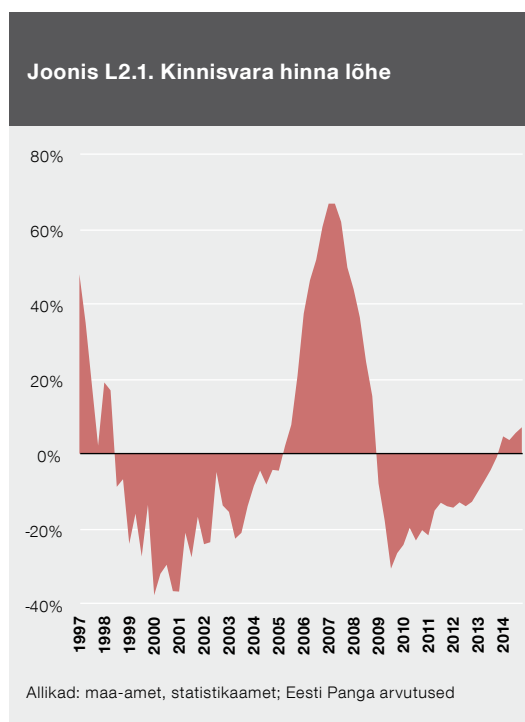


LISA 2. EESTI KINNISVARA HINDADE TASAKAALULISE TASEME HINDAMINE

Kinnisvara hindade tõus peaks üldjuhul olema kooskõlas majanduse põhinäitajate pikaajalise suundumusega. Kinnisvara hindade areng võib aga eri põhjustel kalduda tasakaalulisest tasemest kõrvale ja tekitada mullistumise ohtu. Kuna kinnisvara- ja laenuturg on omavahel tihedalt seotud, võib kinnisvara ülehinnatus põhjustada ka riskide kuhjumist finantsüsteemis. Finantsstabiilsust ohustavate riskide seisukohast on seetõttu oluline hinnata kinnisvara hindade tasakaalulist taset ja selle erinevust tegelikest hindadest.

Kinnisvara hinna löhe hindamine

Kinnisvara hindade kõrvalekaldeid nende tasakaaluväärtusest saab tuvastada mitmel viisil. Siinses analüüsis on võetud aluseks Hardingi ja Pagani³⁵ pakutud meetodika, mida on rakendanud nii paljud teised uurijad³⁶ kui ka keskpannad. Selle lähenemisviisiga jagatakse kinnisvara hinna aegrida trendi- ja tsükliliseks komponendiks³⁷ ning arvutatakse kinnisvara hinna löhe. Viimane leitakse kinnisvara tegeliku hinna ja selle pikaajalise keskmise väärtuse ehk trendi suhtena.



Eesti kinnisvaraturul on nähtud nii ülekuumenemist kui ka sellele järgnenud järsku hinnalangust. Kuni 2005. aastani olid kinnisvara hinnad³⁸ valdavalt allpool oma pikaajalist keskmist taset (vt joonis L2.1). Järgnenud nelja aasta jooksul tõusid aga hinnad sellest tasemest kuni 65% kõrgemale. Seda võis põhjustada pankade välisomandisse minek, üleilmne soodne likviidsuskeskkond ja kapitali sissevool, mis kaasnes Euroopa Liidu liikmeks saamisega.³⁹

35 Harding, D., Pagan, A. (2002). Dissecting the Cycle: a Methodological Investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49, 365–381.

36 Näiteks Jaeger, A., Schuknecht, L. (2007). Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behaviour. *Emerging Markets Finance and Trade*, 43 (6).

37 Aegridade dekomponeerimisel on kasutatud ühepoolset Hodricki-Prescottti filtrit silumiskordajaga 100 000.

38 Pikema aegrea saamiseks on kinnisvara hinna andmed pandud selle analüüsi jaoks kokku kahest näitajast. Andmed alates 2003. aasta kolmandast kvartalist pärinevad maa-ameti tehingute andmebaasist ja väljendavad Tallinna korteritehingute keskmist ruutmeetrihinda. Kuna varasema aja kohta samad andmed puuduvad, on selle jaoks kasutatud statistikaameti andmeid. Need ulatuvad aastani 1997 ja väljendavad rahuldavas seisukorras Tallinna eluruumi ruutmeetri keskmist ostu-müügihinda. Kuna kattuvate ajavahemike erinevused nende näitajate vahel on väga väikesed, võib konstrueeritud aegrida pidada usaldusväärseks.

39 Vaata ka [Finantsstabiilsuse Ülevaate 1/2014](#) lisateksti Eesti kinnisvara hindade kasvu mõjutavate tegurite ja sellega seotud riskide kohta finantsstabiilsusele

Majanduskriisi ajal langesid kinnisvara hinnad ulatuslikult, kuid kinnisvara hinna negatiivse lõhe sügavus (ligikaudu –30%) oli väiksem kui majanduse kiire kasvu ajal. Alates 2013. aasta teisest poolest on kinnisvara hinnad taas oma pikaajalisest keskmisest tasemest kõrgemal, kuid lõhe suurus ja kestus ei viita veel kinnisvaraturu märkimisväärsele tasakaalustamatusele. Kinnisvara hindade üle- või alahinnatuse tuvastamiseks tuleks vaadelda ka teisi majandusnäitajaid.

Eesti kinnisvara hindade ja teiste majandusnäitajate pikaajaliste trendide määratlemine on keeruline, kuna andmerekord on üldjuhul suhteliselt lühikesed ja sisaldavad erineva struktuuriga perioode. Kinnisvara hindade tasakaalulist taset on seetõttu keeruline leida ka tavapäraste mudelipõhiste meetodite abil.

Kinnisvaraturu tasakaalu hindamine kinnisvara hinna ja üüri suhtarvu abil

Teine ja üks enim kasutatud viise kinnisvara fundamentaalväärtuse hindamiseks ja selle võimaliku üle- või alahinnatuse tuvastamiseks on jälgida kinnisvara hinna ja üüri suhtarvu (ingl *price-to-rent ratio*). Selle meetodi raames võrreldakse kinnisvara omamise ja üürimise tulu. Turutasakaalu korral peaks kinnisvara üürimisest saadav tulu olema ligikaudu sama suur kui kinnisvara omamisest tulevikus saadava tulu nüüdisväärtus⁴⁰. Majandusagendid peaks seega eelistama sama palju nii kinnisvara ostmist kui ka üürimist. Sellisel juhul peaks kinnisvara hinna ja üüri suhtarvu väärtus olema ühe juures. Kui see on ühest suurem, siis on ostuhuvilistel kasulik hoopis üürida. Selline olukord peaks aga survestama kinnisvara hindu alanema. Kui hinna ja üüri suhtarv püsib oma keskmisest tasemest kõrgemal pikemat aega, siis võib see viidata kinnisvara ülehinnatusele ja mullistumise ohule, kuna ostuhind püsib üürihinna kõrgemal tõenäoliselt hinnakasvu jätkumise ebarealistlike ootuste tõttu⁴¹.

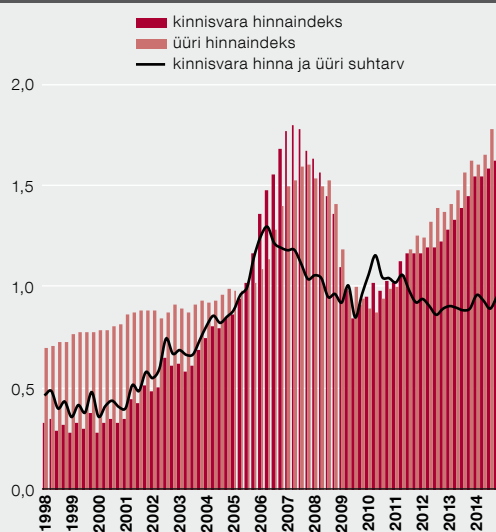
Keeruline on määratleda, kui palju ja kui kaua peab hinna ja üüri suhtarv kalduma tasakaalulisest tasemest kõrvale, et kinnisvara saaks lugeda ülehinnatuks. Lisaks tuleks arvestada kinnisvara omamisega seotud kulude (nt omandimaksud, kinnisvara ülalpidamise kulud, amortisatsioon) ja nende muutusega. Peale hinna ja üüri suhtarvu tuleks seetõttu jälgida ka teisi näitajaid.

Kui kõrvutada Eesti kinnisvara ja üüri hindade tõusu viimase 15 aasta jooksul, võib hinna ja üüri suhtarvu muutuses täheldada kaht eri perioodi. Suhtarvu väärtus tõusis peamiselt aastatel 2001–2006, hiljem pole aga selle keskmine väärtus eriti muutunud (vt joonis L2.2). Suhtarv tõusis osaliselt ilmselt eespool kirjeldatud struktuursele nihkele viitavate asjaolude tõttu (kapitali sisesevool jm).

40 Krainer, J., Wei, C. (2004). House Prices and Fundamental Value. FRBSF Economic Letter, 27. Campbell, S. D., Davis, M. A., Gallin, J., Martin, R. F. (2009). What Moves Housing Markets: A Variance Decomposition of the Rent-Price Ratio. Journal of Urban Economics, 66.

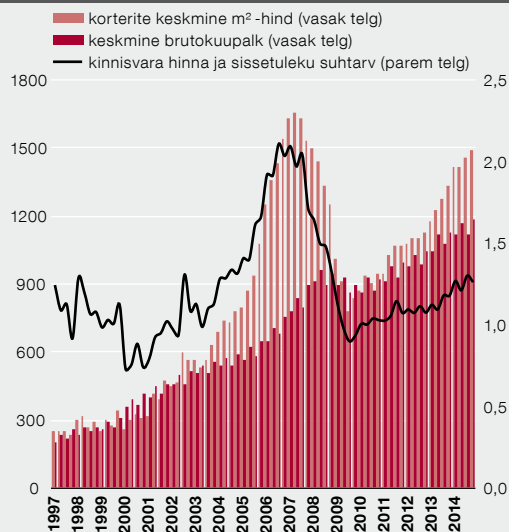
41 Himmelberg, C., Mayer, C., Sinai, T. (2005). Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions. NBER Working Papers, 11643.

Joonis L2.2. Kinnisvara hinna ja üüri suhtarv (2005=1)



Allikad: statistikaamet, maa-amet, Eurostat

Joonis L2.3. Tallinna kinnisvara hinna ja sissetuleku suhtarv (2005=1)



Allikad: statistikaamet, maa-amet

Kinnisvara hinna ja üüri suhtarvu kasutamine on Eesti puhul probleemne, kuna kodu omamise määr on meil märkimisväärselt kõrge (2013. aastal 81%) ja üürituru osakaal väga väike. Üüri hindade statistika ei ole seetõttu väga usaldusväärne ega pruugi anda õigeid tulemusi. Lisaks kaasnevad kinnisvara omamise staatuse muutmisega (kas üürimise asemel ostmisega või vastupidi) suhteliselt suured kulud ning see ei ole Eestis eriti tavapärane. Eesti kinnisvaraturu tasakaalu ei saa seetõttu hinnata ainult kinnisvara hinna ja üüri suhtarvu põhjal.

Kinnisvaraturu tasakaalu hindamine kinnisvara hinna ja sissetuleku suhtarvu abil

Kolmas meetod, mis võimaldab hinnata kinnisvara üle- või alahinnatust, on jälgida kinnisvara hinna ja sissetuleku suhtarvu (ingl *price-to-income ratio*) muutuseid. Erinevalt kinnisvara hinna ja üüri suhtarvust võrdleb see suhtarv kinnisvara ostmise kulu keskmise sissetulekuga. Selle põhjal saab hinnata kinnisvara taskukohasust. Kui suhtarvu väärtus tõuseb kas järsku või püsib pikema aja jooksul kõrgemal kui selle pikaajaline keskmine tase, siis viitab see muudel võrdsetel tingimustel kinnisvara kättesaadavuse halvenemisele ja enamasti ka kinnisvara ülehinnatusele. Nagu eelmise näitaja puhul, sisaldab ka hinna ja sissetuleku suhtarvu leidmise meetodika mõningaid lihtsustusi. Kinnisvara taskukohasuse hindamiseks peab tegelikult lisaks

sellele suhtarvule arvestama veel laenuteenindamise kulude ja laenutingimuste muutustega⁴², kuivõrd kinnisvara ostetakse üldiselt suuresti laenuvahendite toel.

Eestis oli kinnisvara hinna ja sissetuleku suhtarv aastatel 2000–2004 suhteliselt madal ja kõikus vähe (vt joonis L2.3). Järgnevate aastate kiire hinnakasvu tõttu kerkis järsult ka hinna ja sissetuleku suhtarv, kuna palgakasv oli samal ajal tagasihoidlikum. Kinnisvara taskukohasus majapidamiste jaoks seega halvenes. Majanduskriisi ajal kukkus hinna ja sissetuleku suhtarv ulatuslikult, kuna kinnisvara hindades toimus järsk korrektsioon. 2009. aasta teisel poolel oli hinna ja sissetuleku suhtarv langenud sama madalale, kui see oli olnud 2000. aastate alguses. Pärast kriisi on nii kinnisvaraturu aktiivsus kui ka hinnakasv taastunud ning hinna ja sissetuleku suhtarv on samuti tõusnud. Tänu suhteliselt hoogsale palgakasvule ei ole kinnisvara taskukohasus märgatavalt halvenenud.

Siinse analüüsi põhjal võib väita, et erinevad meetodid annavad Eesti kinnisvara hindade tasakaalulise taseme kohta mõneti erinevaid tulemusi. Eesti jaoks võib pidada kõige vähem usaldusväärseks kinnisvara hinna ja üüri suhtarvu, sest üüriturg on väike ja üüri hindade statistika kvaliteet kehv. Sellele näitajale tuleks pigem eelistada kinnisvara hinna ja sissetuleku suhtarvu, kuna see peegeldab turu arengut paremini. Lisaks tasuks samal ajal jälgida ka pikaajalise trendi kohta arvutatud kinnisvara hinna lõhet.

42 Girouard, N., Kennedy, M., Van der Noord, P., André, C. (2006). Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals. OECD Economics Department Working Papers, 475.