



**Daşınmaz əmlak bazarında qiymət
səviyyəsinin qiymətləndirilməsi**

Şaiq Adıgözəlov, Xəqani Kərimov, Heyran Əliyeva

Xülasə

Məqalədə fundamental iqtisadi amillərin analizi əsasında Azərbaycanda daşınmaz əmlak bazarında qiymətlərin tarazlı səviyyəsi müəyyənləşdirilmişdir. Alınmış nəticə daşınmaz əmlakın faktiki qiymət səviyyəsi ilə müqayisə edilmiş və “köpük”lərin mövcud səviyyəsi dəyərləndirilmişdir.

Abstract

In the article the equilibrium price level in the real estate market was estimated on the basis of economic fundamentals. Results were compared with the actual price level in the real estate market to estimate the size of the “bubble”.

Açar sözlər: daşınmaz əmlak, köpük, əmlaka tələb və təklif, ilkin və təkrar əmlak bazarı

Key words: real estate market, bubble, property demand and supply, primary and secondary real estate market

Müəlliflərin e-mail ünvanları:

Shaig_Adigozalov@cbar.az;

Khagani_Karimov@cbar.az;

Heyran_Aliyeva@cbar.az

Mündəricat

Giriş.....	109
1. Ədəbiyyatların icmalı.	109
2. İnformasiya bazası və metodologiya.	110
3. Qiymətləndirmənin nəticələri	115
4. Nəticə	116
Ədəbiyyat	66

Giriş

Daşınmaz əmlak sektoru bankların kredit portfelində və kreditlərin girov təminatında əhəmiyyətli yer tutur. İqtisadi və psixoloji faktorların təsiri ilə daşınmaz əmlak bazarında tənəzzül bir tərəfdən bu sektorda kreditlərin qaytarılmasını çətinləşdirir, digər tərəfdən isə girovların dəyərsizləşməsinə gətirib çıxara bilər. Sonuncu isə öz növbəsində iqtisadiyyatın digər sektorlarında vaxtı keçmiş kreditlərin həcmnin artmasına səbəb ola bilər.

Son global iqtisadi böhran göstərdi ki, aparıcı ölkələrdə vaxtı keçmiş kreditlərin artmasına banklar bir qayda olaraq kredit şərtlərinin sərtləşdirilməsi və ya əsas fondların reallaşdırılması ilə reaksiya verirlər. Nəticədə həm bank sektorunda, həm də bütövlükdə iqtisadiyyatda maliyyə şəraiti sərtləşməyə başlayır. Bu baxımdan daşınmaz əmlak bazarında konyunkturun dəyişməsi bank sektorunda qeyri-stabilliyi artıran amillərdəndir.

Azərbaycanda son illərdə baş vermiş sürətli iqtisadi inkişaf dövründə daşınmaz əmlak bazarında tələbin əhəmiyyətli artması qeydə alınmış, artan tələbə uyğun qiymət səviyyəsi formalaşmışdır. Bu baxımdan daşınmaz əmlakın qiymətlərində “köpük”lərin identifikasiyasına və onların “boşalmasının” makroiqtisadi effektlərinin ölçülməsinə zərurət yaranır.

Sənəd aşağıdakı strukturda verilmişdir: I bölmədə mövzuya dair ədəbiyyatların xülasəsi əks olunmuşdur; II bölmədə daşınmaz əmlak qiymətlərinə təsir edən amillərin identifikasiyası üzrə metodologiya və məlumat bazası nəzərdən keçirilmişdir; III bölmədə qiymətləndirmənin nəticələri verilmişdir; IV bölmədə isə nəticə və təkliflər əks olunmuşdur.

1. Ədəbiyyatların icmalı

İqtisadi ədəbiyyatlarda “köpük” qiymətlərin öz iqtisadi fundamentallarından uzaqlaşması kimi qeyd edilir. Belə ki, Kindlberqə görə maliyyə bazarında “köpük” dedikdə müəyyən dövrdə aktivlərin qiymətlərinin kəskin artması başa düşülür (Kindleberger, 1991). Aktivlərin qiymətlərində ilkin artım onun sonrakı dövrdə artımına stimül verərək yeni investorlar cəlb etmiş olur. Investorlar investisiyadan potensial gəlir əldə etmək əvəzinə aktivlərin qiymətlərinin artımında maraqlı olurlar. Şişmiş qiymətlər isə müxtəlif hadisələrin nəticəsində kəskin şəkildə aşağı düşə bilər ki, bu da maliyyə böhranına səbəb olur.

“Köpüyün” mahiyyətinə dair digər bir yanaşmaya isə Blançard və Vatsonun əsərlərində rast gəlinir (Blanchard & Watson, 1982). Onların fikrincə, “köpük” investorun dəqiq informasiyaya malik olmaması səbəbindən qiymətlərdə baş verən kəskin artıb-azalmadır. Bununla yanaşı, “köpük” aktivlərin onun fundamental göstəriciləri əsasında təyin olunmuş qiyməti ilə bazar qiymətləri arasındakı fərq kimi də izah edilir. Başqa sözlə, “köpüyün” mövcudluğunun təyin olunması fundamental dəyər konsepsiyası ilə əlaqəlidir.

Yaranma səbəblərinə əsaslanaraq şərti olaraq iki tip “köpük”ləri fərqləndirmək olar. Birinci tip köpük – spekulativ və ya ənənəvi “köpük”lərdir. Bu halda investor aktivlərin qiymətlərinin artmasını gözləyir. Lakin, bu gözlənti fundamental göstəricilərdə baş verən dəyişikliklərdən (bu halda artımlarla) irəli gəlmir. Başqa sözlə, aktivin dəyərinin ilkin artımı onun sonrakı qiymət artımlarına gətirib çıxarır. Belə asılılıq adaptiv gözləntilər və ya investorun hədsiz əminliyi ilə izah olunur. Belə ki, investor aktivin dəyərinə və beləliklə, bilavasitə qiymət dinamikasının artımına əmin olur. Bu tip “köpüklərin” araşdırılmasında əsas məhdudiyyətlərdən biri aktivlərin qiymət artımı ehtimalının tapılmasının çətinlik yaratmasıdır. Spekulativ “köpük”

Hamilton ((1986) – spontan spekulyativ köpük) və Siegel ((2003)-köpüyün funksional təyini verilir) tərəfindən geniş tədqiq edilmişdir.

Lukasın (Lucas, 1986) tədqiqat işlərində yaranan rasional gözləntilər hipotezi rasional “köpük” anlayışının yaranmasına səbəb oldu. Bunu ikinci növ “köpük” də adlandırmaq olar. Bu hipotez çərçivəsində “köpüyü” ölçülə bilən bir kəmiyyət kimi xarakterizə etmək olar. Rasional gözləntilər hipotezi çərçivəsində (Blanchard & Watson, 1982) “köpüyə” bazar qiymətləri ilə fundamental təyinedici göstəricilərin qiymətləri arasındakı fərq kimi tərif verilir.

Uzunmüddətli perspektivdə daşınmaz əmlak bazarında tarazlı qiymət mülkiyyətin gələcəkdəki xidmətinə görə ödənilməli olan cari diskontlaşdırılmış qiymətdir. Başqa sözlə desək, tarazlı qiymət gələcək kirayənin cari dəyəri və mənzilin diskontlaşdırılmış satış qiymətidir.

Qısamüddətli perspektivdə isə daşınmaz əmlak qiymətləri öz fundamentallarından real əmlak bazarının müəyyən xüsusiyyətlərinə görə yayına bilər. Ueyton (Wheaton, 1999) və Davis və Zhu (2009) tərəfindən qurulan modeldə göstərilir ki, əmlak təklifinin laqları ilə bankların kredit qərarları əmlakın cari bazar qiymətindən asılıdır. Onlar göstərmişlər ki, fundamentallarda baş verən dəyişikliklərə cavab olaraq əmlakın qiyməti yeni bir tarazlıq səviyyəsi ətrafında ümumiləşə və ya dəyişə bilər.

Bir sıra mövcud ədəbiyyatlarda göstərilir ki, daşınmaz əmlak qiymətindəki dəyişikliklər bir qrup makroiqtisadi göstəricilər və bazarın spesifik vəziyyəti ilə sıx əlaqədardır. Tsatsaronis və Zhu (2004) daşınmaz əmlak qiymətlərini tədqiq edərək müəyyən etmişlər ki, iqtisadi artım, inflyasiya, faiz dərəcələri, bank kreditləri və kapitalın qiyməti əhəmiyyətli izahedici gücə malikdirlər. Herring və Vatrerin, Hilberin isə qeyd edirlər ki, əmlak və bank kreditləri arasında əlaqə xüsusilə nəzərə çarpandır ((Herring & Wachter, 1999), (Hilberts, Lei, & Zacho, 2001), (Gerlach & Peng, 2005)).

Bundan əlavə, daşınmaz əmlak bazarı təbiətinə görə lokal xarakter daşıyır. Germeys və Moskovits (2004) tədqiq etmişlər ki, lokal bazar haqqında asimmetrik informasiya əmlakın maliyyələşdirmə formasının seçilməsində və əmlakın tranzaksiya formasının dəyişməsində böyük rol oynayır.

2. İnformasiya bazası və metodologiya

Təhlil zamanı daşınmaz əmlak bazarında evlərin qiymətləri və ekspozisiya müddətinə dair məlumatlar üzrə daşınmaz əmlak agentlərinin hesabatlarından, tikinti materiallarının qiyməti və digər göstəricilər üzrə isə Azərbaycan Dövlət Statistika Komitəsinin (ADSK) məlumatlarından istifadə edilmişdir.

Statistik mənbələrdə ilkin və təkrar bazarda evlərin qiymətlərinə dair statistik məlumatlar ABŞ dolları ilə, əhalinin sərəncamında qalan pul gəlirləri, özəl sektora əlavə daşınmaz əmlakın alınması məqsədilə verilən kreditlər isə manat ifadəsi ilə verilmişdir. Ekonometrik qiymətləndirmə məqsədilə bu göstəricilər aylıq əsasda indeks formasına gətirilmiş və 2006-2010-cu illəri əhatə edir. Daha sonra əhalinin sərəncamında qalan pul gəlirləri orta illik inflyasiya əsasında nəzərə alınmışdır.

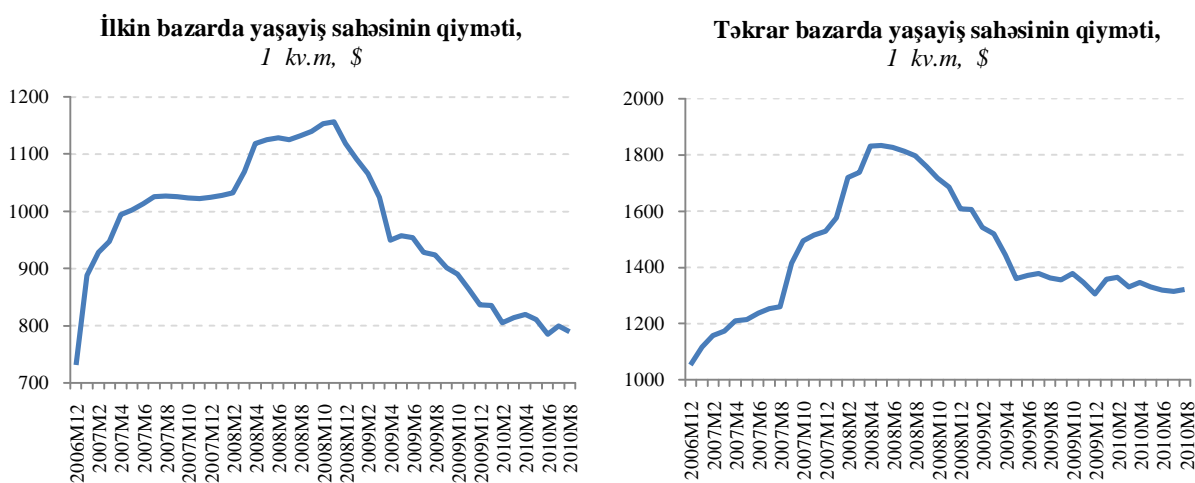
Cədvəl 2. Məlumat bazasının mənbəyi və dövrüliyi

	İlk müşahidə	Son müşahidə	Dövrüliyi	Mənbə
İlkin və təkrar bazarda evlərin qiyməti	2005, dekabr	2010, dekabr	aylıq	Daşınmaz Əmlak Bazarı İştirakçıları İctimai Birliyi
Fiziki şəxslərə daşınmaz əmlak alınması üçün verilən kreditlər	2006, dekabr	2010, dekabr	aylıq	Azərbaycan Mərkəzi Bankı
Əhalinin sərəncamında qalan real gəlirləri	2006, dekabr	2010, dekabr	aylıq	Dövlət Statistika Komitəsi
Ekspozisiya müddəti	2006, dekabr	2010, dekabr	aylıq	Daşınmaz Əmlak Bazarı İştirakçıları İctimai Birliyi
Tikinti materiallarının qiyməti	2006, dekabr	2010, dekabr	aylıq	Dövlət Statistika Komitəsi
Özəl sektora verilən kreditlər	2006, dekabr	2010, dekabr	aylıq	Azərbaycan Mərkəzi Bankı

Aparılan təhlillər Azərbaycanda daşınmaz əmlakın inkişafını aşağıdakı kimi şərh etməyə imkan verir. 1993-cü ildən başlayaraq vətəndaşların şəxsi istifadəsində olan mənzillərin özəlləşdirilməsi ilə əmlak bazarı da fəaliyyətə başladı. İlk dövrlərdə qiymətlər tez bir zamanda yüksəlməyə doğru meyilləndi. Bu zaman bazarda satıcılar az, mənzil almaq istəyənlərin sayı isə çox idi. Sonrakı dövrdə bazarı tənzimləyən qanunvericilik sənədləri, banklar və sığorta təşkilatları, qiymətləndiricilər və s. daşınmaz əmlak bazarında aktiv fəaliyyətə başladılar. Eyni zamanda əhalinin gəlirləri də yüksəlməyə başladı və daşınmaz əmlak bazarında tələbi daha da artırdı.

2006-cı ilin sonlarından başlayaraq istər təkrar bazarda, istərsə də ilkin bazarda qiymətlər artaraq 2008-ci ildə özünün pik səviyyəsinə çatdı (Şəkil 1).

Şəkil 5. İlkin və təkrar əmlak bazarında qiymətlərin dinamikası



Mənbə: Daşınmaz Əmlak Bazarı İştirakçıları İctimai Birliyi

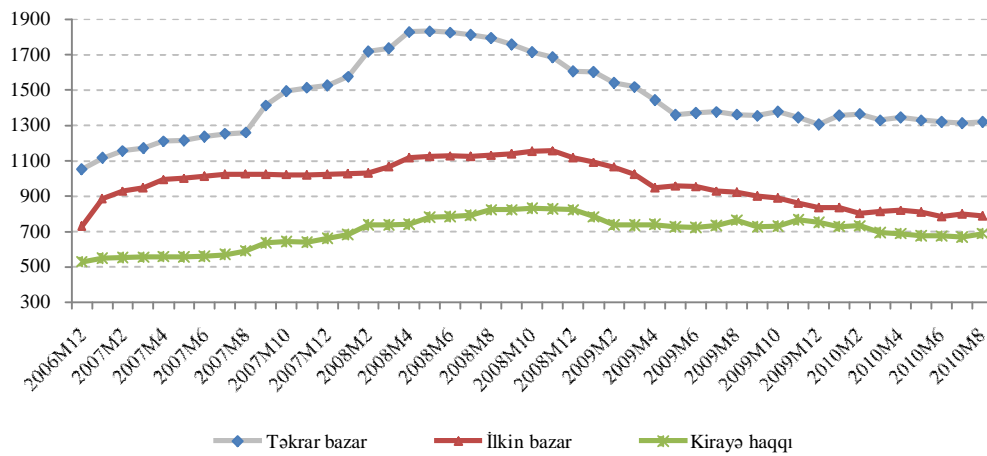
Qeyd edək ki, əmlak bazarında aparılan əməliyyatların şərtləri, vasitəçilərin sayı, maliyyə xidmətinin dəyəri və s. amillər də qiymətlərə öz təsirini göstərir.

İnkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsinə görə pul kütləsi, faiz dərəcəsi, əsas olmayan təkliflərin artımı, pulun real dəyərini saxlamaq istəyi və ya əmlak almaq imkanının əldən buraxılması təklifin xüsusiyyətlərinə təsir edə bilər. Əgər tələb və təklif uyğunluq təşkil edirsə, onda müəyyən olunan qiymət tarazlı qiymətdir.

Azərbaycanda iqtisadi aktivlik tikinti sektoruna, xüsusilə də mənzil tikintisinə əhəmiyyətli təsir etmişdir. Belə ki, 2007-ci ilin may ayında yeni tikililərin sayı 491 ədəd olduğu halda, 2008-ci ilin sonunda bu rəqəm 563-ə çatmışdır (ADSK).

Qeyd edək ki, daşınmaz əmlak bazarında tələbin formalaşmasına əsas amil kimi icarə haqqı və ölkədə ümumi iqtisadi vəziyyət də pozitiv təsir etmişdir. Belə ki, mənzil xidmətlərinə tələb icarə haqqının səviyyəsindən, istehlakçıların sayından və gəlirlərdən, gəlirlər isə öz növbəsində ümumi iqtisadi vəziyyətdən bilavasitə asılı olmuşdur.

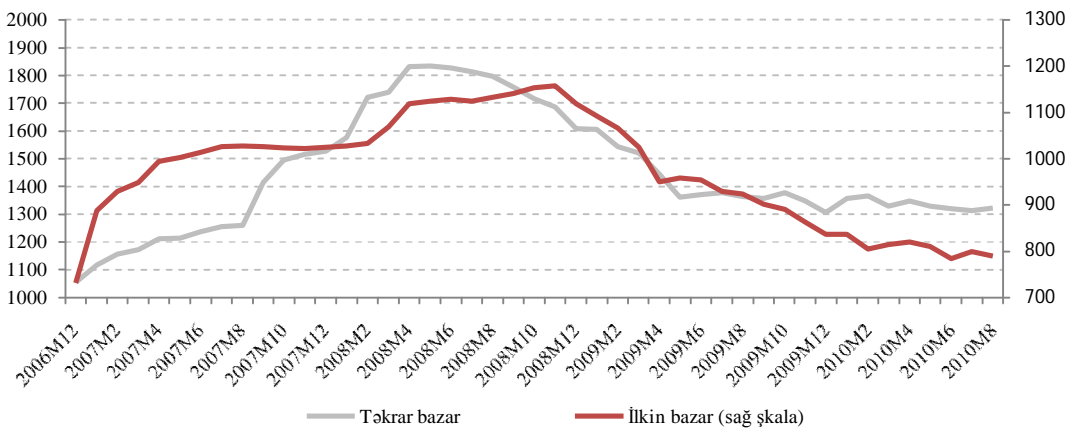
Şəkil 6. Daşınmaz əmlak bazarında yaşayış sahələrinin və kirayənin qiyməti



Mənbə: Daşınmaz Əmlak Bazarı İştirakçıları İctimai Birliyi

Aparılan təhlillər ilkin və təkrar bazarında qiymətlər arasında asılılığın mövcud olması qənaətinə gəlməyə imkan verir. Eyni zamanda ilkin bazarda qiymətlər bütövlükdə daşınmaz əmlak bazarında qiymətlərin formalaşmasında vacib rol oynayır. Belə ki, 2006-cı ildən başlayaraq tikintinin artım tempi ilk növbədə torpaq bazarında, sonra isə təkrar bazarda qiymətlərin artımına səbəb olmuşdur (Şəkil 3).

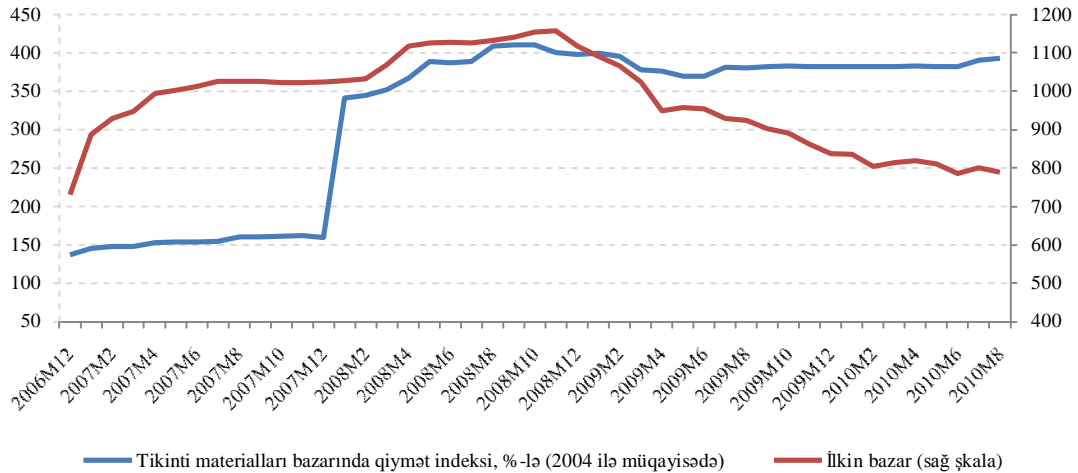
Şəkil 7. Daşınmaz əmlak bazarının ilkin və təkrar segmentlərində qiymət artımı



Mənbə: Daşınmaz Əmlak Bazarı İştirakçıları İctimai Birliyi

2006-2007-ci illərdə isə ilkin bazarda qiymətlər daha tez artsa da, sonradan təkrar bazarda qiymət artımından geri qalmışdır. Eyni zamanda tikinti materiallarının qiyməti ilkin bazarda qiymətləri formalaşdıran əsas amillərdəndir.

Şəkil 8. İlkin bazarda və tikinti materiallarında qiymət artımı



Mənbə: *Daşınmaz Əmlak Bazarı İştirakçıları İctimai Birliyi*

Bizim metodologiya verilmiş məlumatlar bazasının təhlilinə əsaslanır. Qeyd edək ki, daşınmaz əmlak bazarında qiymət determinantlarının belə təhlili müxtəlif alternativ yanaşmalar vasitəsilə həyata keçirilə bilər. Bəzi tədqiqatçılar öz araşdırmalarında *birölçülü zaman sıraları modelindən*²² və *effektiv bazar hipotezinə əsaslanan modeldən*²³ (Kalra, Dubravko, & Duenwalk, 2000) istifadə etmişlər.

Digər tədqiqatçılar isə qiymətləndirmə zamanı *fundamental model* və *aktivlərin qiymətlərinə əsaslanan yanaşmadan* istifadə etmişlər (Kluyev, 2008), Mühlensen və (Kaufman, 2003). Fundamental modeldə “köpüyün” səviyyəsinin qiymətləndirilməsi tələb və təklif bərabərliklərinin qiymətləndirilməsi əsasında həyata keçirilir. Bu zaman daşınmaz əmlakın qiymətlərindəki dəyişikliyə təsir edən tələb amili kimi sərəncamda qalan gəlir, mənzillərin kreditlə satışına qoyulan faiz dərəcəsi və işsizlik səviyyəsi, təklif amilləri kimi isə tikintiyə çəkilən real xərclər, ev təsərrüfatlarının sayı seçilir.

Aktivlərin qiymətlərinə əsaslanan yanaşmada isə daşınmaz əmlakın qiymətləri ilə onun kirayə haqqı arasındakı əlaqələrə baxılmışdır. Orta və ya uzunmüddətli dövrdə mənzillərin alınması ilə kirayə verilməsinin bir-birini əvəz edə bilməsini nəzərə alaraq, bu göstəricilər fundamentalları ifadə edən ümumi statistik məlumat vermiş olacaq.

Ümumiyyətlə, “köpük”lərin qiymətləndirilməsi ilə əlaqədar aparılan tədqiqatlar və mövcud ədəbiyyatların qısa xülasəsindən daşınmaz əmlakın əsas determinantları kimi aşağıdakı bir sıra göstəriciləri qeyd edə bilərik.

Tələb faktorları: sərəncamda qalan real gəlirlər (+), real ÜDM (+), adambaşına düşən real ÜDM (+), inflyasiya (+), real faiz dərəcələri(-), işsizlik səviyyəsi (-), əhalinin artımı (+),

²²Mülkiyyətin qiymətlərinin dəyişməsinin istiqaməti (“trend”i) qurulur və faktiki dəyişmənin “trend”dən kənarlaşması hesablanır.

²³ Mülkiyyətin qiymətindəki dəyişikliyin “fundamentallar” və “spekulyativ “köpük”” əsasında müəyyən edildiyi fərz olunur.

kreditin əldə edilməsi (+), adambaşına düşən sərəncamda qalan gəlirlər (+), ipoteka kreditlərinin real faiz dərəcələri (+).

Təklif faktorları: satılan evlərin sayı, real tikinti xərcləri, ev təsərrüfatlarının orta sayı və

Uzunmüddətli dövrdə daşınmaz əmlak qiyməti ilə onun determinantları arasında əlaqə aşağıdakı formada əks olunmuşdur:

$$DQ = c + \alpha EKSPm_t + \beta Kredit_t + \gamma Glir_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada: **DQ** - daşınmaz əmlakın qiyməti; **EKSPm** – ekspozisiya müddəti (6 aylıq sürüşkən orta); **Kredit** - daşınmaz əmlakın əldə edilməsi üçün verilən kreditin həcmi (loqarifmlə); **Gəlir**- əhalinin sərəncamda qalan real gəliri (loqarifmlə); ε_t - şok

Modeldə baxılan dövr üçün daşınmaz əmlak bazarında tələb və təklif yaradan amillər seçilərək əmlakın tarazlıq qiyməti və faktiki qiymətlərin tarazlıq qiymətlərdən kənarlaşma səviyyəsi müəyyən edilmişdir. Bu məqsədlə daşınmaz əmlakın ilkin və təkrar bazarı üçün qiymətləndirmə aparılmışdır.

Qiymətlərin tarazlıq səviyyəsinin qiymətləndirilməsi. Daha sonra BVF-nin metodologiyasına²⁴ əsaslanmaqla alınmış nəticə əsasında qiymət yaradan tələb və təklif amilləri əsasında ümumi tarazlıq səviyyəsi hesablanmışdır. Bu məqsədlə daşınmaz əmlak bazarında qiymətlərin tələb və təklif determinantları müəyyən edilmiş, daşınmaz əmlak bazarının xüsusiyyətlərini, məlumat bazasının əldə edilməsi kimi amilləri, modelin sərbəstlik dərəcəsinin azalmasını nəzərə alaraq qiymətləndirmə zamanı tələb və təklif amilləri kimi aşağıdakılar seçilmişdir.

Cədvəl 3. İlkin və təkrar bazarda tələb-təklif amilləri

		İlkin bazar	Təkrar bazar
Təklif amilləri	Tikinti materiallarının qiyməti	+	
	Özəl sektora verilən kreditlər	+	
Tələb amilləri	Fiziki şəxslərə daşınmaz əmlak alınması üçün verilən kreditlər	+	+
	Əhalinin sərəncamında qalan real gəlirləri	+	+
	Ekspozisiya müddəti		+

Qeyd: “+” işarəsi həmin parametrin müvafiq bazarda tarazlı qiymətlərin determinantı olduğunu göstərir

Ekonometrik hesablamalar göstərir ki, *əhalinin sərəncamda qalan real gəlirləri, daşınmaz əmlaka verilən kreditlər* hər iki bazarda, *ekspozisiya müddəti*²⁵ isə yalnız *təkrar bazarda tələb amili* kimi çıxış edir.

²⁴Vladimir Kluyev “ What Goes Up Must Come Down. House Price Dynamics in the United States”, IMF, 2008 (BVF-nun apardığı bu tədqiqatda Azərbaycan üçün qiymətləndirmədə “köpüyün” fundamentalları kimi ÜDM, pul baratı, xaricdən pul axını götürülmüşdür).

²⁵ Təhlillər göstərir ki, *ilkin bazarda qiymət səviyyəsi ilə ekspozisiya müddəti arasında təsir əlaqələri mövcud deyildir. Belə ki, ekspozisiya müddəti artdığı halda ilkin bazarda qiymət səviyyəsinin azalması müşahidə edilmir.*

Daşınmaz əmlak bazarının göstəricisi kimi həmin bazarda alqı-satqı müddəti (ekspozisiya müddəti) tələb amili kimi seçilmişdir. Burada ekspozisiya müddətinin azalması tələbin artmasını göstərir. Lakin, qeyd edək ki, ilkin bazarın qiymətləndirməsi zamanı bu göstərici statistik əhəmiyyətli alınmamışdır. Bu isə onunla izah oluna bilər ki, ilkin bazarda ekspozisiya müddətinin binanın tikilməsinə başlanılması tarixindən, yaxud tikilmiş binanın satışa çıxarıldığı tarixdən hesablanması dəqiq müəyyən olunmur. Eyni zamanda ilkin bazarda ekspozisiya müddəti həddən artıq böyükdür.

Daha sonra daşınmaz əmlak bazarının hər iki seqmenti üzrə qiymətləndirmə nəticəsində əldə edilmiş əmsalların normallaşdırılması vasitəsilə tarazlıq səviyyəsi müəyyən edilmişdir. Alınmış qiymət səviyyəsi ilə faktiki səviyyə müqayisə edilmiş və mövcud fərq daşınmaz əmlak bazarında “köpük” səviyyəsini göstərir. Eyni zamanda qurulmuş model əsasında növbəti ilə “köpük” səviyyəsi proqnozlaşdırılmışdır.

3. Qiymətləndirmənin nəticələri

Yuxarıda qeyd edilmiş metodologiyadan istifadə etməklə daşınmaz əmlak bazarının hər iki seqmenti üzrə əmlak qiymətlərinin fundamentalları qiymətləndirilmişdir.

Cədvəl 3-də modelin nəticələri verilmişdir. Matrisdə II sütunda təkrar bazarda, III sütunda isə ilkin bazarda daşınmaz əmlak qiymətlərinin müvafiq determinantlardan asılılığı verilmişdir. Ekonometrik qiymətləndirmənin nəticələrinə görə qeyd edilən göstəricilər daşınmaz əmlak qiymətlərinin əhəmiyyətli determinantı kimi çıxış edir.

Cədvəl 4. Daşınmaz əmlak qiymətlərinin determinantları

Asılı olmayan dəyişən	Təkrar bazar	İlkin bazar
EKSPO_M_MA6	-0.002828* (-4.518877)	
LOG(TKR_FZSH_KREDIT)	0.273561* (6.441792)	
LOG(E/GELIR_s/IQI_SA)	0.136899** (1.843823)	
C	5.706797* (33.98588)	6.317222* (66.09185)
LOG(ILK_FZSH_KREDIT)		0.056499* (2.849127)
LOG(EHALI_SRC_GELIR_SA/IQI_SA)		0.128781* (2.111176)
R-kvadrat	0.742685	0.709996
Müşahidələrin sayı		37
Dövriliyi	2006M1 - 2009M12	

*- 5% səviyyəsində əhəmiyyətli;**- 10% səviyyəsində əhəmiyyətli.

Burada: **Ekspo_M_MA6** – ekspozisiya müddəti (6 aylıq sürüşkən orta);**TKR_FZSH_KREDIT** – fiziki şəxslərə daşınmaz əmlakın əldə edilməsi üçün verilən

kreditin həcmi(loqarifmlə); **E/GELIR_s/IQI_SA** - əhalinin sərəncamda qalan real gəliri (loqarifmlə);**IQI_SA** – mövsümi təmizlənmiş inflyasiya;**ILK_FZSH_KREDIT** – ilkin bazarda fiziki şəxslərə daşınmaz əmlakın əldə edilməsi üçün verilən kreditin həcmi(loqarifmlə).

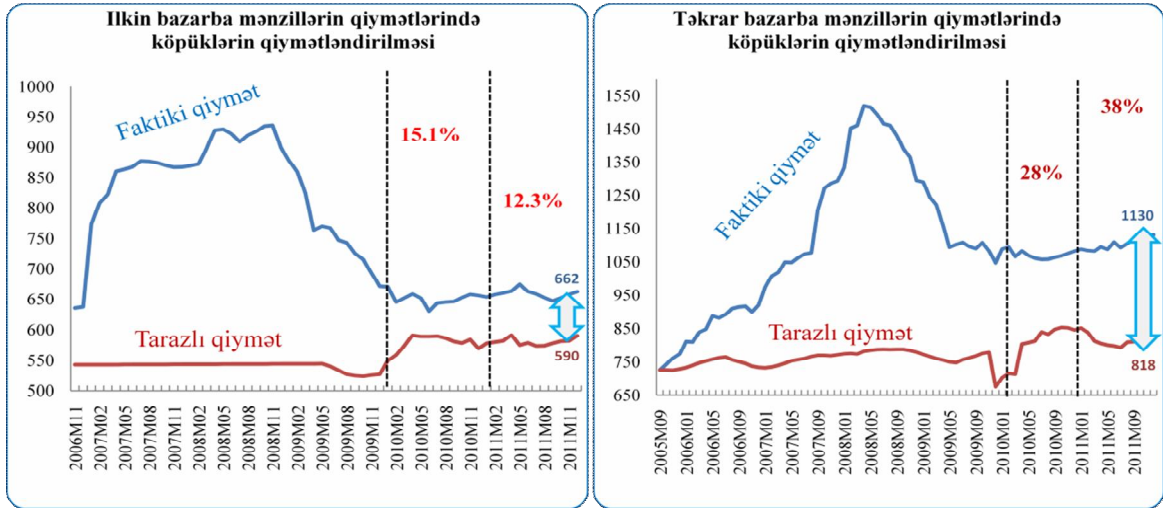
a) Təkrar bazar üzrə. Modelə daxil olan göstəricilər statistik əhəmiyyətlidir və təkrar bazarda daşınmaz əmlak qiymətlərinin dəyişiminin 74%-i bu amillər ilə izah edilir. Ekonometrik qiymətləndirmələrə görə fiziki şəxslərə əmlakın əldə edilməsi məqsədi ilə verilən kreditlərin 1% artması təkrar bazarda daşınmaz əmlak qiymətlərinə 0.27%, əhalinin sərəncamda qalan real gəlirlərinin 1% artması isə 0.14% artırıcı təsir göstərir. Ekspozisiya müddətinin hər 100 gün artması nəticəsində isə daşınmaz əmlakın qiyməti 28% aşağı düşür.

b) İlkin bazar üzrə. Modelin nəticələri statistik əhəmiyyətlidir. Eyni zamanda alınan nəticələrə görə ilkin bazarda daşınmaz əmlak qiymətlərinin dəyişiminin 71%-i bu fundamentallar ilə izah edilir.

Qiymətləndirmə nəticəsində müəyyən olmuşdur ki, kreditlərin həcmnin 1% artması ilkin bazarda daşınmaz əmlak qiymətini 0.056% artırır. Həmçinin əhalinin sərəncamda qalan real gəlirlərinin 1%-lik artımı isə 0.13% qiymət artımı ilə nəticələnir.

Aparılan qiymətləndirmələrə görə “köpük” əsasən ilkin bazarda 2006-cı ilin sonlarından, təkrar bazarda isə təxminən 2007-ci ilin sentyabr ayından başlamışdır.

Şəkil 9. Qiymətləndirmənin nəticələri



Eyni zamanda təkrar bazarda köpüyün maksimum səviyyəsi 2008-ci ilin may ayında ($1m^2 = 1516$ man) qeyd alınmışdır ki, bu da özünün tarazlıq səviyyəsindən ($1m^2 = 780$ man) 2 dəfəyədək çox olmuşdur. Bu dövrdən başlayaraq, təkrar bazar qiymətləri 2009-cu ilin may ayına qədər azalmış (1 il azalma, $1m^2 = 1094$ man) və ilin sonuna qədər demək olar ki, stabil qalmışdır.

İlkin bazarda isə köpüyün maksimum səviyyəsi 2008-ci ilin noyabr ayında qeyd alınmışdır ($1m^2 = 936$ man). Köpüyün pik səviyyəsi özünün tarazlıq səviyyəsini 73% üstələmişdir. Bununla belə təkrar bazarda müqayisədə ilkin bazarda köpüyün yaranması birdəfəlik və daha sürətli olmuşdur.

4. Nəticə

Baxılan dövr ərzində Azərbaycanda daşınmaz əmlak bazarında qiymətlərə əsasən əhalinin sərəncamda qalan real gəlirləri, fiziki şəxslərə daşınmaz əmlak alınması üçün verilən

kreditlər, ekspozisiya müddəti, tikinti materiallarının qiymətləri, özəl sektora verilən kreditlər təsir edən əsas faktorlar olmuşdur²⁶.

Daşınmaz əmlak bazarında qiymətləndirmələrin nəticəsi olaraq qeyd etmək olar ki, 2011-ci ilin sonuna daşınmaz əmlak bazarında köpüyün səviyyəsi orta hesabla 25% səviyyəsində qiymətləndirilmişdir.

Ədəbiyyat

1. Blanchard, O., & Watson, M. (1982). Bubbles, rational expectations, and Financial Markets. *NBER working papers* .
2. Davis, P. E., & Zhu, H. (2009). Commercial property prices and bank performance. *The Quarterly Reviews of Economics and Finance* , 1341-1359.
3. Evans, G. W. (1991). Pitfalls in testing for Explosive Bubbles in Asset Prices. *The American Economic Review* .
4. Garmaise, M. J., & Moskowitz, T. J. (2004). Confronting Information Asymmetries: Evidence from Real Estate Markets. *Review of Financial Studies* , 405-437.
5. Gerlach, S., & Peng, W. (2005). Bank lending and property prices in Hong Kong. *Journal of Banking and Finance* , 461-481.
6. Glindro, E. T., Subhanij, T., Szeto, J., & Zhu, H. (2008). Determinants of house prices in nine Asia-Pacific economies. *BIS Working Papers* .
7. Gurkaynak, R. S. (2005). Econometric Tests of Asset Price Bubbles⁶ Taking Stock. *Finance and Economics Discussion Series with number* .
8. Hamilton, J. D. (1986). On testing for Self-Fulfilling Speculative price Bubbles. *International Economic Review* , 545-552.
9. Herring, R. J., & Wachter, S. (1999). Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective. *Center for Financial Institutions Working Papers* .
10. Hilberts, P., Lei, Q., & Zacho, L. (2001). Real estate market developments and financial sector soundness. *IMF working paper* .
11. Kalra, S., Dubravko, M., & Duenwalk, C. (2000). Property Prices and Speculative Bubble: Evidence from Hong Kong SAR. *IMF WP* .
12. Kaufman, M. and M.Mühlesein (2003). "Are U.S. House Prices Overvalued?" in United States: Selected Issues, . *IMF Staff Country Report No. 03/245 (Washington: International Monetary Fund)*.
13. Kindleberger, C. P. (1991). Bubbles. In: *Eatwell, J. et al. (eds): The New Palgrave, The World of Economics. Macmillan Press Limited, UK. , 20-22.*

²⁶ Bu amillərlə yanaşı bir çox psixoloji və əhəlinin davranışını xarakterizə edən amillər təsir edir ki, onları kəmiyyətlə qiymətləndirmək mümkün deyil.

14. Kluyev, V. (2008). What Goes Up Must Come Down. House Price Dynamics in the United States. *IMF* .
15. Lucas, R. E. (1986). Adaptive Behaviour and Economic Theory,” in Rational Choice: the Contrast between Economics and Psychology,. Ed. by R. Hogarth and M. Reder, *The University of Chicago Press, Chicago and London*.
16. Maniatis, P. (2009, January). Speculative Bubbles: Conditions of Creation and explosion. *Journal of Business and Economics Research* .
17. Raymond, H. (2000). Preventing crises by testing for bubbles a comparative study of the financial fragility of Europe relative to the USA and Japan. *Bank of France Bulletin* .
18. Siegel, J. J. (2003). What is an Asset Price Bubble? An Operational Definition. *European Financial Management* , 11-24.
19. Simon, J. (2003). Three Australian Asset-price Bubbles. *Reserve Bank of Australia* .
20. Tsartsaronis, K., & Zhu, H. (2004). What drives housing price dynamics: cross-country evidence. *BIS Quarterly Review* .
21. Vyacheslav, M., & Zemcik, P. (2007). Testing for Bubbles in Housing Markets: A panel data approach. *CERGE-EI* .
22. Waters, G. A. (2008). Unit root testing for bubbles. A resurrection? *Economics Letter* .
23. Wheaton, W. (1999). Real estate “cycles”: some fundamentals. *Real Estate Economics* 27, , 209-230.
24. Zhu, E. P. (2005). Commercial property prices and bank performance. *BIS Working Papers. No 1975* .
25. Дробышевский, С. М., Наркевич, С. С., Пикулина, Е. С., & Полевой, Д. И. (2009). Полевой Анализ возможности возникновения «пузыря» на российском рынке недвижимости. *ИЭПП* .