

## **ВЪЗВРЪЩАЕМОСТ ОТ ИНВЕСТИЦИИ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ В БЪЛГАРИЯ**

Възвръщаемостта е разгледана в нейните две основни проявления – доходност от отдаване под наем на имота и капиталова печалба като разлика между покупната и продажната цена на имота. Използвани са по четири основни критерия за преценка на възвръщаемостта от наем и от препродажба на обектите на недвижимата собственост. Посочени са и перспективите по отношение на пазара на имоти в контекста на предстоящото присъединяване на страната към Европейския съюз и навлизането на чуждестранни институционални инвеститори в сектора на недвижимите имоти.

JEL: G21; R21; R31.

През последните няколко години в България се регистрира голямо поскъпване на недвижимите имоти и в частност на жилищата. Това води до необходимостта от изследване на възвръщаемостта, която се реализира при инвестиране в недвижимата собственост.

Възвръщаемостта при инвестиции в недвижими имоти се формира по две направления – доходност от отдаване под наем и от препродажба в бъдеще на по-висока цена. В първия случай се използва съотношението “годишен наем към покупна цена на имота”, което се измерва в проценти годишно. Аналогичен показател има и при търговията с акции – съотношението P/E, което е цената на акция в даден момент, към реализираната печалба от 1 акция.

Във втория случай се говори за капиталова печалба – разликата между покупната и продажната (пазарната) цена на имота. Често инвеститорите в имоти реализират и двата вида доход. Те купуват имот, отдават го под наем известно време (обикновено 7 до 10 години) и го продават с печалба (“излизат” от инвестицията). Типичният инвеститор в недвижими имоти е по-скоро консервативен, а инвестицията в имот се смята за нискорискова. Недвижимите имоти като инвестиционен инструмент са близо до облигациите. Ето защо типичните имотни инвеститори за разлика от спекулативните не залагат на капиталова печалба в бъдеще, а разчитат на текуща доходност от отдаване на имота под наем. Инвестиционният продукт на пазара е жилищна или бизнес-сграда с висок процент на заетост, качествени и реномирани наематели с висок кредитен рейтинг и дългосрочни наемни договори (до 25 – 30 години в развитите държави и до 10 години за България).

### Наемна доходност от недвижим имот

Жилищата носят както пряка полза за собствениците им (това е обитаването им), така и непряка (имотът като инвестиция). По този начин се оформят двата основни участника на жилищните пазари – ползватели и инвеститори в жилища. Както беше споменато, наемната доходност ( $r$ ) за периода на притежаване на имота се дефинира като съотношение между текущия брутен годишен наем от имота ( $R$ ), разделен на покупната (пазарната) му цена ( $P$ ):

$$r = \frac{R}{P} \cdot 100 \text{ [% год.]}$$

Тази доходност (rental income) е брутна, т.е. преди от наема да се приспадат разходите по управление на имота от страна на собственика му, както и данъците върху дохода. Такива разходи са: за текущи ремонти; имуществените данъци, такси и застраховки; комуналните разходи; разходите по управление на имота (property management); рискова премия за незаемост. Би могло да се приеме, че разходите по имота, които прави собственикът му, са около 20% от брутния наем. Що се отнася до данъка върху дохода от наем, той зависи от юридическия статут на собственика – местен или чуждестранен, физическо или юридическо лице.

Наемната доходност може да намалее, респ. да се понижи инвестиционната атрактивност на имотите, ако наемите остават относително постоянни, а цените на имотите растат – ситуация, характерна и за България през последните няколко години.

### Наемна доходност от градски жилища

За България сега брутната наемна доходност от инвестиция в градско жилище варира от 5 до 7% годишно, докато през 2003 г. е била 7 - 9%.<sup>1</sup> Общоприето правило при развитите инвестиционни пазари на имоти е, че цената на един имот се “откупува” със 100 – 120 месечни наема, т.е. за 8 – 10 години. Величината “срок на откупуване” (PBP – Pay Back Period) е реципрочна на наемната доходност  $r$ :

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

Наемна доходност от средно 6% годишно (както е в България сега) означава, че “откупуването” на такъв имот става за 16.6 години с 200 месечни наема. Казано по друг начин, възвръщаемостта на инвестиция в градско жилище е средно 6 стотинки годишно за всеки вложен лев. За сравнение – някои инвестиционни сделки с имоти в Централна и Източна Европа са с

---

<sup>1</sup> [www.imot.bg](http://www.imot.bg)

доходност 7 до 10%, докато в Западна Европа доходността е в рамките на 4 – 6% годишно.

Очевидно е, че наемите спрямо цените запазват съотношение, което не е характерно за нововъзникващите в Югоизточна Европа пазари на имоти (10% годишно). Доходност от 6% годишно е по-висока от безрисковия алтернативен доход. За такъв приемаме дохода (който е необлагаем) от държавни ценни книжа (ДЦК). В случая за еталон за безрискова доходност (Benchmark) приемаме този доход. За ДЦК с 5-годишен матуритет, деноминирани в евро и предназначени на продажба на граждани, Министерството на финансите предлага 4.9% годишен лихвен доход. В случая рисковата премия спрямо бенчмарковите облигации за инвеститора в жилищен градски имот е разликата 1.1% годишно. Същевременно брутен доход от 6% годишно е от порядъка на *инфлацията* в страната (годишният индекс на цените на дребно). За България инфлацията, макар и по-висока от тази в държавите от ЕС, е двуцифрена – 6.5% за 2005 г.<sup>2</sup> За сравнение – препоръчителните стойности за инфлацията в Евророната са до 2% годишно (според Европейската централна банка), а според Маастрихтските конвергентни критерии у нас за 2005 г. тя не би трябвало да надхвърля 2.6% годишно. Препоръчваният от Федералния резерв горен лимит на инфлацията също е 2% годишно. В случая инвеститорът в жилищен градски имот реализира реална доходност (Rr) от -0.47% (формула на Ъруин Фишер):

$$Rr = \frac{(0.06 - 0.065)}{(1+0.065)} \cdot 100 = -0.47\% \text{ год.}$$

За нормална се приема реална доходност от около 3% годишно. Обикновено очакваната инфлация е инкорпорирана в безрисковия доход на ДЦК. Ако наемната доходност от градско жилище е 6%, то покупката му може да се финансира чрез *жилищен ипотечен кредит*. Средният лихвен процент по дългосрочните жилищни кредити в лева сега е 6.68% годишно,<sup>3</sup> т.е. сходен с наемната доходност. В този случай инвеститорът отдава имота под наем и с негова помощ изплаща ипотечния заем. На този въпрос ще се спрем подробно по-нататък в изложението.

И накрая, доходност от 6% надвишава средния *лихвен процент по банкови депозити* в лева в първокласна банка за 1 година. За март 2006 г. по данни на БНБ средният лихвен процент по срочните депозити в лева е 3.61% годишно. В случая на банков депозит обаче не трябва да се забравя, че при фалит на банката са гарантирани влогове на 1 лице в 1 банка само до 25 хил. лв. (минимум 20 хил. EUR в страните от ЕС или 100 хил. USD в САЩ). При всички тези сравнения се вижда, че от гледна точка на наемите цените на

<sup>2</sup> Банкеръ, 22.04.2006, с. 10.

<sup>3</sup> Труд, 24.04.2006, с. 10.

градските жилища са леко надценени – доходност от 6% е характерна за по-развитите пазари с по-малък риск (например за Полша, Чехия, Унгария и Словакия). В същото време наемният пазар на градски жилища в България е много малък, тъй като 97% от жилищата са частна собственост, а 90% от собствениците на жилища живеят в тях. Към слабия наемен пазар трябва да се прибавят и недостатъчната защита на правото на собственост и спазването на договорите, както и недостатъчната наемна култура на населението – все обстоятелства, изискващи по-висока рискова премия в наемната доходност.

### **Капиталова печалба**

Наемът е само един от елементите на инвеститорската възвръщаемост. Другият е капиталовата печалба, която се формира като разлика между покупната и продажната цена (или пазарната цена, ако имотът още не е продаден). Към този вид доход се насочват най-вече спекулативно настроените инвеститори, тъй като капиталовата печалба може да бъде значителна. Тук трябва да се каже, че капиталовата печалба:

- се реализира едва при продажбата на имота;
- може и да не се реализира при продажбата на имота;
- в повечето случаи подлежи на данъчно облагане с данък върху разликата в цените;
- трябва да отчита трансакционните разходи – при покупката и продажбата на имота;
- възможно е да не може да се репатрира в чужбина, ако собственикът е чужденец.

Капиталовата печалба е плод на очаквания за ръст на цените на пазара на имоти. В България цените на апартаментите в областните градове (в лева на квадратен метър) се публикуват в края на всяко тримесечие от Националния статистически институт (НСИ). Слабост на тази информация е фактът, че НСИ използва като информация за цените вписаните в службите по вписванията стойности на жилищата, а при сделки между физически лица това най-често са данъчните оценки, които са значително по-ниски – около 50-70% спрямо реалните пазарни цени. Друг източник на информация е индексът REMI (Real Estate Market Index), поддържан от национално сдружение “Недвижими имоти”. Този индекс се отнася за продажби и наеми и също се публикува на тримесечие. Недостатъкът му е, че е твърде обобщен – в него влиза информация за реално сключени сделки в рамките на цялата страна с жилища, терени и бизнес имоти, като тя се подава от посреднически агенции-членове на сдружението и се обработва по определена методика.

През последните няколко години цените на жилищата в България претърпяха значителен ръст. Това доведе до значителни капиталови печалби за тези инвеститори, които закупиха имоти преди 2001 г. – годината, в която започна растежът на цените ( вж. табл. 1).<sup>4</sup>

Таблица 1

Показател	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Ръст на БВП (%)	5.4	4.1	4.9	4.5	5.6
Инфлация (средногодишна)	10.3	7.4	5.8	2.3	6.1
Лихвен процент по жилищни заеми *	15.86	15.13	13.14	12.62	10.58
Средни пазарни цени на жилищата (лв./кв.м) – към м декември	316.20	320.53	331.90	401.90	633.10
Ръст на жилищните цени (% год.)	-	1.37	3.55	21.09	57.53

\* Ефективен годишен лихвен процент към декември съответната година.

Източник. НСИ.

НСИ следи средните цени на апартаментите в 28-те областни центъра на страната за всяко тримесечие.<sup>5</sup> За целта са използвани данни от регистрираните в службите по вписванията сделки с недвижими имоти.

В края на четвъртото тримесечие на 2004 г. средните пазарни цени на жилищата в България са с 97.5% по-високи от тези в края на същото тримесечие на 2001 г. Процесите на значително поскъпване при недвижимата собственост се потвърждават и от пазарния индекс на недвижимите имоти – REMI-продажби. При изходна база към 01.09.2002 г. от 100 пункта към 01.01.2005 г. REMI-продажби е вече 152.80 пункта.<sup>6</sup>

Високи или ниски са достигнатите днес цени на жилищните имоти в страната? За да отговорим на този въпрос, нека преценим тези цени от гледна точка на: търсенето на жилища (чрез доходите на населението); на предлагането на жилища (чрез строителната им стойност); на съотношението между средната работна заплата спрямо погасителната вноска по типичен жилищен ипотечен кредит; на цените на жилищата в Централна и Източна Европа. Така използваните критерии за оценка на равнището на жилищните цени в България са общо 4. Критериите за оценка на наемната доходност бяха също 4: доходът по ДЦК, инфлацията, лихвата по жилищните ипотечни кредити и лихвата по депозитите.

<sup>4</sup> България в Европейски съюз, 2005, с. 44.

<sup>5</sup> "Капитал", 29.01.2005, с. 43.

<sup>6</sup> [www.nсни.bg](http://www.nсни.bg)

### Жилищни цени и средна работна заплата

Нека разгледаме относителните цени на жилищата в България, изразени като брой годишни средни работни заплати (СРЗ). По данни на Агенцията за недвижими имоти в развитите държави едно средно-статистическо жилище може да бъде закупено с 2 – 3 годишни СРЗ. За България не съществува достатъчно дълъг исторически ред от данни за съотношението “цена жилище към СРЗ” (табл. 2).

Таблица 2

Показател	2002 г.	2003 г.	2004 г. q4	2005 г. q1	2005 г. q2	2005 г. q3	2005 г. q4
Годишна СРЗ (лв./год.)	3096	3384	3648	3588	3768	3804	3912
Средна цена на жилищата (лв./кв.м)	332	402	633	701	731	751	770
Покупателна сила на СРЗ (кв.м./год.)	9.33	8.42	5.76	5.12	5.15	5.07	5.08
Цена жилище към СРЗ (години)*	6.97	7.72	11.28	12.70	12.61	12.83	12.79

\* Прието е средностатистическо двустайно жилище със застроена площ 65 кв.м.

Източник. Строителство Градът, 17.04.2006, с. 46.

От табл. 2 се вижда, че освен абсолютната расте и относителната цена на жилищата през годините – от 7 до над 12 годишни СРЗ в сравнение с 2 до 3 годишни СРЗ в развитите страни! Очевидно е, че по отношение на доходите на населението жилищата определено са надценени в този момент. Тук е редно да се каже, че значителният дял на “сивата” икономика (30 – 40% от БВП спрямо 12% в ЕС), както и нерегламентираните трудови доходи и печалби изискват използването и на други индикатори, измерващи действителния разполагаем доход на домакинствата в страната.

Друг един поглед по въпроса е колко време (в 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:<sup>7</sup> Лондон – 129 дни; София – 84; Париж – 47; Любляна – 43; Мадрид – 40; Амстердам – 32; Берлин – 31; Виена – 23 дни.

Става ясно, че за закупуването на 1 кв. м градска жилищна площ в София се работи 3.65 пъти повече време, отколкото във например Виена. У нас ръстът на жилищните цени значително изпреварва този на доходите и на икономиката (особено през последните няколко години) и като резултат

<sup>7</sup> Капитал, 9.04.2005, с. 46.

жилищата стават все по-недостъпни за голяма част от населението. Въпреки това 90% от новостроящите се жилища се капарират още на етап “груб строеж”, т.е. съществува реално, платежоспособно търсене! Очевидно едно от обясненията за този парадокс е ненадеждната и непълна статистическа информация за реалните доходи, публикувана от НСИ, както и наличието на търсене от чужденци и емигранти. Самите фирми не се доверяват на официалната статистика и неохотно подават информация към НСИ. Например за 2005 г. 40% от българските фирми не ползват статистическа информация, а 46% рядко ползват такава.<sup>8</sup>

Едно сравнение с други възникващи пазари показва, че цените на апартаментите в столиците на Словакия (Братислава) и Унгария (Будапеща)<sup>9</sup> са, общо погледнато, по-високи с 40 до 100% в сравнение със София. Номиналните доходи в Унгария и Словакия са съответно 3 и 2.5 пъти по-високи от тези в България, измерени като БВП на човек от населението. Така, съотнесени към дохода, апартаментите в София вече са по-скъпи от тези два града, използвани в сравнението.

Очакванията на анализаторите за бъдещето на имотните пазари се разминават. Една, макар и по-малка част, твърди, че цените на жилищата вече са твърде високи за платежоспособното търсене на домакинствата (както беше показано по-горе), а нарастването на новото строителство в големите градове ще доведе до свръхпредлагане и застой на цените в средно- и дългосрочен план. Хипотезата за задържане на цените се подкрепя и от данните за забавянето на ръста им през 2005 г. – през първото тримесечие той е 10.6% (спрямо края на 2004 г.); през второто – 4.3% (спрямо края на първото); през третото – 2.9% и през четвъртото – 2.4% (общо ръстът за 2005 г. е 36.6%). Другата част от анализаторите залага на оптимизма за дългосрочен ръст на доходите и богатството на българите, което неизменно ще повишава жилищните цени поне до стойности, сходни с тези в страните от Централна и Източна Европа. Трябва да се отбележи, че непрекъснато растящият брой сделки с недвижими имоти през годините не е резултат от съществена промяна в доходите на населението, а от политиката на търговските банки у нас за “отваряне” към кредитирането на дребно. В последно време се регистрира забавяне в ръста на жилищните цени, което е в резултат основно от увеличеното предлагане на ново жилищно строителство, политиката на затягане на кредитирането, предприета от БНБ, както и изчерпването на платежоспособните кредитополучатели. Пропастта между жилищните цени и доходите обаче остава все така голяма. Затова възниква основателният въпрос дали си струва да се инвестира в относително скъпата недвижима собственост, която е несъпоставима със средните доходи от наеман труд в страната.

<sup>8</sup> Капитал, 07.01.2006, с. 46.

<sup>9</sup> Строителство Градът, 17.04.2006, с. 46.

### Жилищни цени и строителна стойност (себестойност)

Нека разгледаме жилищните цени и от друг ъгъл – от страната на предлагането. В случая трябва да се види каква е себестойността (разходите) за строителство на 1 кв.м нова жилищна площ и каква е пазарната ѝ цена за продажба. Според Управителния съвет на Камарата на архитектите в България (КАБ) със съдействието на издателство “СЕК” прогнозната строителна стойност на жилищни сгради и вили е, както следва:<sup>10</sup>

- едноетажни - 54949 лв./кв.м;
- двуетажни – 425.41 лв./кв.м;
- три- и повече етажни – 349.36 лв./кв.м.

Към тази строителна стойност трябва да се прибави стойността на земята (респ. правото на строеж), проектиране и надзор, както и ДДС. Ако приемем, че обезщетението, давано от предприемача на собствениците на парцела, е средно 20%, то оскъпяването при шестетажна жилищна сграда ще се изчисли по следния начин:<sup>11</sup>

$$349,36 \times \frac{0,20}{1 - 0,20} = 349,36 \times 0,25 = 87,34 \text{ лв./кв.м.}$$

Съгласно минималните тарифи за цените в инвестиционното проектиране в сила от 01.09.2004 г. проектантския труд съставлява средно 3.5 до 5.5% от строителната стойност. Ако приемем средно 4.5%, то

$$349,36 \times \frac{4,5}{100} = 15,72 \text{ лв./кв.м.}$$

Накрая се калкулира и 20% ДДС. Така крайната строителна стойност на едноетажна жилищна сграда ще бъде:

$$(349,36 + 87,34 + 15,72) \times 1,20 = 542,90 \text{ лв./кв.м.}$$

Пресметнато в EUR, това прави 27 758 EUR /кв.м. В тази строителна стойност влизат: материали, труд, механизация, допълнителни (режийни) разходи, сградните и външните инсталации, вертикалната планировка и озеленяването, печалбата на строителя и ДДС. В същото време средните продажни цени на новото жилищно строителство в София например са от 600 до 1500 EUR /кв.м. в зависимост най-вече от района и качеството на довършителните работи.<sup>12</sup> Това значи, че печалбата на строителните предприемачи варира спрямо строителната стойност от 277.58 EUR /кв.м в

<sup>10</sup> Строителство Градът, 05.12.2005, с. 2.

<sup>11</sup> Даковски, Цв. Ст. Йотов. Недвижима собственост, ч. 2. С., “Юрапел”, 1994.

<sup>12</sup> Труд, 13.11.2004, с. 9.



границите от 116 до 440%! Печалбата на строителите пък рядко надхвърля 10 – 15%. Най-голям дял в себестойността има парцелът, на който ще се строи. Ако например парцел от 1000 кв.м в центъра на София се предлага за 1000 EUR /кв.м и сградата е с РЗП 3000 кв.м (Кинт. = 3.0), то като се раздели 1 млн. EUR, колкото струва парцелът, на 3000 кв.м, разходът за земя на 1 кв.м излиза 333 EUR.

Високите равнища на предприемаческа печалба означават, че освен спрямо доходите цените на жилищата са твърде високи и спрямо строителната им стойност (себестойност). И в този случай жилищните имоти са надценени – продават се с “пазарна премия” над равнището на тяхната реална стойност. Съотношението “пазарна цена към себестойност” е 2.16 до 5.40 пъти, което показва, че цените са твърде високи от гледна точка на предлагането на жилища. В момента 1500 EUR /кв.м продажна цена е максимумът (таванът). Това е например равнището в Прага и Будапеща.<sup>13</sup>

Тук е мястото да се каже, че практическото отсъствие на държавата от жилищния сектор е една от причините за описаната ситуация на пазара. България не отделя средства за подпомагане на жилищното строителство за разлика от други страни. Например държавните разходи в жилищното строителство в Чехия са 4%; в Словакия – 2.8; в Словения – 1.1; във Франция – 4.5; в Португалия – 1.7; в Литва – 1.3; в Австрия – 1%.<sup>14</sup> Голям е и дялът на субсидиите в жилищния сектор – в тези страни честа практика е субсидирането на лихвите по жилищните заеми, а данъчните облекчения от години са част от съответното законодателство. Освен това предприемачите могат да получават държавни и общински гаранции, а работата в сектора се улеснява от наличието на жилищноспестовни каси.

В България практическото отсъствие на държавата и общините от жилищното строителство, както и липсата на адекватна жилищна политика, превръщат жилищния пазар в привилегия на високодоходните групи от населението. При държавна ангажираност в жилищния сектор част от търсенето на жилища ще бъде абсорбирано и в резултат ще се увеличи конкуренцията за клиенти в частния сектор на пазара и ще се задържат цените.

В бъдеще може да се очаква навлизането на все повече фирми на жилищния пазар, което ще доведе до пренасищането му и оттам – до задържане на достигнатите ценови равнища. С навлизането на бизнес-цикъла в строителството в по-късните фази на експанзия ще намалеят и високите сега маржове на предприемаческите печалби.

---

<sup>13</sup> Капитал, 04.12.2004, с. 40.

<sup>14</sup> Строителство Градът, 05.07.2004, с. 10.

### Жилищни цени и погасителни вноски по ипотечен заем

В средно- и дългосрочен план цените на жилищния пазар се определят от равновесието между търсенето и предлагането на жилища. В краткосрочен план обаче те се определят основно от търсенето, тъй като е нужно време за построяването на нови жилища. Вътрешното им търсене зависи главно от доходите и спестяванията на населението, както и от достъпността до изгодни ипотечни кредити.

Какво се разбира в случая под достъпност на един жилищен заем? Най-общо казано, това е съотношението между средния месечен доход на заемателя и погасителната вноска по кредит за покупка на жилище. Практиката показва, че у нас банките 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 70% от цената му, а банката изисква съотношението "вноска - доход" да е до 40%. Изразено като неравенство, това ще изглежда така:

$$AP = DC \times CRF \leq 0.40 \times CP3, \text{ където:}$$

CP3 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.

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

r е лихвеният процент по заема;

n - броят години за погасяване на заема.

Приемаме следните стойности на величините: CP3 = 326 лв./мес. (4-то тримесечие на 2005 г.); r = 6.68% (март 2006 г.); n = 25 год. (максимален срок за България). Заместваме и получаваме:

$$0.70 \times P \times \frac{(1+0.0668)^{25} \cdot 0.0668}{(1+0.0668)^{25} - 1} \leq 0.40 \times 326 \times 12$$

$$0.70 \times P \times 0.08335 \leq 1564.8$$

$$P \leq 26\,820 \text{ лв.}$$

Ако приемем средната застроена площ за българското жилище от 65 кв.м, то тогава цената не трябва да надхвърля 413 лв./кв.м (211 EUR/кв.м.). В същото време по данни на НСИ средната пазарна цена на жилищата в

България към края на 2005 г. е 738 лв./кв.м.<sup>15</sup> Това означава, че от гледна точка на поносимост спрямо СРЗ за плащане на погасителни вноски по жилищен заем цените на жилищата в България са надценени – в случая със 78.7%  $(\frac{738 - 413}{413} \cdot 100)$ .

Тук трябва да се каже обаче, че доходите в България 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 съразмерни с доходите от наемен труд. Ако заместим отново, ще получим:

$$AP = 0.70 \times 65 \times 738 \times \frac{(1 + 0.0688)^{25} \cdot 0.0668}{(1 + 0.0688)^{25} - 1} = 2799 \text{ лв./год.}$$

Така изчислената погасителна вноска от 2799 лв./год. представлява 71.5% от СРЗ – стойност, далеч надхвърляща разумните 40%.

### Жилищните цени в Централна и Източна Европа

Освен вътрешно (местно) съществува и външно търсене на жилищни недвижими имоти в България. Като външно търсене разглеждаме както покупките на чуждестранни граждани (физически и юридически лица), така и на българи емигранти, живеещи временно или постоянно в чужбина. Общото е, че това търсене се генерира от доход, който не е създаден от местната икономика. Външното търсене зависи от очакванията на тези купувачи за икономическата динамика на България и бъдещото развитие на пазара на имоти. То може да бъде и с инвестиционна цел и тогава е обвързано както с развитието на други пазари на имоти, така и изобщо с алтернативните инвестиционни инструменти на глобалния капиталов пазар. На последния се предлагат множество инвестиционни възможности, различни от покупката на имот в рисков пазар и носещи по-висок доход от реализирания в България през последните няколко години. Групата на спекулативните чуждестранни инвеститори не възнамерява да обитава закупените жилища или да реализира доходи от дългосрочен наем. Тяното поведение се влияе от очакванията за бъдещи промени в цените на имотите, т.е. от възможностите за значителна капиталова печалба при бъдещата им препродажба.

През 2005 г. инвестициите в имоти (по данни на БНБ) достигнаха 344.6 млн. EUR при 141 млн. за 2004 г.<sup>16</sup> Тези стойности включват само директните покупки на чуждестранните лица. Трансферите от нерезиденти надхвърлиха

<sup>15</sup> Индекс Имоти, 18.04.2006, с. 129.

<sup>16</sup> Строителство Градът, 17.04.2006, с. 46.

1100 млн. EUR за 2005 г., а БНБ наскоро оцени “спестения” доход от временна работа на българи в чужбина на около 900 млн. EUR.

Ако приемем за вярна оптимистичната теория за бъдещ ръст на жилищните цени поне до стойности, сходни с тези в страните от Централна и Източна Европа, то цените на жилищата в България в момента са подценени! Ето и някои данни за средните цени (в EUR кв. м) на жилищата в някои столици от този регион според европейската служба “Евростат”:<sup>17</sup> София – 600; Букурещ – 850; Братислава – 750; Прага – 870; Рига – 693; Будапеща – 1150; Варшава – 1100.

Тези данни показват, че един купувач от посочените държави би сметнал жилищните цени в България за относително ниски, макар че за местното население те са високи!

### **Икономическа целесъобразност на инвестиционните сделки с недвижими имоти в България**

След всичко казано дотук, възниква резонният въпрос дали е изгодно да се инвестира с помощта на ипотечен заем в недвижими имоти в страната. На пръв поглед това сякаш е очевидно – ежегодно се увеличава броят на сключваните сделки с имоти, жилищните кредити също растат като брой и като обем, все повече чужденци откриват България на инвестиционната карта. Нека да видим дали е финансово оправдана покупката на доходноносен жилищен имот в страната с помощта на жилищен ипотечен кредит с равни анюитетни вноски.

Основното условие е чистият (нетен) наем от имота минус средно-претеглената цена на капитала да е число, по-голямо от нула.

Това означава, че се покриват оперативните разходи, свързани с доходноносния имот, цената на инвестиционния капитал (собствен плюс заеман)  $P$  и се създава добавена стойност за инвеститора, равна на превишението над нулата:

$$R_{\text{чист}} - r_1 \times P > 0, \text{ където:}$$

$R_{\text{чист}}$  е чистият (нетен) наем от имота – приема се 80% от  $R$ ;  
 $r_1$  - среднопретеглената цена на капитала (% годишно).

$$r_1 = (0.70 \times \frac{6.68}{100} + 0.30 \times \frac{3.61}{100}) \times 100 = 5.76\% \text{ год.}$$

В случая сме приели брутна наемна доходност от 6% годишно; структура на капитала от 70% заемни средства и 30% средства на инвеститора; 6.68% е средният лихвен процент по левови жилищни заеми, а 3.61% - по срочни левови депозити. В горното неравенство представяме цената  $P$  като  $\frac{R}{0.06}$ ; лявата му част става  $0.80 \cdot R - \frac{5.76}{100} \times \frac{R}{0.06} = -0.16 R < 0$ .

---

<sup>17</sup> Капитал, 21.08.2004, с. 34.

Неравенството не е изпълнено, т.е. на този етап покупката на доходоносен имот с помощта на жилищен ипотечен кредит не е изгодна и икономически оправдана. Това се потвърждава и ако проверим другото основно условие за ефективност на сделката – възвръщаемостта на вложения капитал  $P$  да е по-голяма от среднопретеглената му цена:  $\frac{R_{\text{чист}}}{P} > r_1$

В случая  $R_{\text{чист}} = 0.80 \cdot R$ :

$$\frac{0.80 \cdot R}{P} = 0.80 \cdot 6\% = 4.8\% < r_1 = 5.76\% \text{ год.}$$

Неравенството не е изпълнено – сделката не е финансово изгодна за инвеститора.

За да може една банка да кредитира покупката на доходоносен имот, в развитите държави е необходимо да се изпълни условието:

$$\frac{R_{\text{чист}}}{AP} > 1.20.$$

Това означава получаваният чист (нетен) наем от инвеститора да надхвърля поне с 20% анюитетната погасителна вноска по заема за покупка. Заместваме и получаваме:

$$\frac{0.80 \cdot R}{0.70 \cdot P \cdot \frac{(1+0.0668)^{25} - 0.0668}{(1+0.0668)^{25} - 1}} = \frac{0.80 \cdot 0.06}{0.70 \cdot 0.08335} = 0.823 < 1.20.$$

И по този критерий сделката не е изгодна и банката не би я кредитирала на този етап.

Възниква въпросът колко трябва да е минималната наемна доходност ( $r_{\text{min}}$ ). При нея инвеститорът покрива чрез получавания брутен наем  $R$  разходите по имота, както и пропуснатите си ползи – например лихвения доход по ДЦК. В случая разходите по имота са експлицитни, а пропуснатите ползи – имплицитни разходи за инвеститора.

*Експлицитните разходи са:*

- амортизационни отчисления (за текущи и основни ремонти) – ако приемем амортизационен срок на имота от 80 години, то нормата му на амортизация е 1.25% годишно;

- имуществена застраховка на имота – тя варира между 1 и 5 промила от застрахователната стойност (приемаме равна на цената на имота); приемаме 2.5 ‰;

- данък върху недвижимите имоти – той е в размер 1.5 ‰ от данъчната оценка (приемаме равна на цената, макар че тя е по-ниска);

- такса за битови отпадъци – приемаме 2.35 ‰ от данъчната оценка (приемаме равна на цената, макар че тя е по-ниска).

Възвръщаемост от инвестиции в недвижими имоти в България

*Имплицитните разходи* са 4.90% годишно – лихвата по 5-годишните еврови ДЦК, за която приехме, че е пропуснатата полза за инвеститора.

Вече можем да изведем минимално приемливата за инвеститора доходност:

$$r \text{ min} = 1.25 + 0.25 + 0.15 + 0.235 + 4.90 = 6.79\% \text{ год.}$$

В случая  $r \text{ min}$  е по-голяма от  $r$  (6% годишно), което обяснява защо покупката на доходно жилище чрез ипотечен кредит все още не е изгодна в България. Такава покупка ще стане изгодна, ако наемите на пазара се увеличат или цените на имотите спаднат, или и двете.

Що се отнася до инвеститорите, залагащи в своята бизнес-стратегия реализирането на капиталова печалба в бъдеще, то трябва да се каже, че това не е типично за инвеститорите в имоти, които са по-скоро консервативни. Ако едно физическо лице закупи имот с планове да го продаде след време на по-висока цена, то може да се окаже, че такъв момент може въобще да не настъпи и инвеститорият да загуби.

Един типичен инвеститор в имоти купува жилище не за да го препродава по-скъпо, а да го отдава под наем и чак след известно време (средно 7 години в САЩ например) да "излезе" от инвестицията. Така напоследък време все повече пенсионни фондове в развитите държави обръщат поглед към недвижимите имоти в качеството им на инвестиция.<sup>18</sup> През 2004 г. пенсионните фондове са вложили средно около 4-6% от общите си активи в недвижимо имущество (най-вече в офис-площи и търговски центрове), което е увеличение с 36% в сравнение с 2003 г., а очакванията за 2005 г. са вложенията в имоти да се удвоят. Фондовете имат различен дял на активите си в недвижима собственост. Според експертни оценки той достига 6-7% в САЩ, по-малък е във Великобритания, около 1% при австрийските фондове, 2% за италианските, около 2-3% за японските и 9% за австралийските. Очакваната средна възвръщаемост от инвестиции в недвижими имоти през следващото десетилетие е 7.7%. Тенденцията към нарастване на броя на пенсионерите и намаляване на работещото население в развитите страни (както и в България) принуждава пенсионните фондове да се превърнат във все по-агресивни инвеститори с цел да получат по-голяма възвръщаемост от ресурсите си. Един от възможните инвестиционни инструменти в това отношение са именно недвижимите имоти.

Чуждестранните институционални инвеститори в недвижима собственост от банковия, пенсионния и небанковия финансов сектор засега се въздържат от директни капиталовложения в България. Основната причина за това е липсата на завършен готов продукт, който да

---

<sup>18</sup> Капитал, 03.12.2005, с. 52.

отговори на очакванията им за качество, сигурност на инвестицията и възвръщаемост на вложените средства.<sup>19</sup> За разлика от строителните предприемачи, разчитащи на разликата между строителни разходи и продажна цена, институционалните инвеститори имат по-консервативни и дългосрочни критерии, свързани с дългосрочни доходи от наеми. Те купуват не просто сгради, а работещ бизнес, който им осигурява стабилни приходи от наеми. Основните характеристики, които изискват да притежават имотите, са да имат висока заетост, качествени и реномирани наематели, както и дългосрочни договори, гарантиращи сигурността на инвестицията. Тъй като възвръщаемостта, която те могат да приемат, е по-ниска от тази на предприемачите, институционалните инвеститори избягват малки проекти (например под 20 млн. EUR за България). Печалбата при тях идва от мащаба и разнообразяването на портфейла им от инвестиционни имоти, вкл. в международен план. Освен това времевият хоризонт при инвеститорите е 7 – 10 години, докато при строителните предприемачи той не надхвърля 2 – 3 години. Това означава, че инвеститорите трябва да разполагат с дългосрочен паричен ресурс (“дълги пари”).

За сметка на липсата на добри възможности за директни инвестиции в недвижими имоти чуждестранните институционални инвеститори у нас намират алтернативни начини, за да се възползват от растежа на българския пазар. Възможностите за това са дяловите инвестиции в структури, които инвестират в имоти, или закупуването на техни акции чрез фондовите борси. Друга възможност са и българските дружества със специална инвестиционна цел, акциите на които се търгуват на българската фондова борса.

Икономическите основания за очакването на международните институционални инвеститори в България са развитието и стабилността на страната през последните години и навлизането на чуждестранни компании в различни сектори на икономиката, от които идва и търсенето на качествени имоти под наем и за покупка.

27.05.2006 г.

---

<sup>19</sup> Строителство Градът, 04.06.2005, с.40.