

EESTI ELUASEMETURU STRUKTUUR JA ARENG

Viimase viie aasta jooksul on Eesti pankade ja liisinguühingute väljastatud eluasemelaenude ja -liisingute kogumaht kasvanud rohkem kui 40% aastas ning majapidamiste võlakoorumus suurenenud peaaegu neli korda ehk 30%ni SKPst. Samas on eluasemehinnad tõusnud – näiteks Tallinnas asuva rahuldavas seisukorras kahetoalise korteri hind on kerkinud toonasega võrreldes peaaegu kolmekordseks. Kinnisvarahindade ja eluasemelaenude kiire, majapidamiste kasutatavat tulu edestav kasv on tekitanud küsimusi eluasemeturu ülehinnatuse ning eluasemehindade ja -laenude kasvu jätkusuutlikkuse suhtes. Käesolev taustinfo annab ülevaate kinnisvarahindade languse ja kinnisvaralaenudega kaasnevatest riskidest finantssektorile ja Eesti eluasemeturu arengust viimastel aastatel ning käsitleb eluasemete võimalikku ülehinnatust Tallinnas ja Tartus.

Kinnisvarahindade languse ja kinnisvaralaenudega kaasnevad riskid

Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) 2003. aasta uurimus tööstusriikides II maailmasõja järel aset leidnud aktsia- ja eluasemeturu buumide ja krahhide kohta⁷ näitas, et **kinnisvaraturu buumile⁸ järgnes 40% juhtudest krahh** ning eluasemehindade krahh järgselt osutus sisemajanduse koguprodukt keskmiselt 8% madalamaks kui krahhieelse keskmise kasvumäära ekstrapoleerimise teel saadud tulemus. Kinnisvarahindade muutus võib majandust mõjutada mitmel viisil: reaalmajanduse poolel võivad suurenedada või alaneda kodumaiste majandusagentide investeeeringud ning jõukusefekti tõttu ka eratarbimine. Samuti võib kinnisvarahindade langus avaldada mõju finantssektorile.

Pankade väljastatavad laenud on põhiline kinnisvara finantseerimisallikas ning kinnisvaralaenud moodustavad pankade portfellides traditsiooniliselt suure osa. Nii on pisut üle poole Eesti pankade laenuportfelli välja antud kinnisvaraettevõtetele või eluaseme soetamiseks majapidamistele ning 70% antud hüpoteegi tagatisel. Kinnisvarahindade langus võib pankade tegevust mõjutada mitmeti: (1) kinnisvara tagatisel antud laenude kvaliteedi languse ja laenukahjumite suurenemise, (2) laenuvõtjate või panga enda finantspositsiooni halvenemise või (3) finantstehingute vähenemise ning majandusaktiivsuse languse kaudu. Üks Rahvusvaheliste Arvelduste Panga (BIS) sel aastal avaldatud uurimistöö⁹ näitas, et **tööstusriikides on nn halbadel aegadel pankade kasumid vähenenud keskmiselt poole võrra ja provisjonid kasvanud kaks korda.**

Kinnisvaralaenudega seotud risk sõltub laenu kasutamise eesmärkidest. Eluasemelaenusid peetakse madalaima riskiga laenudeks, kuivõrd eluaset käsitletakse vähem elastset nõudlust omava esmatarbekaubana ning eluasemelaenude tagasimakseid tasutakse ettevõtetele võrreldes stabiilsemast majapidamiste sissetulekust. Laenusid kinnisvaraarendajatele peetakse tunduvalt riskantsemaks, kuna nende tagasimaksmine on tagatud kinnisvara valmimisjärgsete müügi- või üürihindadega. Nii mängis mitmetes 1990ndate alguses tööstus- ning Ida-Aasia riikides aset leidnud pangakriisides olulist rolli kommerts-kinnisvaraga tegelevate ettevõtete halbade laenude suurenemine. Samas täheldatakse mitmel pool

⁷ "When Bubbles Burst", *World Economic Outlook*, 2003, ptk 2.

⁸ Uurimuses määratleti buumina hinnakasvu, mille määr ületas kõikide hinnakasvude ülemise kvartiili piiri.

⁹ Haibin Zhu, "The Importance of Property Markets for Monetary Policy and Financial Stability. Real Estate Indicators and Financial Stability", *BIS Papers*, nr 21.

maailmas (väidetavalt ka Eestis) nn spekulatiivse iseloomuga eluasemeinvesteeringute suurenemist, mis on professionaalsetele kinnisvaraarendajatele antud laenudele omase, suhteliselt kõrgema riskitasemega.

Kinnisvarahindade muutus mõjutab panku ka laenu tagamiseks oleva kinnisvara turuväärtuse muutuse kaudu. Pangad kasutavad enda kaitsmiseks kinnisvarahindade languse vastu küll omafinantseeringu nõudeid, kuid need võivad piisavalt ulatusliku kinnisvarahindade languse korral osutuda ebapiisavaks. Samuti on uurimuste kohaselt pankade laenu tingimused protsükilised ehk nn headel aegadel kiputakse riske erinevatel põhjustel alla hindama, näiteks alandatakse kinnisvarahindade kiire kasvu korral omafinantseeringu määrasid. Lisaks krediidiriskile võib kinnisvarahindade langus pankade kasumlikkust õhnestada provisjonide suurendamise vajaduse kaudu, mistõttu kahanevad kapitaliseeritus, laenuandmise potentsiaal ja sellest tulenevalt ka intressi- ja teenustasutulud.

Eesti eluasemeturu areng viimastel aastatel

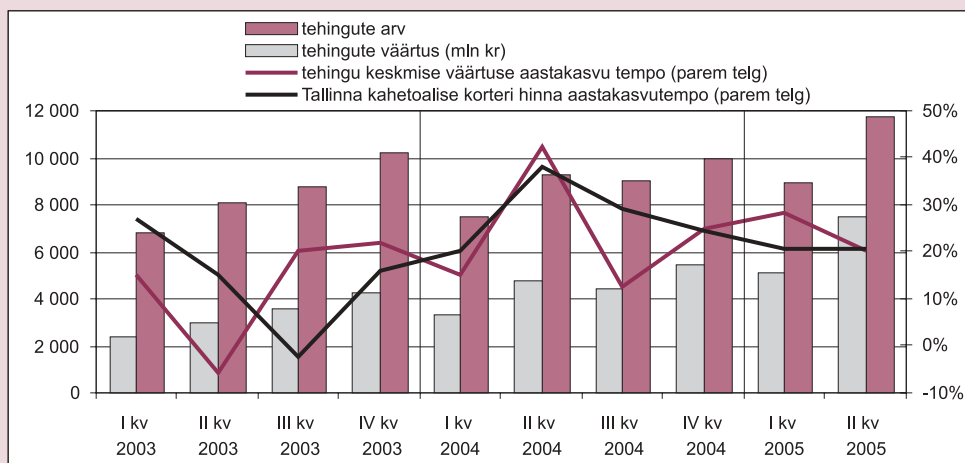
Eesti eluasemeturu hindade ja tehingumahtude kasvu on tugevalt toetanud nii sissetulekute suurenemine, keskmiste intressimäärade langus kui ka laenu tingimuste lõdvenemine. Nii on näiteks Tallinnas töötava kahe keskmise sissetulekuga majapidamise maksimaalne laenusumma eluasemelaenu keskmise intressimäära alanemist arvestades kasvanud viie aasta jooksul poolteist korda, samas kui sissetulek suurenes ligikaudu 60%. Konkurentsi survele on pangad teinud järeleandmisi laenu tingimustes, näiteks on pikendatud maksimaalset laenu perioodi ja leitud võimalusi omafinantseeringu miinimummäära vähendamiseks.

Kahtlemata on eluasemeturu kujundamisel oluline roll ka ootustel. Nii võidakse eluasemeinvesteeringu otsuseid teha kinnisvaraturu möödunud perioodide kõrgete tootluste põhjal, eeldades selliste arengutendentside jätkumist ka tulevikus. Sellise lähenemise laia levikut peegeldab ka spekulatiivse iseloomuga eluasemeinvesteeringute väidetav suurenemine. Teisest küljest on kinnisvarahindade tõusu ootusi kõrgendanud Eesti ühinemine nii Euroopa Liidu kui majandus- ja rahaliiduga, millega seoses mainitakse tihti välisinvestorite huvi Eesti kinnisvaraturu vastu. Maa-ameti statistika näitab siiski, et **välisinvestorite roll kinnisvaraturul on suhteliselt väike** – 7,2% arvu ja 4,3% väärtuse järgi 2005. aasta esimesel poolel tehtud tehingutest ning see pole ulatunud üle 10% ka varasematel perioodidel. Ühtlasi tuleb arvestada, et välisinvestorite osakaal erineb regiooniti, näiteks Tallinna vanalinnas võib nende roll suhteliselt suur olla. Samuti võib osa välisinvestoreist kasutada kinnisvara omamiseks Eestis asutatud ettevõtteid.

Tulenevalt kinnisvaraturule iseloomulikust jäigast pakkumisest määrab kinnisvarahinnad valdavalt nõudlus. Eluruumide ja -hoonete ostu-müügitehingute väärtus on Eestis tõusnud viimase kahe aasta jooksul keskmiselt 20% aastas, kergitades keskmist hinnataset ligikaudu poolteist korda. Mis puudutab viimaseid arengusuundumusi, kui **eluruumide ja -hoonete ostu-müügitehingute** arvu kasv on 2005. aastal pigem kiirenenud (I kvartali 19%lt II kvartalis 26%ni), siis tehingu keskmise väärtuse kasv on I kvartali 29%lt aeglustunud II kvartalis 20%ni (vt joonis 2.25).¹⁰ Kuigi kinnisvaraturg on aktiviseerunud nii tehingumahtude kui hindade järgi

¹⁰ Turgu suunava Tallinna kahetoaliste rahuldavas seisukorras korterite hinnakasv aeglustus 2004. aasta IV kvartali 25%lt 2005. aasta esimeses kahes kvartalis 21%ni.

ka väljaspool Tallinna, on eluruumide ja -hoonetega tehtud tehingud viimase kolme aasta jooksul veelgi enam koondunud Tallinna ümber – Harju maakonna arvele langeb peaaegu 60% tehingute arvust ja ligikaudu 80% nende väärtusest.



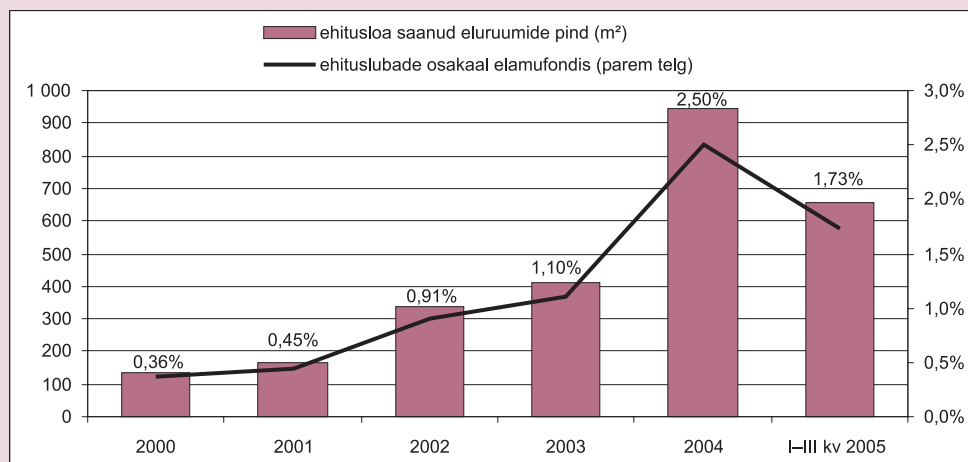
Joonis 2.25. Notariaalsed kinnis- ja vallasvara ostu-müügitehingud eluruumide ja -hoonetega ning tehingute keskmine väärtus ja kahetoalise korteri hind Tallinnas

Allikas: Statistikaamet

Laenuintresside alanemine ja laenude parem kättesaadavus on hoogustanud ka uute eluasemete rajamist. Tüüpkerite hindade kiire tõus 2003. aastal ja 2004. aasta esimesel poolel vähendas hinnavahet vanemat tüüpi ja uute elamispindade vahel. Sissetulekute kasvust ning vanemate ja uute korterite hinnavahe kahanemisest tingituna muutusid uued elamispinnad kättesaadavamaks järjest suuremale hulgale majapidamistele, mistõttu suurenes oluliselt ka **uute elamispindade pakkumine**. Kuigi võib tunduda, et ehituskasv on olnud tohutu – 2004. aastal väljastati ehituslubasid eluruumidele 2,3 korda suuremas ulatuses kui aasta tagasi¹¹ –, siis sel aastal moodustas **ehitusloa saanud eluruumide pind 2,5% kogu elamufondist**, mis jääb kinnisvara loomulikuks amortiseerumismääraks peetava 2–3% piiresse (vt joonis 2.26).¹² Samas tuleb muidugi arvestada, et Eestis kontsentreerub ehitus, nii nagu kinnisvaratehingudki, Tallinna ja selle ümbrusse, kus ka väljastatud ehituslubade osakaal elamufondist on ilmselt kõrgem.

¹¹ Ehituslubade väljastamine oli eriti aktiivne 2004. aasta II kvartalis, mil suur osa ehituslubasid vormistati 1. maist kehtima hakkava käibemaksumuudatuse ootuses ette.

¹² RICS European Housing Review 2005 kohaselt ulatus näiteks Austrias väljastatud eluasemete ehituslubade osakaal 2003. aastal 5%ni elamufondist.



Joonis 2.26. Väljastatud eluruumide ehituslood ja nende osakaal elamufondis

Allikas: ehtisregister

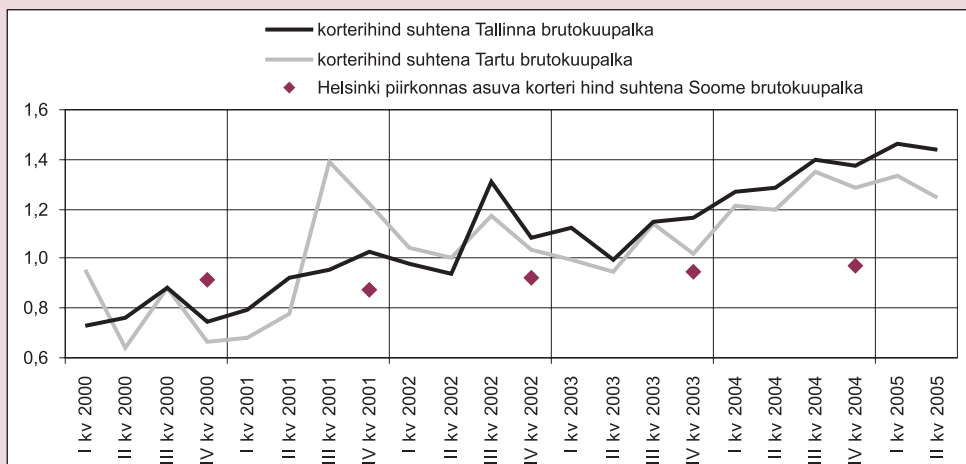
Kas eluasemeturg on üle hinnatud?

Kinnisvara peetakse üldiselt ülehinnatuks olukorras, kus kinnisvara hind ületab selle fundamentaalselt põhjendatud väärtust suurel määral. Samas on vara fundamentaalselt põhjendatud hinda keeruline kindlaks määrata, kuna see eeldab veel realiseerumata, oodatavate väärtuste prognoosimist. Samavõrra keeruline on hinnata, millisel määral peab turuväärtus fundamentaalselt põhjendatud väärtust ületama, et see kvalifitseeruks kinnisvara ülehinnatuse määramisel oluliseks. Eesti puhul komplitseerib kinnisvarahindade võimaliku ülehinnatuse analüüsi ka üleminekumajanduse staatus, kuivõrd nominaalse ja reaalse konvergenstiga peaks kaasnema kinnisvarahindade kasv, seda enam, et elukondliku kinnisvara hindade algfase oli väga madal.

Kinnisvarahindade ülehinnatust analüüsitakse põhiliselt kahel viisil: eluasemehinna ja sissetulekute suhte või kinnisvara hinna-tulu suhtarvu alusel. Näiteks Suurbritannias kasutatakse eluasemeturu ülehinnatuse hindamiseks "taskukohasuse" näitajat ehk keskmise eluaseme hinna ja aastasissetuleku suhet, mille ajalooliselt optimaalne ülempiir on 4. 2004. aasta novembris ilmunud Finantsstabiilsuse Ülevaates võrreldi "taskukohasuse" näitajaid Tallinnas ja Helsingis 2003. aastani¹³ ning leiti, et mõlema regiooni puhul on näitaja püsunud alates 2002. aastast 4,5–5,0 vahel. Seetõttu järeldati, et **keskpikas perspektiivis peaks kinnisvara hinnakasv jääma sissetulekute kasvust madalamaks, vastupidisel juhul võib kinnisvara hinnataset pidada ülehinnatuks.** Samuti võib "taskukohasuse" näitajana vaadelda keskmise eluaseme ruutmeetri hinna ja brutokuupalka suhet. Eesti kahe suurima linna puhul ületab keskmise eluaseme ruutmeetri hind keskmist brutopalka vähemalt viiendiku võrra (vt joonis 2.27), mis paistab eriti silma **võrdluses Soomega, kus viimase viie aasta jooksul pole Helsingi piirkonnas asuva korteri keskmine hind riigi keskmist brutokuupalka ületanud.**¹⁴

¹³ Vt 2004. aasta novembri Finantsstabiilsuse Ülevaate taustinfo "Kinnisvara hinnatase ja majanduskasv".

¹⁴ Helsingi piirkonna keskmist brutokuupalka kasutades oleks hinna-palka suhe veelgi madalamaks osutunud.



Joonis 2.27. Piirkonna kahetoalise korteri hind suhtena keskmisse brutokuupalka

Allikas: Eesti ja Soome statistikaametid

Teine võimalus analüüsida kinnisvara ülehinnatust on vaadelda kinnisvara hinna-tulu ehk siis ostu-müügi- ja üürihindade suhet, kuivõrd ostu-müügihind peaks peegeldama kinnisvaralt tulevikus teenitava tulu ehk üüritulu diskonteeritud nüüdisväärtust.¹⁵ Viimastel aastatel on nõudlus üürikorterite järele hüpoteeklaenude intressimäärade kahanemise ja laenu parema kättesaadavuse tõttu vähenenud ning üürikorterite pakkumine suurenenud, mistõttu üürihindade tase on märkimisväärselt alanenud. Kui 1999. aastal õnnestus Tallinnas asuva kahetoalise korteri ostu-müügihinna keskmiselt viie aastaga üürituluga tasa teenida, siis 2005. aastal kulub selleks juba üle kümne aasta (vt joonis 2.28).¹⁶ **Kuigi üürihinnad on viimase viie aasta jooksul ostu-müügihindade suhtes tunduvalt alanenud, on need täna veel sellisel tasemel, mis ei motiveeri eluaseme omandamise asemel seda üürima.** 2005. aasta II kvartalis ületas üürihind arvestuslikku kuist laenumakset napilt¹⁷, ent selleks, et üürimine muutuks atraktiivsemaks, peaks üürihind kuisele laenumaksele märgatavalt alla jääma. Omandamise kasuks räägib ka investeringuargument, samas kui üüri käsitletakse kuluna (seda isegi juhul, kui kapitalitulu ehk tulu kinnisvara turuväärtuse tõusult kahaneb). Kinnisvara omandamine laenu abil on üürimisest kasulikum ka maksuaspektist vaadatuna,¹⁸ alandades laenu efektiivset intressi ja tõstes eluasemeinvesteeringu tootlust, samas kui üürimisel maksusoodustused ei kehti.

Kokkuvõttes on Tallinna korterite hinnatase kerkinud sissetulekute suhtes senisest tasemest kõrgemale ning Tartus senise kõrgtaseme piirile, kusjuures keskmise eluaseme hinnatase Tallinnas ületab märgatavalt Soome vastavat näitajat. Selle aasta esimesel poolel nii Tallinnas kui Tartus aeglustunud eluasemehindade kasv annab lootust olukorra paranemiseks, kuigi

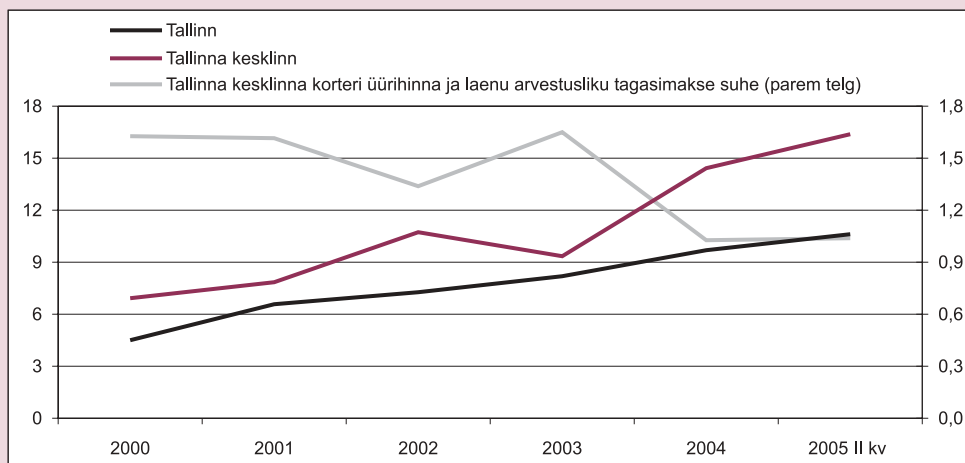
¹⁵ Kuna Eesti eluasemeturg on valdavalt omanikuturg ning üürituru osakaal on väike, siis tuleb analüüsitulemuste tõlgendamisel võtta arvesse vaatluste vähesusest tingitud andmete puudulikkust.

¹⁶ Suur osa üüritehingutest toimuvad siiski "mustalt", st üürileandja ei tasu üüritulult tulumaksu, mistõttu nende tehingute tasuvusnäitajad on mõnevõrra madalamad kui ametlikus statistikas.

¹⁷ "Musta" turu üürihind võis 2005. aasta II kvartalis olla isegi madalam kui igakuine arvestuslik laenumakse.

¹⁸ Tulumaksuseaduse kohaselt võib eluasemelaenu intresse maksustavast tulust maha arvestada kuni 50 000 krooni ulatuses aastas.

hetkel pole turusituatsiooni äkilist ja olulist muutumist oodata. Laenuintresside alanemise ja laenude parema kättesaadavuse tõttu on nõudlus eluaseme üürimise järele kahanenud, viies korterite ostu-müügi- ja üürihindade suhte läbi aegade madalaimale tasemele. Sellest lähtudes on riskid kasvanud viimasel ajal väidetavalt sagenenud nn spekulatiivsete eluasemeinvesteeringute puhul, mille ostuks võetud laenu tagasimakse loodetakse tasuda üürituludest ning samal ajal teenida eluaseme turuväärtuse kasvult.



Joonis 2.28. Korterite ostu-müügi hinna ja 12 kuu rendihinna suhe piirkonnas ning Tallinna kesklinna korteri keskmise kuise rendihinna ja arvestusliku laenu tagasimakse suhe

Allikas: Statistikaamet
Arvutused: Eesti Pank