$

де W — кошти володіння нерухомістю, P_t — вартість нерухомості, r_t^{rf} — процентна ставка, ω_t — ставка податку на нерухомість, τ_t — ставка податку на дохід, r_t^m — процентна ставка за кредитами під заставу нерухомості, δ_t — витрати на утримання нерухомості (у % від її вартості), g_{t+1} — очікувана доходність від володіння нерухомістю, γ_t — ризик від володіння нерухомістю як альтернативи її оренди.

Вираз $P_t r_t^{rf}$ характеризує кошти заміщення, тобто показує альтернативну вартість інвестицій у банківські депозити, а вираз $P_t \omega_t$ — кошти податку на нерухомість. Вираз $P_t \tau_t (r_t^m + \omega_t)$ відбиває пільги в оподаткуванні, коли оподатковується отриманий дохід після вирахування з нього відсотків на отримані кредити під заставу нерухомості та

коштів податку на нерухомість. Вираз $P_t \delta_t$ — це витрати на утримання нерухомості (вартість житлово-комунальних послуг, ремонту житла, облаштування території тощо). Вираз $P_t g_{t+1}$ відбиває очікуваний доход (або втрати) від зміни цін на придбану нерухомість, тоді як вираз $P_t \gamma_t$ характеризує ризик від придбання нерухомості як альтернативи її оренді.

Приймаючи $W = P_t u_t$, рівняння (1) можна переписати

$$u_t = r_t^{rf} + \omega_t - \tau_t (r_t^m + \omega_t) + \delta_t - g_{t+1} + \gamma_t. \quad (2)$$

Показник u_t характеризує співвідношення між вартістю нерухомості та коштами її оренди. Знаючи кошти оренди нерухомості, за допомогою рівняння (2) можна розрахувати рівноважне значення її вартості. Приймаючи для економіки США значення $r_t^{rf} = 4,5\%$, $\omega_t = 1,5$, $\tau_t = 0,25$, $r_t^m = 5,5\%$, $\delta_t = 2,5\%$, $g_{t+1} = 3,8\%$, $\gamma_t = 2\%$, очікувані кошти володіння нерухомістю становлять 5%. Відповідно за нерухомість потенційні покупці платитимуть вдвадцятьоро більше ($1/0,05$). Таким чином вартість нерухомості, яку пропонують орендувати за \$1000 на місяць (\$12 тис. — за рік), становить \$240 тис. Головним елементом вартості нерухомості виступає процентна ставка. Її підвищення зменшує співвідношення між вартістю нерухомості та коштами її оренди. Так, підвищення значення r_t^{rf} до 5,5% зумовлює здешевлення нерухомості до \$197,5 тис. Неважко підрахувати, що скасування податку на нерухомість веде до подорожчання середнього житла відразу до \$304 тис. або майже на третину, тоді як підвищення ставки податку до 2,5% — його здешевлення до \$206 тис. Доволі незначне підвищення значення g_{t+1} до 4,5% позначається підвищенням вартості нерухомості до \$274 тис.

Засоби „демонтажу” цінової „бульбашки” на ринку нерухомості. Наведені теоретичні залежності дозволяють оцінити ефективність декількох заходів щодо керованого зниження цін на ринку нерухомості, як запровадження податку на нерухомість, підвищення процентної ставки чи подорожчання житлово-комунальних послуг. Для розрахунків вибрано значення процентної ставки $r_t^{rf} = 16\%$, коштів утримання житла $\delta = 1\%$ і ризику $\gamma_t = 4\%$. Вибір двох останніх параметрів є доволі умовним. Приймається, що амортизація житла значно відстає від американського показника, а ризик γ_t є дещо вищим (вилученням відсотків на кредити і податку на нерухомість з оподаткування доходу знехтувано). Зрештою, ставилося завдання не так розрахувати деяку рівноважну вартість, як проілюструвати зміну вартості вибраної середньої квартири після зміни декількох засадничих параметрів ринку нерухомості.

У таблиці 1 для відмінних значень очікуваної доходності g_{t+1} подано вартість житла, яке можна орендувати за \$200 на місяць. Для $g_{t+1}=17\%$ вартість такого житла становить \$60,9 тис., що загалом відповідає діючій ринковій ціні. Отриманий результат можна інтерпретувати таким чином, що станом на середину 2006 р. учасники ринку орієнтуються на щорічне подорожчання нерухомості на 17% (приймаючи очікування доларової інфляції на рівні 2% річних, „чисте” очікуване підвищення цін на нерухомість становить 15%). Якщо очікувана доходність знижується на 1%, то за умови відсутності податку на нерухомість, вартість житла знижується відразу до \$48,6 тис. (або на 20%). Зниження очікуваної доходності до 10% річних знижує вартість нашої „середньої” квартири до заледве \$21,8 тис., що знижує співвідношення „житло/заробітна плата” до прийнятного значення на рівні 8.

Таблиця 1

Сценарні варіанти вартості умовної середньої квартири за умови запровадження податку на нерухомість

g_{t+1}	Ставка податку на нерухомість			
	$w=0$	$w=1$	$w=2$	$w=3$
10	21,8	20,0	18,5	17,1
11	24,0	21,8	20,0	18,5
12	26,7	24,0	21,8	20,0
13	30,0	26,7	24,0	21,8
14	34,3	30,0	26,7	24,0
15	40,0	34,3	30,0	26,7
16	48,0	40,0	34,3	30,0
17	60,0	48,0	40,0	34,3
18	80,0	60,0	48,0	40,0
19	120,0	80,0	60,0	48,0
20	240,0	120,0	80,0	60,0

Примітка: $r_t^{rf} = 16$; $\delta = 1,0$; $\gamma = 4,0$

Наведений ілюстративний приклад показує високу залежність вартості нерухомості від очікувань її доходності. Виникнення спекулятивної „бульбашки” стає очевидним наслідком очікувань майбутнього подорожчання нерухомості. Збільшення значень g_{t+1} всього на 2 процентних пункти у діапазоні високих значень подвоює вартість нерухомості, *ceteris paribus*. Амплітуду цінових коливань істотно зменшують податок на нерухомість, підвищення процентної ставки або збільшення витрат на утримання нерухомості.

Виразно помітно, що податок на нерухомість запобігає спекулятивному подорожчанню нерухомості. Збільшення значень g_{t+1} до 20% за відсутності податку на нерухомість підвищує вартість середньої квартири до захмарних \$240 тис., однак за умови запровадження податку із ставкою 1% вартість житла знижується до \$120 тис., 2% — \$60, а 3% — \$48 тис. Водночас для $g_{t+1}=10\%$ вартість житла лише незначно залежить від ставки податку на нерухомість. Виходячи з вартості на рівні \$60 тис., поміркована ставка податку на нерухомість на рівні 1% здешевлює середнє житло до \$48 тис. Податок на нерухомість передбачено Законом України „Про систему оподаткування” від 25 червня 1991 р., але по сьогодні немає відповідного регулюючого акту. В 2004—05 рр. запровадження даного податку неодноразово анонсувалося, однак до практичних дій так і не дійшло. Зрештою, запропонована методика розрахунку бази оподаткування, яка нібито покликана „захистити” скромних власників невеликих квартир, може використовуватися для ухиляння від сплати даного податку або звичайного хабарництва [2]⁹.

Подібний результат досягається підвищенням середньої процентної ставки до 17% (таблиця 2). Випереджуюче зниження процентної ставки (при незмінних значеннях g_{t+1}) пояснює феномен стрімкого подорожчання нерухомості в минулому 2005 р., коли очікування інфляції, які „вмонтовано” у значення доходності нерухомості, практично не змінювалися, але НБУ все-таки не стримав стрімкого збільшення обсягів кредитування. Очевидно, що цього не вартувало робити. Намагання запобігти гальмуванню динаміки економічного зростання позначилося подорожчанням нерухомості. Наміри НБУ щодо обмеження видачі валютних кредитів фізичним особам, що використовуються переважно для придбання нерухомості, які було анонсовано у травні 2006 р., — це крок у вірному напрямі, який узгоджується не лише із рекомендаціями МВФ, але й повчальним досвідом інших країн. Навряд чи такі обмеження спричинять „колапс довгострокового іпотечного кредитування”, але безумовно зупинять спекулятивне „надування” цін на ринку нерухомості, яке загрожує не уявним, а справжнім колапсом в разі некерованого зниження цін.

⁹ Пропонується оподатковувати лише житло площею понад 200 кв. м, а будинків, які використовуються як садовий будинок, — понад 80 кв. м. Інша новація полягає у зменшенні бази оподаткування на 21 кв. м. на чоловіка та на 20 — на сім'ю. Самотні пенсіонери можуть не платити взагалі, володіючи квартирою площею менше 80 кв. м. Такі пропозиції звільняють від сплати податку 98% бази оподаткування [2]. Неважко збільшити кількість жильців у дорогій квартирі чи розділити великий будинок на два малих, або залишити у квартирі одних пенсіонерів.

Таблиця 2

Залежність вартості умовної середньої квартири від зміни ставки за кредитами

r_t^{rf}	Ставка податку на нерухомість			
	$w=0$	$w=1$	$w=2$	$w=3$
13	240,0	120,0	80,0	60,0
14	120,0	80,0	60,0	48,0
15	80,0	60,0	48,0	40,0
16	60,0	48,0	40,0	34,3
17	48,0	40,0	34,3	30,0
18	40,0	34,3	30,0	26,7
19	34,3	30,0	26,7	24,0

Примітка: $g_{t+1}=17$; $\delta=1,0$; $\gamma=4,0$

Під час випереджуючого зниження процентної ставки подорожчання нерухомості можна уникнути, якщо підвищити видатки власників житла на його утримання. Якби уряд Ю. Тимошенко чи Ю. Єханурова наважився на безумовно непопулярне підвищення житлово-комунальних тарифів, то корисне для виробничого сектора зниження процентної ставки не мало б безумовно шкідливого „побічного ефекту” на ринку нерухомості. Звичайно, що післявиборчі умови для цього набагато сприятливіші. Не варто бідкатися, що класична київська трикімнатна квартира площею 60-65 кв. м може обійтися її Власнику щомісячно в 500 грн. — це лише 1,7% від її ринкової вартості. Нинішня вартість утримання 1 кв. м житла у Києві — 1 грн. — є просто сміховинною; водопостачання покриває витрати лише на 64%, водовідведення — на 51%, а теплопостачання — на 81%. Журналісти бідкаються, що підвищення тарифів може стати непосильною ношею для „тих нещасних, які змушені виплачувати величезні кредити за свої скромні київські метри” [3]. Насправді все якраз навпаки — ці „нешасні” повинні виграти за рахунок економії на банківських відсотках, адже подорожчання житлово-комунальних послуг має здешевити вартість самого житла.

Коментуючи поширений стереотип, що про падіння цін на нерухомість „говорять уже не перший рік, і вже не перший рік ціни рвуться в небо” [6], можна підсумувати: ціни не знижуються тому, що нічого не робиться для обмеження спекулятивного попиту. Для кваліфікованого демонтажу існуючої „бульбашки” на ринку нерухомості потрібно негайно привести житлово-комунальні тарифи у відповідність до вартості відповідних послуг, а також запровадити податок на нерухомість — без будь-яких

винятків та складних формул (відсоток від ринкової вартості кожного об'єкту — і все!). Корисним доповненням до цих двох технічно нескладних заходів повинно стати обмеження кредитів під заставу нерухомості, передусім в іноземній валюті.

Висновки. Головною причиною стрімкого подорожчання вітчизняної нерухомості слід вважати спекулятивне збільшення попиту, яке підтримується високими очікуваннями її доходності та відсутністю належних запобіжних заходів. Засобом ефективного зниження цін на нерухомість повинно стати підвищення вартості житлово-комунальних послуг до економічно обґрунтованого рівня та запровадження податку на нерухомість. Окрім керованого зниження цін на нерухомість це допоможе збільшити надходження в бюджет, що викликає останнім часом підвищену стурбованість. Використання прогресивної ставки податку на нерухомість дозволить посилити соціальну спрямованість цього інструмента фіскальної політики. Важливо не захоплюватися прискореним збільшенням обсягів кредитування для придбання нерухомості та залученням з цією метою іноземних позик. Інакше можна повторити сумний досвід Японії, де нерухомість 3 роки дорожчала, а після цього вже 15-й рік — дешевшає.

Література

1. Браун Г.-Г. Рыночное хозяйство и вашингтонский консенсус // Мировая экономика и международные отношения. — 2004. — № 8. — С. 40—44.
2. Ганущак Ю. Податок на нерухомість: відкриваємо ящик Пандори? // Дзеркало тижня. — 2004. — № 40—41. — 9 жовтня.
3. Дорогий метр // Україна молода. — 2006. — 8 вересня.
4. Захарін С. Регіони: самостійна гра чи танці під одну дудку? // Дзеркало тижня. — 2006. — № 10. — 18 березня.
5. Зінов'єв Є. Гривня тримає удар // Контракти. — 2006. — № 3. — 16 січня.
6. Іванів Д., Волошка Л. Покупці повітря // Україна молода. — 2005. — 13 серпня.
7. Кукса В. Криза нерухомості загрожує Росії. Але не нам // Дзеркало тижня. — 2003. — № 42. — 1 листопада.
8. Миць Г. Будують швидко і дешево, а продають втридорога... // Високий Замок. — 2006. — 27 липня.
9. Приходько О. Інтерціни: нагору по сходах, що ведуть униз // Дзеркало тижня. — 2005. — № 25. — 2 липня.
10. Рубченко М. Только вверх // Эксперт. — 2006. — № 28. — 24 юлія.
11. Сколотяний Ю. Банківська система: за рік до повноліття // Дзеркало тижня. — 2006. — № 32. — 26 серпня.
12. Сколотяний Ю. На всіх не вистачить // Дзеркало тижня. — 2006. — № 27. — 15 липня.

13. Следзь С. Ужэ даўно зашкалюе... // Дзеркало тижня. — 2005. — № 25. — 2 ЛІПНЯ.
14. De Soto H. Cegła Einsteina // Wprost. — 2004. — Nr. 1. — 4 stycznia. — S. 54–55.
15. Himmelberg C., C. Mayer, and T. Sinai. Assessing High House Process: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions // Journal of Economic Perspectives. — Vol. 19. — No. 4. — Fall 2005. — P. 67–92.
16. Indulski G., J. Jakimczuk. Polski Al Capone // Wprost. — 2006. — Nr 20. — 21 maja. — S. 40–44.
17. Itoh M. Japanese Economy Reconsidered. — N.Y.: St. Martin's Press, 2000. — 153 p.
18. Ortalo-Magné F., and S. Rady. Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints // Review of Economic Studies. — Vol. 73. — No. 255. — 2006. — P. 459–485.
19. Shiratsuka S. The asset price bubble in Japan in the 1980s: lessons for financial and macroeconomic stability / Real estate indicators and financial stability, BIS-IMF conference (27–28 November, 2003). BIS Papers No. 21. — Basel: BIS, 2003. — P. 42–62.
20. Terrones M., and C. Otrok. The Global Housing Price Boom / World Economic Outlook. September 2004. The Global Demographic Transition. — Washington: IMF, 2004. — P. 71–89.
21. The Economist. Economic focus: News from the home front. — 2006. — No. 23. — July 10st. — P. 84.
22. The Economist. Priced to perfection. — 2006. — No. 28. — July 1st. — P. 35–36.
23. The Economist. What's that hissing sound? — 2006. — No. 34. — August 26st. — P. 12.
24. The Economist. Moscow's boom: Building a new Rome. — 2006. — No. 34. — August 26st. — P. 25.
25. The Economist. House prices in America: Gimmi shelter. — 2006. — No. 34. — August 26st. — P. 53–54.
26. Zhu H. The importance of property markets for monetary policy and financial stability / Real estate indicators and financial stability, BIS-IMF conference (27–28 November, 2003). BIS Papers No. 21. — P. 9–29.