



# Realitný cyklus na Slovensku a jeho špecifiká

Mikuláš Cár, Národná banka Slovenska

*Prasknutie realitnej bubliny v polovici predchádzajúcej dekády bolo pravdepodobne najrazantnejšie v doterajšej histórii, čo spôsobilo značnú finančnú a aj celkovú ekonomickú nestabilitu v celosvetovom meradle. Táto skúsenosť dáva podnet na dôslednejšie analyzovanie fáz realitného cyklu v jednotlivých krajinách, hlavne príčin prehrievania trhu s bývaním a následného prudkého prepadu cien bývania, aby sa pripravili účinné preventívne opatrenia a predišlo sa tak opakovaniu podobných situácií.*

<sup>1</sup> Prevod bytov z vlastníctva bytových družstiev a obcí do osobného vlastníctva bývajúcich sa realizoval na základe zmluvy o prevode vlastníctva bytu a zriadení záložného práva, uzatváraanej podľa § 5 ods. 1 zákona NR SR č. 182/1993 Z. z. v znení zákona NR SR č. 151/1995 Z. z. o vlastníctve bytov a nebytových priestorov. Takto boli získané obecné byty do osobného vlastníctva s podmienkou, že ich nadobúdatelia počas dohodnutého obdobia (v podmienkach Bratislavy napr. počas 10 rokov) od podpísania zmluvy neprevedú vlastníctvo predmetného bytu na inú osobu ako na manžela, deti, vnukov alebo rodičov. Na prevedení bytu bolo na ten čas zriadené záložné právo v katastri nehnuteľností, ktoré zaniklo až uplynutím určeného času alebo vyplatením zášky, resp. zľavy z ceny bytu, poskytnutej pri prevode vlastníctva daného bytu. Tento mechanizmus tiež významne tlmil slovenský trh s bývaním v poslednej dekáde na prelome storočí.

Realitný trh, resp. trh s nehnuteľnosťami je, zjednodušene povedané, trh, na ktorom sa stretáva ponuka nehnuteľností a s nimi súvisiacich služieb s dopytom po nich. V skutočnosti ide o konfrontovanie dopytu a ponuky, pokiaľ ide o byty, domy, rekreačné objekty, ale aj kancelárie, obchodné priestory, priestory určené na hospodárske účely i zariadenia a priestory určené na ubytovanie, oddych a rekreáciu a pod. Trh nehnuteľností takto pozostáva z množstva menších a relatívne samostatných trhov, ktoré zvyknú byť pracovne zhrnuté do dvoch agregovaných segmentov, a to do segmentu komerčných nehnuteľností a segmentu rezidenčných nehnuteľností. Predmetom tohto príspevku je predovšetkým trh s bývaním, o ktorom je dostupných oveľa viac údajov ako o trhu komerčných nehnuteľností. Potrebné je však dôsledne sledovať aj segment komerčných nehnuteľností, ktorý je objemom zhruba dvojnásobný v porovnaní s rezidenčným a zároveň je značne heterogénny.

Relatívne úspešná transformácia slovenskej ekonomiky na prelome tisícročí a s tým súvisiaci rast pozitívnych očakávaní obyvateľstva prispeli výraznou mierou aj k značnému zvýšeniu aktívity spojených s predávaním a kupovaním bytov a domov. Toto obdobie možno zjednodušene považovať za akýsi začiatok reálneho trhu s bývaním na Slovensku, keďže dovtedy takýto trh v podstate ani neexistoval. Jedným z rukolapných dôkazov tohto tvrdenia je aj absencia relevantného zdroja údajov o trhovách predajoch a cenách bytov a domov pred rokom 2000. Podstatná časť bytového fondu bola totiž predtým vo vlastníctve bytových družstiev a obcí.<sup>1</sup>

Trh s bývaním je vo všeobecnosti výrazne determinovaný predovšetkým výkonnosťou ekonomiky, od ktorej sa odvíja príjmová situácia jednotlivcov a domácností, a teda aj ich schopnosť riešiť potrebu či už prvého bývania, alebo zlepšovanie doterajšej bytovej situácie. Keďže v ekonomike je celkom prirodzené zohľadňovanie jej vývojových cyklov, rovnako treba uvažovať aj pri realitnom trhu.

Trhové prostredie v oblasti bývania sa teda začalo na Slovensku reálne kreovať v období,

keď sa hlavne v USA začalo poukazovať na výraznejšie zrýchľovanie rastu cien bývania. Pretrvávajúca nedostatočne uspokojená potreba bývania a obavy z prudkého zvýšenia cien domov a bytov po vstupe Slovenska do Európskej únie dosť výrazne akcelerovali dopyt, pričom ponuka bývania značne zaostávala. Výsledkom pôsobenia týchto viacerých faktorov bol prudký rast cien nehnuteľností na bývanie aj na Slovensku. Ten bol do určitej miery obhajovaný výrazným dvojciferným medziročným rastom HDP v priebehu takmer troch rokov až do polovice roku 2008. Spomalený rast výkonnosti slovenskej ekonomiky a jej recesná epizóda v roku 2009 sa prejavili v prudkom poklese priemernej ceny bývania, ktorý sa zmiernil až na začiatku roku 2010. Odvtedy sú medziročné zmeny vo vývoji priemernej ceny bývania permanentne nižšie ako medziročné zmeny vo vývoji HDP. Mierne rastúce ceny bývania od začiatku roku 2014 by mohli byť signálom, že sa v podmienkach Slovenska končí prvý realitný cyklus s vrcholom v polovici roku 2008 a s dosiahnutým dnom koncom roku 2013.

Doterajší cyklický vývoj na slovenskom trhu s bývaním začal byť zaujímavý nielen z hľadiska pozitívnych vplyvov na výkonnosť ekonomiky, ale aj z pohľadu vyvolania možných nerovnováh, pokiaľ ide o cenovú a celkovú finančnú stabilitu.

## SLOVENSKÝ REALITNÝ CYKLUS Z MEDZINÁRODNÉHO POHLADU

Realitný cyklus je spojený s ekonomickým cyklom, ktorý je determinovaný dvoma hlavnými všeobecnými vplyvmi. Jeden je ekonomický a druhý je finančný. Ekonomická stránka hospodárskeho cyklu sa prejavuje aj rastom v stavebníctve a špekuláciami s nehnuteľnosťami. Finančný vplyv sa prejavuje v raste peňažnej zásoby a úverov v bankovom systéme. Vplyvom menovej expanzie sa znižia úrokové sadzby a banky môžu požičovať ďalšie peniaze. Nízke úrokové sadzby zároveň umožňujú väčšie investície aj na nákup nehnuteľností.

Na vrchole konjunktúry sú ceny nehnuteľností vysoké a úrokové sadzby zvyčajne opäť začínajú



jú rásť. Vyššie náklady utlmujú ďalšiu výstavbu a obchody, takže tempo rastu ekonomiky klesá. Pokračujúce spomaľovanie zastaví expanziu a s klesajúcimi investíciami klesá aj dopyt, a celá ekonomika a s ňou aj reálny trh potom spadne do recesie a do depresie<sup>2</sup>.

Doterajšia história slovenského trhu s bývaním dáva príležitosť obzrieť sa za uplynulou dekadou cez podrobnejšiu národnú optiku, ale aj zaznamenať niektoré súvislosti v medzinárodnom kontexte.

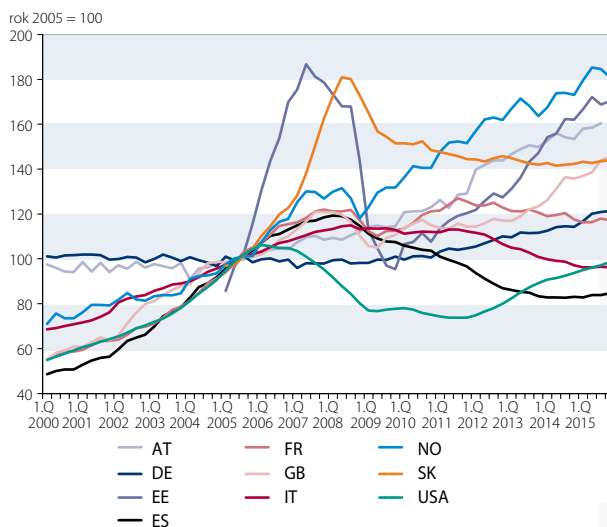
V grafe 1 sú krajiny, ktoré reprezentujú určité typy vývoja priemerných cien bývania. Vyplýva z neho, že časť posledného reálného cyklu v polovici predchádzajúcej dekády mala v jednotlivých krajinách veľmi pestrý priebeh. Fáza expanzie cien bývania vrcholila vo väčšine krajín zhruba od začiatku roku 2006 (USA) až po polovicu roku 2008 (Taliansko, Slovensko). Vývoj cien bývania v Rakúsku a Nemecku dosahuje historické maximá v súčasnosti a vo Francúzsku, Veľkej Británii a v Nórsku zaznamenal rast cien bývania za posledných sedem rokov už dva vrcholy.

Národných špecifik je v poslednom reálnom cykle rozhodne niekoľko. V prípade Rakúska a Nemecka dlhodobá stagnácia cien bývania sa v posledných rokoch zmenila na pomerne dynamický rast, ktorý pokračuje aj v súčasnosti. Posledný reálny cyklus v týchto krajinách tak ešte nie je ukončený. Vo väčšine vyspelých krajín mal vývoj cien bývania pred reálnym boomom veľmi podobný trend, no obdobie recesie, veľkosť amplitúdy medzi vrcholom a dnom reálného cyklu, ale aj ďalší vývoj cien domov a bytov po dosiahnutí recesného dna je v týchto krajinách značne heterogénny.

Samostatnú špecifickú skupinu tvoria nové členské krajiny EÚ, ku ktorým možno zaradiť aj Estónsko a Slovensko. Pre tieto krajiny je charakteristická jednak objektívna absencia údajov o staršej histórii vývoja cien bývania, chýbajúce skúsenosti aktérov z fungovania trhu s bývaním a pomerne dynamický rast cien bývania hneď od začiatku kreovania trhu s bývaním. Do značnej miery to súviselo aj s otvorením európskeho priestoru po vstupe nových krajín do EÚ a s pomerne vysokým záujmom zahraničných investorov o relatívne lacné nehnuteľnosti v týchto nových krajinách. Vrchol expanzie rastu cien bývania v týchto krajinách bol posunutý na omnoho vyššie hodnoty bazických indexov, ako boli ich porovnateľné maximá v starých členských krajinách EÚ. Samotná recesia aj nasledujúci vývoj cien bývania mali v nových členských krajinách EÚ opäť značne diferencovaný priebeh.

V podmienkach Slovenska sme boli od samého začiatku oficiálneho zaznamenávania vývoja priemerných cien bývania svedkami ich mimoriadne dynamického rastu a po necelých štyroch rokoch tento rast dosiahol vrchol. Táto relatívne krátka fáza expanzie v raste cien bývania je spôsobená absenciou relevantných informácií o trhu s bývaním a chýbajúcimi údaj-

**Graf 1 Vývoj indexu cien bývania vo vybraných krajinách**



Zdroj: BIS, NBS.

mi o vývoji cien nehnuteľností na bývanie pred rokom 2002. Dá sa predpokladať, že vzhľadom na takmer neexistujúci trh s bývaním by mala krivka vývoja priemerných cien bývania na Slovensku na prelome storočí výrazne prudší sklon ako v prípade starých krajín EÚ. Fáza recesie v slovenskom reálnom cykle je charakteristická pomerne prudkým poklesom priemernej ceny bývania zhruba v priebehu jedného roka od dosiahnutého vrcholu a ich následnou, približne štvorročnou relatívnou stagnáciou. Od začiatku roka 2014 možno badať určité signály opätovného oživovania slovenského trhu s bývaním, sprevádzané postupným miernym rastom priemernej ceny bývania. Podľa týchto signálov by sa mohol slovenský reálny cyklus v súčasnosti teoreticky nachádzať vo fáze prechodu z depresie do expanzie.

Vzhľadom na značne diferencovaný priebeh reálného cyklu v sledovaných krajinách sa núka otázka, aká je obvykle jeho dĺžka a miera pravidelnosti. Ani v tomto prípade neexistuje jednoznačná odpoveď, dajú sa však urobiť určité zovšeobecnenia z doterajších, hlavne zahraničných skúseností. Z tých napríklad vyplýva, že vzniku depresii v USA predchádzalo s minimálne dvojročným predstihom dosiahnutie vrcholu v stavebnej produkcii a vrcholu v cenách pozemkov, pričom väčšina cyklov mala trvanie okolo 20 rokov.<sup>3</sup>

### VZŤAH REALITNÉHO, EKONOMICKÉHO A ÚVEROVÉHO CYKLU NA SLOVENSKU

Na reálny trh aj na samotné ceny bývania pôsobí celý rad ponukových a dopytových faktorov, ktorých miera vplyvu sa v čase mení. Čo sa týka ponukových faktorov, možno sledovať, ako je ovplyvňovaný vývoj ceny bývania napr. vývojom hodnoty výstavby bytových budov alebo samotným počtom začatých, dokončených

- 2 Ekonomickou recesiou sa zvykne chápať stav, keď hrubý domáci produkt klesne počas dvoch po sebe idúcich štvrtrokov. Ak sa ekonomika zotaví a expanduje, ale je stále pod dlhodobým trendom, je naďalej v depresii.
- 3 Podrobnejšie Foldvary, F. E.: The Depression of 2008 (<http://www.foldvary.net/works/dep08.pdf>, s. 3).

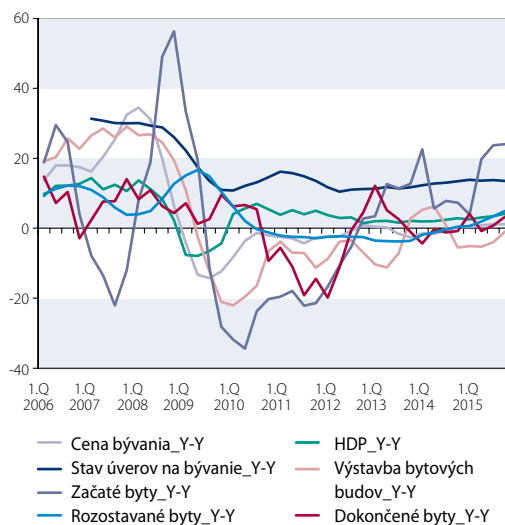


- 4 Renomovaný ekonóm William White varuje, že posledná recesia, ktorú predpovedal, vznikla v dôsledku veľkého dlhu, ktorý sa postupne ešte zvýšil (<http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/davos/12108569/World-faces-wave-of-epic-debt-defaults-fears-central-bank-veteran.html>).
- 5 Konkrétne sme porovnávali dostupné údaje za regionálny hrubý domáci produkt na obyvateľa s priemernou cenou nehnuteľností na bývanie v príslušnom regióne s výmerou 60 m<sup>2</sup>. Porovnávali sme hodnoty tzv. hrubej dostupnosti bývania na začiatku realitného cyklu (2005), v čase vyvrcholenie realitného boomu (2008) a aktuálne dostupné hodnoty.

a rozostavaných bytov. V rámci dopytových faktorov je vývoj ceny bývania ovplyvňovaný popri demografickom vývoji celým radom faktorov, ale rozhodujúci vplyv má predovšetkým vývoj výkonnosti ekonomiky a celkový stav úverov na bývanie. Z pohľadu výkyvov medziročných zmien ceny bývania a vybraných ponukových a dopytových faktorov je z grafu 2 zrejmé ich výraznejšie vlnenie v priebehu rokov 2008 až 2009 (obdobie prechodu vzostupu do recesie v rámci realitného cyklu) ako v ostatných časových úsekoch.

S medziročnými zmenami ceny bývania v celom sledovanom období najvýraznejšie korelovali medziročné zmeny stavu úverov na bývanie ( $r = 0,85$ ), HDP ( $r = 0,68$ ) a hodnota výstavby bytových budov ( $r = 0,63$ ). V súvislosti so skúmaním priebehu realitného cyklu sa zameriame na vzťah vývoja ceny bývania a s ním výraznejšie korelujúce dopytové faktory, a to na vývoj ekonomickej výkonnosti a úverov na bývanie.

**Graf 2** Medziročné zmeny ceny bývania a vybraných dopytových a ponukových faktorov (v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Najvyššia miera korelácie medzi vývojom ceny bývania a vybranými dopytovými faktormi je zvyčajne nameraná v období vrcholu realitného cyklu. Korelácia medzi cenou bývania a HDP sa časom znižuje od mnoho miernejšie, keď je medziročný rast ceny bývania pomalší ako medziročný rast HDP. V období, keď je medziročný rast ceny bývania rýchlejší ako medziročný rast HDP, sa korelácia medzi cenou bývania a HDP časom znižuje omnoho výraznejšie. Inými slovami, v období dominancie rastu ceny bývania sa jej korelácia s rastom výkonnosti ekonomiky s pribúdajúcimi štvrťrokmi znižuje dynamickejšie ako v období, keď je dominantnejší medziročný rast ekonomiky ako rast ceny bývania.

Medziročný rast stavu poskytnutých úverov na bývanie bol v priebehu doterajšieho vývoja

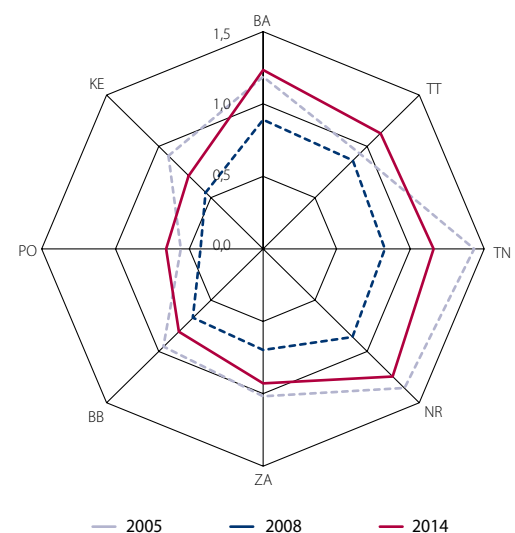
slovenského trhu s bývaním v prevažnej miere výraznejší ako medziročný rast priemernej ceny bývania. Ich vzájomná korelácia sa časom znižuje len veľmi mierne a ešte napríklad aj po desiatich štvrťrokoch od realitného boomu dosiahla vysoké hodnoty (až takmer 0,8).

Vybrané dopytové charakteristiky nám umožnia hodnotiť realitný cyklus tak z makroekonomickeho pohľadu, ako aj z pohľadu finančnej stability. Na jednej strane vývoj ekonomiky jednoznačne determinuje aktivity na trhu s bývaním a na druhej strane ceny nehnuteľností zohrávajú významnú úlohu na trhu úverov, pretože od cien domov a bytov sa odvíja hodnota zabezpečenia úveru na bývanie. Takto rastúca cena nehnuteľností zvyšuje šancu domácností požičať si úverové zdroje a úverovým inštitúciám sa zvyšuje hodnota zabezpečenia poskytnutého úveru, a teda aj možnosť poskytovania ďalších úverov. Úverové zataženie domácností aj vo vzťahu k financovaniu bývania by však nemalo presiahnuť únosnú mieru.<sup>4</sup> Preto je namieste zvýšená obozretnosť samotných úverových inštitúcií, ale aj inštitúcií dohľadu, pretože úvery na bývanie aj na Slovensku dlhodobo rastú, na medziročnej báze až dvojciferné.

Porovnaním výkonnosti ekonomiky s úrovňou cien bývania dostaneme tzv. hrubú dostupnosť bývania, čiže akú výmeru obytnej plochy si možno teoreticky zaobstarat' z vytvoreného bohatstva.<sup>5</sup>

Dostupné štatistické údaje jednoznačne dokazujú, že od začiatku oficiálneho zverejňovania štvrťročných údajov o slovenskom trhu s bývaním, t. j. od roku 2005 do roku 2008, sa dostupnosť bývania v jednotlivých slovenských regiónoch postupne zhoršovala. Znamená to, že v čase realitného boomu v roku 2008 bolo možné vo všetkých slovenských regiónoch obstarat' z vyprodukovaného HDP na jedného obyvateľa menšiu plochu štandardizovaného bytu ako v roku 2005. Zníženie výmery obstaranej oby-

**Graf 3** Vývoj hrubej dostupnosti bývania (v m<sup>2</sup>)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.



nej plochy sa pohybovalo od 0,1 m<sup>2</sup> v Trnavskom kraji až po 0,6 m<sup>2</sup> v Trenčianskom kraji.

Zhoršenie dostupnosti bývania od roku 2005 do roku 2008 bolo výsledkom jednoznačne výraznejšieho rastu cien bývania ako rastu výkonnosti ekonomiky v jednotlivých regiónoch. Kým hrubý domáci produkt na jedného obyvateľa rástol v jednotlivých slovenských krajoch v tomto období v priemere medziročne od zhruba 9 % do 13 %, priemerná cena metra štvorcového obytnej plochy rástla medziročne od 16 % do 34 %. Vo väčšine regiónov sa už v roku 2008 prejavilo spomalenie ekonomickej výkonnosti, kým ceny bývania ešte stále dynamicky rástli. Najvýraznejšie zhoršenie dostupnosti bývania do roku 2008 zaznamenali domácnosti v Trenčianskom kraji a v Nitrianskom kraji a najmenej boli v tomto smere dotknuté domácnosti v Trnavskom kraji.

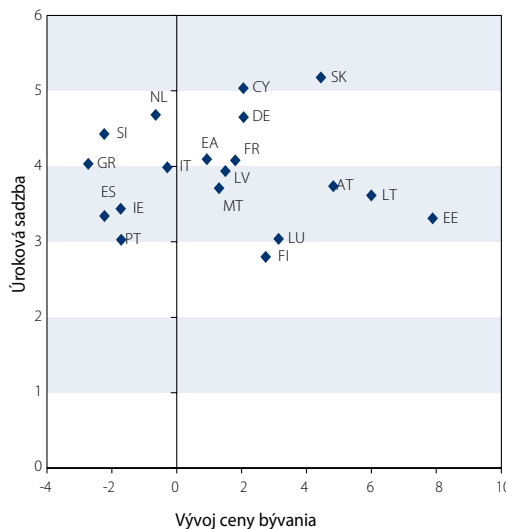
Pre všetky slovenské kraje bol rok 2009 charakteristický mohutnejším prepadom cien bývania, ako bol pokles ich ekonomickej výkonnosti. V nasledujúcich rokoch sa ekonomika pozviechala z recesie, kým medziročné zmeny cien bývania sa ešte pohybovali v mínusových hodnotách. Dôsledkom takeého vývoja bolo aj postupné zlepšovanie dostupnosti bývania. Aktuálna dostupnosť bývania je výrazne lepšia, ako bola v čase realitného boomu vo všetkých slovenských krajoch. Zároveň však treba dodať, že podľa zvoleného prístupu bola dostupnosť bývania v roku 2014 vo väčšine regiónov stále menej priaznivá ako v roku 2005.

Najhoršie na tom bol a aj aktuálne je Prešovský kraj, aj napriek tomu, že sa v ňom dostupnosť bývania za celý doterajší realitný cyklus mierne zlepšila. V Prešovskom kraji môže byť do určitej miery dostupnosť bývania skresľovaná pomerne vysokými cenami bývania v tatranskom regióne. Relatívne najlepšiu dostupnosť bývania vzhľadom na ekonomickú výkonnosť a priemernú cenu bývania majú aktuálne domácnosti v Bratislavskom kraji a v Nitrianskom kraji.

Druhým najdôležitejším faktorom, ktorý dostal do pohybu slovenský trh s bývaním, bolo vytvorenie a postupné zlepšovanie podmienok na získanie úverov na bývanie. Hlavne dereguláciou trhu s úvermi sa na prelome storočí vytvoril priestor pre konkurenčné prostredie, ktoré prispelo aj k zlepšovaniu úverových podmienok a rastúcemu záujmu domácností o úvery na bývanie. Tento záujem dlhodobo pretrváva, čoho výsledkom je už spomenutý dvojciferný medziročný rast stavu úverov na bývanie. Na vzťah medzi vývojom ceny bývania a vývojom stavu úverov na bývanie sa dokážeme pozrieť len z pohľadu za celé Slovensko, keďže nie sú k dispozícii regionálne údaje o stave úverov na bývanie.

Úverové podmienky a úrokové sadzby na úvery na bývanie sa v poslednej dekáde výrazne menili. Napríklad úrokové sadzby s fixáciou nad päť rokov boli na začiatku roku 2005 na Slovensku zhruba na úrovni priemeru eurozóny (okolo 4,8 %). Na prelome rokov 2008 a 2009 dosiahli

**Graf 4** Dlhodobý priemer vybraných charakteristík<sup>6</sup> za európske krajiny (v %)



Zdroj: ECB, NBS.

vrchol (v SR 6,2 %, v eurozóne 5,1 %) a odvtedy mali klesajúci trend. Na konci roku 2005 dosiahla úroková sadzba na úvery na bývanie s fixáciou nad päť rokov na Slovensku hodnotu 3,5 % a priemer za eurozónu predstavoval 2,8 %. Dlhodobý priemer za Slovensko je najvyšší spomedzi všetkých sledovaných krajín.

Aj keď sa pozrieme na posledné dostupné údaje o úrokových sadzbách na úvery na bývanie s fixáciou nad päť rokov, na konci roku 2015 bola na Slovensku s priemernou úrovňou 3,5 % druhá najvyššia (po Holandsku s úrovňou 3,95 %). Na druhej strane najnižšie úrokové sadzby na úvery na bývanie boli na konci roku 2015 v Portugalsku a vo Fínsku zhruba na úrovni 1,25 %. Znamená to, že úverové inštitúcie na Slovensku majú priestor na vytváranie ešte priaznivejších úverových podmienok pre záujemcov o úvery na bývanie, na mieste je však aj primeraná obozretnosť.

Vplyv úrokovej sadzby na úvery na bývanie na vývoj ceny bývania bol v európskych krajinách za posledných 10 rokov značne rozdielny. Napríklad v takých krajinách ako Írsko a Španielsko ani relatívne nízky priemer úrokovej sadzby na úvery na bývanie za poslednú dekádu neposunul priemer medziročných zmien ceny bývania do plusových hodnôt. Korekcie nadhodnotených cien z obdobia realitného boomu boli v týchto krajinách dosť výrazné a prakticky pretrvávajú až do súčasnosti. Priemerná úroková sadzba na úvery na bývanie v rámci krajín eurozóny sa v poslednej dekáde pohybovala okolo 4 % a ceny bývania rástli medziročne v priemere o jedno percento.

Slovensko sa aj s relatívne vysokými úrokovými sadzbami na úvery na bývanie v posledných rokoch radí medzi krajiny s vyšším priemerným medziročným rastom ceny bývania. Spoločnosť nám robia pobaltské krajiny, tiež s krátkou his-

<sup>6</sup> Dlhodobý priemer oboch vybraných charakteristík je vypočítaný z údajov z databázy ECB. Pri úrokovej sadzbe na úvery na bývanie s fixáciou nad päť rokov za obdobie od 1. januára 2005 do 31. decembra 2015. Pri cene bývania je dlhodobý priemer vypočítaný z dostupných údajov Eurostatu za medziročnú zmenu ceny bývania od 1. štvrtroka 2006 do 4. štvrtroka 2015.





7 Určité poznatky o možnostiach hodnotenia úrovne cien bývania boli zovšeobecnené napr. v príspěvku [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_PUBLIK\\_NBS\\_FSR/Biatec/Rok2014/01-2014/01\\_biatec14-1\\_car.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2014/01-2014/01_biatec14-1_car.pdf)

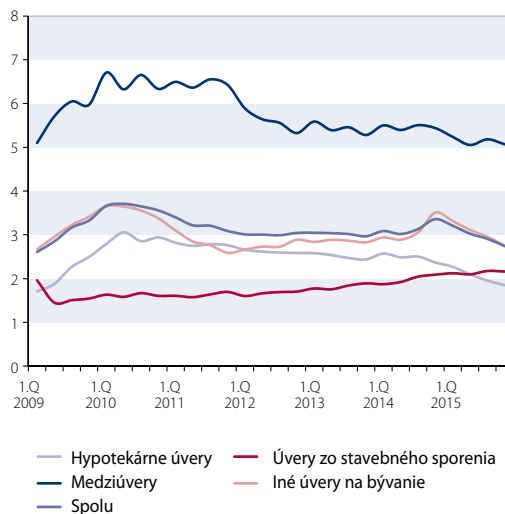
tóriou trhu s bývaním, ale s veľmi dynamickým vývojom cien bývania. Rýchlejší rast ceny bývania v týchto krajinách do značnej miery súvisí aj s regionálnym zaostávaním úrovne cien bývania za európskym priemerom. Rakúsko je zase zvláštne tým, že recesnú fázu realitného cyklu v posledných rokoch nezaznamenalo a cena bývania tam stále rastie. Aj to potvrdzuje, že realitné cykly v jednotlivých európskych krajinách majú svoje špecifické črty.

Znižovanie úrokových sadziieb na úvery na bývanie v posledných rokoch na Slovensku, aj napriek uvedenému širšiemu európskemu kontextu, jednoznačne prispelo k výraznejšiemu využívaniu úverových prostriedkov na obstarávanie bývania. Z pohľadu realitného cyklu je vývoj zmien stavu úverov na bývanie oveľa pokojnejší ako v prípade vývoja cien bývania, ale aj vývoja výkonnosti ekonomiky. Amplitúda medzi najvyššou a najnižšou hodnotou medziročnej zmeny stavu úverov na bývanie, resp. medzi jej vrcholom a dnom, je menej ako polovičná v porovnaní s vývojom ceny bývania a je aj menšia ako v prípade medziročného vývoja HDP. Ďalšou zvláštnosťou vývoja stavu úverov na bývanie je skutočnosť, že počas prevažnej väčšiny doterajšej histórie slovenského trhu s bývaním boli jeho hodnoty rádovo nad hodnotami vývoja priemernej ceny bývania (okrem troch štvrtrokov pred vyvrcholením realitného boomu v polovici roku 2008). Dlhodobý priemer medziročných zmien priemernej ceny bývania predstavuje hodnotu 4,4 % a v prípade stavu úverov na bývanie až 17 %.

Výrazný rast úverov na bývanie by mal teoreticky vytvárať tlak na rast ceny bývania. V podmienkach Slovenska sa tento predpoklad už dlhodobo nenaplnia. Medziročné zmeny ceny bývania sú vo vzťahu k zmenám stavu úverov na bývanie v posledných rokoch relatívne autonómne a potvrdzuje to aj ich takmer nulová vzájomná korelácia od začiatku roku 2010. Jednou z príčin môže byť aj relatívne vysoká aktuálna úroveň cien bývania vzhľadom na reálnu kúpyschopnosť najmä mladých slovenských domácností, ktoré stoja pred úlohou riešiť prvé bývanie. V tejto súvislosti by sa mohlo zdať, že z hľadiska sledovania finančnej stability v slovenských podmienkach je vývoj ceny bývania len sekundárny a určujúcim predmetom záujmu by mal byť vývoj úverov a ich štruktúra. V podmienkach Slovenska však nejde oddeliť vývoj úverov od vývoja ceny bývania, pretože až zhruba 70 % úverových prostriedkov si domácnosti už dlhodobo požičiavajú práve na riešenie bývania.

V súvislosti s finančnou stabilitou je dôležité sledovať aj schopnosť, resp. neschopnosť splácať úvery na bývanie. Z dostupných údajov vyplýva, že rizikovosť pri poskytovaní úverov na bývanie je na Slovensku relatívne nízka. Priemerná miera nesplácania úverov na bývanie dosiahla maximálnu hodnotu na začiatku roku 2010. Odvtedy má zväčša priaznivý klesajúci trend a na konci roku 2015 bola zhruba na úrovni 2,7 %. Určité

Graf 5 Vývoj miery nesplácania jednotlivých typov úverov na bývanie (v %)



Zdroj: NBS.

rozdiely sú v miere nesplácania jednotlivých typov úverov na bývanie, ale celkový doterajší vývoj možno hodnotiť pozitívne. Je to určite aj zásluha obozretnosti úverových inštitúcií pri poskytovaní úverov na bývanie.

### RIZIKÁ CYKLICKÉHO VÝVOJA CENY BÝVANIA A AKO IM ČELIŤ

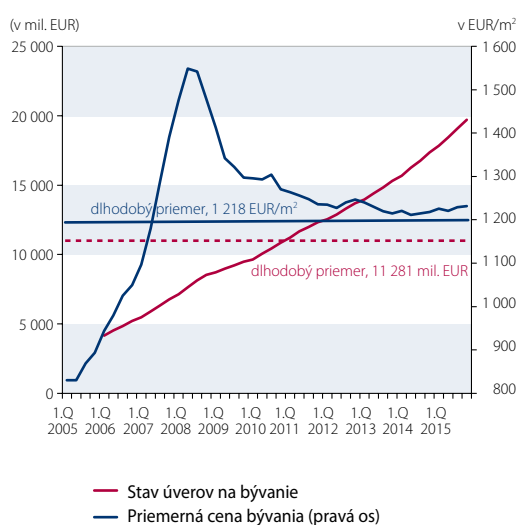
Realitný trh a vývoj cien bývania výrazne vplýva na makroekonomiku a finančnú stabilitu prostredníctvom celého radu kanálov. Znižujúce sa ceny bývania sú spájané hlavne so slabnoucou ekonomickou výkonnosťou, ktorá znižuje dopyt a súkromnú spotrebu, a teda aj záujem o úverové zdroje, čo znižuje aj pravdepodobnosť vzniku rizík a nestability vo finančnej sfére. Na druhej strane rastúce ceny bývania zvyčajne súvisia s pozitívnym vývojom celej ekonomiky a dávajú impulz na rast objemu produkcie najmä v stavebníctve. Zároveň však vyvolávajú zvýšený záujem o úverové zdroje, ktoré spôsobujú zadlženosť developerov i domácností, čo môže viesť aj ku vzniku rizika pri splácaní požičaných prostriedkov a k určitému napätiu vo finančnom sektore. Ak je v rámci realitného cyklu vývoj ceny bývania v súlade s vývojom základných ekonomických fundamentov, nie je dôvod na zásadné znepokojovanie. Ak však dochádza k ožiovaniu cien nehnuteľností v prostredí nízkych úrokových sadziieb, je dôležité zvážiť jeho pozitívny vplyv na makroekonomiku a finančný sektor oproti potenciálnym rizikám pre finančnú stabilitu.

Či je vývoj ceny bývania v súlade s vývojom ekonomickej výkonnosti spoločnosti, či sú ceny bývania nadhodnotené alebo podhodnotené, zvykne sa posudzovať jednak verbálne na základe pragmatických hodnotení sprostredkovateľov predaja nehnuteľností na bývanie, ale aj pomocou viacerých empirických kritérií.<sup>7</sup>



Pri hodnotení doterajšieho vývoja úrovne priemernej ceny bývania na Slovensku môžeme za základ porovnávania zvoliť dlhodobý priemer (aktuálne 1 218 €/m<sup>2</sup>). Z tohto pohľadu možno konštatovať, že cena bývania bola nadhodnotená v období od polovice roku 2007 až prakticky do konca roku 2011. Vygenerovaný dlhodobý priemer sa javí ako určitý strop vo vzťahu ku kúpyschopnosti našich domácností, s čím sa stotožňujú aj mnohí sprostredkovatelia bývania.

**Graf 6 Vývoj ceny bývania, stavu úverov na bývanie a ich dlhodobý priemer**



Zdroj: NARKS, NBS.

V poslednom období má vývoj priemernej ceny bývania na Slovensku tendenciu odkláňať sa od dlhodobovo rovnovážnej ceny bývania smerom k jej nadhodnocovaniu. Aktuálna úroveň priemernej ceny bývania si zasluhuje starostlivé sledovanie, zatiaľ však nedáva zámienku na mimoriadne obavy z celkového prehrievania slovenského trhu s bývaním. Priemerná cena bývania na Slovensku má vo väzbe na očakávanú rastúcu výkonnosť ekonomiky potenciál na postupné zvyšovanie aj vzhľadom na to, že v európskom kontexte sa jej hodnota nachádza pod celoeurópskym priemerom.

Retrospektívne hodnotenie vývoja ceny bývania z pohľadu reálného cyklu je veľmi jednoduché v porovnaní so snahou predvídať okamih, kedy môže rast cien prekročiť hranicu ich relatívne zdravého vývoja a kedy sa začína nafukovať tzv. reálna bublina. Z pohľadu relevantných európskych inštitúcií sa vývoj ceny bývania stáva rizikovým pre makroekonomickú rovnováhu vtedy, keď jej medzioročný rast prekročí v členskej krajine EÚ stanovenú kritickú hodnotu 6 %.<sup>8</sup>

Z porovnania trendov vývoja úrovne priemernej ceny bývania a stavu úverov na bývanie v poslednom období je dosť zrejmé, že veľ-

kým rizikom pre finančnú rovnováhu v ďalšej časti reálného cyklu na Slovensku môže byť hlavne pokračujúci výrazný rast objemu úverov a následná nedostatočná schopnosť tieto úvery splácať. Keďže je známe, že podstatná časť obstarávania bývania sa realizuje prostredníctvom úverových prostriedkov, potenciálne to vytvára predpoklady aj na vznik úverového rizika. Miera takého rizika závisí hlavne od miery obozretnosti úverových inštitúcií pri poskytovaní úverov na bývanie, ale aj od systému ich kontroly. Skúsenosti z hypotekárnej krízy v USA aj z jej rozšírenia do celého sveta poukázali na to, že orgánom, ktoré boli zodpovedné za dohľad nad finančným systémom, chýbali potrebné kompetencie a tiež účinné nástroje na predchádzanie systémovým rizikám. Preto sa na začiatku tejto dekády podnikli v rámci EÚ veľmi dôležité kroky v záujme riešenia naznačených problémov.<sup>9</sup>

Zodpovednými národnými autoritami v oblasti dohľadu nad finančným trhom sú v prevažnej väčšine európskych krajín ich centrálné banky. V rámci makroprudenciálnej politiky, resp. politiky obozretnosti na makroúrovni, dohliadajú nielen na jednotlivých aktérov na finančnom trhu, ale aj na finančný systém ako celok. Makroprudenciálna politika je orientovaná hlavne na úverové inštitúcie a potenciálnych záujemcov o čerpanie úverov. Jej cieľom je dosiahnuť, aby finančné inštitúcie mali vytvorené dostatočné rezervy na krytie rizík, ku ktorým môže dôjsť v čase recesie, ale zároveň aj tmiť nadmerný rast úverov a prebytočnej likvidity úverových inštitúcií. Platí to vo všeobecnosti, ale aj v prípade trhu s bývaním, a na dosiahnutie uvedeného cieľa sa používajú príslušné nástroje.

Nástroje, ktoré sa v rámci reálného cyklu zameriavajú na úverové inštitúcie, môžu byť priame, napr. pomocou stanovenia základných kapitálových požiadaviek a kapitálových vankúšov, alebo nepriame, a to pomocou stanovenia určitých limitov pre rizikové váhy (*risk weight* – RW) priradené expozíciám v sektore bývania alebo v sektore komerčných nehnuteľností, prípadne pomocou stanovenia limitov pre straty zo zlyhania (*loss given default* – LGD).<sup>10</sup> Celá táto skupina nástrojov zvyšuje odolnosť bánk a má aj vplyv na úverový cyklus. Prostredníctvom dodatočného kapitálu sa zvyšuje schopnosť bánk absorbovať prípadné straty z poskytnutých úverov na nehnuteľnosti v tzv. horších časoch. Na druhej strane požiadavka na zvýšenie kapitálovej primeranosti by mala viesť k tlmeniu apetítu úverových inštitúcií poskytovať úvery na bývanie v čase rozmachu reálného cyklu.

Nástroje, ktoré sa zameriavajú na dlžníkov, sledujú pomer hodnoty pôžičky k hodnote obstarávanej nehnuteľnosti (*loan to value* – LTV) alebo k finančnej schopnosti splácať pôžičku a súvisiace poplatky z príjmu dlžníka (*loan to income* – LTI; *debt service to income* – DSTI). Táto skupina nástrojov zvyšuje tak odolnosť bánk, ako aj ich dlžníkov voči

8 Ročný rast ceny bývania je jedným zo základných ukazovateľov, ktoré slúžia Európskej komisii na sledovanie vzniku možného rizika a zabezpečenie stability finančného systému ako celku. Kritické hranice jednotlivých ukazovateľov sú súčasťou správy o rýchlych varovaní (Alert Mechanism Report – AMR) v rámci postupu pri vyhodnocovaní makroekonomickej nerovnováhy (Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP), ktorá sa realizujú v ročnej periodicite za všetky krajiny EÚ. V súhrnnej hodnotiacej tabuľke sú vyznačené za jednotlivé krajiny tie ukazovatele, ktoré prekračujú stanovené kritické hodnoty. Posledný AMR zverejnila Európska komisia v novembri 2015. Podrobnejšie informácie možno nájsť na [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/macroeconomic\\_imbalance\\_procedure/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm).

9 V roku 2014 bola zriadená Európska rada pre systémové rizika (ESRB), ktorá aktívne podporovala rozvoj rámcov makroprudenciálnej, resp. obozretnej politiky. Ďalším dôležitým krokom k posilneniu schopnosti orgánov vykonávať obozretnú politiku na makroúrovni bolo nadobudnutie účinnosti smernice a pravidiel na zabezpečenie kapitálovej primeranosti (Capital Requirements Directive – CRD a Capital Requirements Regulation – CRR) od 1. 1. 2014.

CRD je upravené smernicou Európskeho parlamentu a Rady 2013/36/EÚ z 26. júna 2013 o prístupe k činnosti úverových inštitúcií a o prudenciálnom dohľade nad úverovými inštitúciami a investičnými spoločnosťami.

CRR je upravené nariadením Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č 575/2013 z 26. júna 2013 o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investičné spoločnosti a o zmene nariadenia (EÚ) č 648/2012.

Veľmi užitočnou pomôckou je spracovaná príručka ESRB na výkon politiky obozretnosti v bankovom sektore, ktorá v tretej kapitole obsahuje spracované nástroje aj pre oblasť reálného trhu. Podrobnejšie na [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303\\_esrb\\_handbook\\_mpe.pdf?ac426900762d505b12c3ae8-a225a8fe5](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mpe.pdf?ac426900762d505b12c3ae8-a225a8fe5).

10 Požiadavka na minimálny vlastný kapitál je upravená smernicou Bazilej III. Pôvodná požiadavka sa od júna 2012 zvýšila z 8 % na 9 % a postupne sa bude prostredníctvom konzervatívneho a proticyklického vankúša zvyšovať. Povinná kapitálová požiadavka dosiahne od začiatku roku 2019 úroveň 10,5 % a v prípade uplatnenia plnej sadzby proticyklického vankúša môže vzrásť až na 13 %. Navyše kapitálová požiadavka pre systémovo dôležité banky sa môže ešte zvýšiť. Aktuálne nastavenie kapitálových vankúšov v SR možno nájsť na <http://www.nbs.sk/sk/dohľad-nad-financnym-trhom/politika-obozretnosti-na-makro-urovni2/nastavenie-nastrojov/aktualne-nastavenie-kapitalovych-vankusov-v-sr> a hodnoty rizikových váh a limity pre straty zo zlyhania za SR, ktoré sú určené v súlade s nariadením Európskeho parlamentu a Rady o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investičné spoločnosti, sú uvedené v <http://www.nbs.sk/sk/dohľad-nad-financnym-trhom/politika-obozretnosti-na-makro-urovni2/nastavenie-nastrojov/aktualne-nastavenie-rizikovych-vah-a-parametrov-internych-modelov-platne-v-sr>.



- 11 Na tento účel bolo v súlade so zákonom č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a v súlade so zákonom č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov prijaté odporúčanie NBS č. 1/2014 zo 7. 10. 2014 v oblasti politiky obozretnosti na makroúrovni k rizikám spojeným s vývojom na trhu retailových úverov. Ide v podstate o súbor odporúčaní smerujúcich k dodržiavaniu limitov týkajúcich sa hodnoty LTV pri nových úveroch na bývanie, k stanoveniu a dodržiavaniu vnútorného limitu úverovej inštitúcie na ukazovateľ schopnosti klienta splácať úver, a to aj v prípade vzniku nepriaznivých okolností (zvýšenie úrokovej sadzby, zvýšenie nezamestnanosti a pod.). V súlade so zmocňovacím ustanovením § 8 zák. č. 90/2016 Z. z. o úveroch na bývanie, ktorý nadobudol účinnosť 21. 3. 2016, sa pripravuje ďalšie opatrenie k podrobnostiam o posúdení schopnosti spotrebiteľa splácať úver na bývanie. Toto opatrenie by malo nadobudnúť účinnosť 1. 9. 2016.
- 12 V tomto duchu sa vyjadruje aj bývalý guvernér centrálnej banky Veľkej Británie Mervyn King, podľa ktorého svet bude nevyhnutne čeliť finančnej kríze, pretože neboli dostatočne vyriešené problémy, ktoré spôsobili turbulencie v predchádzajúcej dekáde (pozri napr. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5726e610-dec0-11e5-b7fd-0dfe89910bd6.html#axzz41dEafzbQ>).
- 13 Pozri napr. Správu o finančnej stabilite k novembru 2015, s. 58 – 59, Správu o finančnej stabilite k máju 2016, s. 42 – 43.

#### Literatúra:

- Szpyrc, M. – Novota, D.: Bazilejské dohody o kapitáli a kapitálová primeranosť bánk v SR. In.: Biatek č. 7/2013.
- The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector.
- The state of the house price cycle in the euro area. In.: ECB Economic Bulletin, Issue 6/2015.

rôznym druhom rizík na trhu úverov.<sup>11</sup> Jednoducho povedané, stanovenie nižšej hranice pre LTV (tento limit sa spravidla určuje v čase vzniku úveru) zaväzuje záujemcu o kúpu nehnuteľnosti k vyššiemu podielu vlastných prostriedkov (zálohy). Znižuje to potenciálne straty banky v prípade vzniku problémov so splácaním úveru. Inými slovami, vznikne tak nižšia strata zo zlyhania úveru pre banku. Stanovenie limitov pre LTI a DSTI v podstate nastavuje hranice pre bonitu klientov, čo v konečnom dôsledku znižuje pravdepodobnosť, že dlžník nebude schopný splácať získaný úver na bývanie. Uvedené nástroje ovplyvňujú objem poskytovaných úverov na bývanie. Posúvaním ich hraníc možno tlmieť alebo podnecovať úverové aktivity v rámci realitného cyklu a tým aj vývoj ceny bývania. V prípade ziskania úveru na bývanie s vyšším LTV sú ceny nehnuteľností a nové úvery na bývanie oveľa citlivejšie na prípadný príjmový šok.

Zovšeobecnená skúsenosť hovorí, že ak je úverový cyklus sprevádzaný realitným cyklom, krízová situácia trvá dlhšie a je výraznejšia. Preto pri posudzovaní odolnosti bánk, fáz úverového cyklu a celkovej rizikovosti vo finančnom sektore je potrebné použiť okrem údajov o vývoji objemu úverov a cien bývania aj ďalšie užitočné informácie, napr. o investíciách v realitnom sektore, o stratách z realitných expozícií, o vývoji nesplácaných úverov a pod. Samotný výber a použitie súboru nástrojov na obmedzenie rizík v rámci realitného a úverového cyklu závisí od mnohých okolností a zvykne byť diferencované aj vzhľadom na národné špecifiká. Všeobecne platí pravidlo, že najúčinnější je rizikovým situáciám predchádzať. Následné zásahy prostredníctvom makroprudenciálnych nástrojov voči úverovým inštitúciám alebo ich dlžníkom je nevyhnutné realizovať okamžite v prípade, ak už aj jeden relevantný ukazovateľ dosiahne kritickú prahovú hodnotu. Citlivo je potrebné narábať s makroprudenciálnymi nástrojmi aj v období horších časov, aby sa napr. prostredníctvom zmiernených limitov vytvoril priestor na lepšiu dostupnosť úverov a na celkové oživenie ekonomiky.

Pri snahe o vytváranie podnetov na rozvoj ekonomiky a súčasne aj o zabezpečenie finančnej stability môže dôjsť k určitým stretom medzi zámermi makroprudenciálnej a menovej politiky. Aktuálne sa napr. ozývajú kritické hlasy v tom duchu, že veľké množstvo voľných peňazí v dôsledku kvantitatívneho uvoľňovania nekončí v reálnej ekonomike, ale prispieva k vytváraniu cenových bublín a podnecuje aj ďalšiu expanziu dlhov, čo môže zakladať problémy do budúcnosti.<sup>12</sup>

Realitný aj úverový cyklus sú priebežne predmetom záujmu Národnej banky Slovenska ako vnútroštátnej autority v oblasti dohľadu nad finančným trhom. Dôsledne sa analyzuje vplyv jednotlivých faktorov na finančnú stabilitu, pripravujú sa potrebné opatrenia a v pravidelných intervaloch je o tom informovaná aj verejnosť. Priebežne sa venuje pozornosť aj makroprudenci-

álnej politike v oblasti trhu rezidenčných nehnuteľností.<sup>13</sup>

Cyklický vývoj ceny bývania a v poslednom čase hlavne pokračujúci dynamický rast objemu úverov na bývanie sú rizikovými faktormi pre finančnú stabilitu. Prijaté odporúčania na predchádzanie možným rizikám na trhu úverov na bývanie na Slovensku však možno zaradiť medzi menej prísne v európskom porovnaní, a to aj zásluhou priebežnej komunikácie danej problematiky s úverovými inštitúciami.

## ZÁVER

Doterajšiu pomerne krátku históriu slovenského trhu s bývaním charakterizuje dynamický rast priemernej ceny bývania v prvých rokoch s dosiahnutým vrcholom v polovici roku 2008. Potom došlo k viac ako ročnému výraznejšiemu prepadu priemernej ceny bývania (o vyše 16 % oproti vrcholu) a od začiatku roku 2010 sa priemerná cena bývania mierne znižovala a po štyroch rokoch pravdepodobne dosiahla dno na úrovni zhruba 20 % pod jej vrcholom z polovice roku 2008. Od začiatku roku 2014 má vývoj priemernej ceny bývania na Slovensku prevažne mierne rastúci trend a jej hodnota sa v posledných štvrtrokoch pohybuje mierne nad dlhodobým priemerom (1 218 €/m<sup>2</sup>). Možno teda konštatovať, že na Slovensku sa aktuálne v podstate uzatvára prvý realitný cyklus.

Z porovnania medziročného vývoja priemernej ceny bývania, HDP a stavu úverov na bývanie vyplýva výraznejšia blízkosť cyklického vývoja medzi cenou bývania a ekonomickou výkonnosťou ako medzi cenou bývania a vývojom úverov, a to tak samotným priebehom, ako aj veľkosťou amplitúdy medzi vrcholom a dnom jednotlivých cyklov. Trend medziročných zmien týchto porovnaných ukazovateľov je od začiatku roku 2010 relatívne podobný, len ich úrovne sú posunuté smerom nad hodnoty vývoja priemernej ceny bývania. Aktuálne je medziročný rast výkonnosti výraznejší ako rast priemernej ceny bývania o vyše dva percentuálne body a rast stavu úverov až o vyše 12 percentuálnych bodov.

Z pohľadu hodnotenia rizík možného narušenia rovnováhy vo finančnom sektore sa ukazuje, že výrazným rizikom pre finančnú rovnováhu v ďalšej časti realitného cyklu na Slovensku môže byť hlavne pokračujúci výrazný rast objemu úverov a následná nedostatočná schopnosť dlžníkov tieto úvery splácať.

V záujme zabezpečenia stability jednotlivých finančných inštitúcií aj finančného systému ako celku bol vytvorený inštitucionálny rámec pre európsky systém finančného dohľadu aj komplexný systém makroprudenciálnych realitných nástrojov. Prispieva to k posilneniu schopnosti úverových inštitúcií absorbovať prípadné straty z poskytnutých úverov na bývanie, k tlmeniu rastu úverov v priebehu rozmachu úverového cyklu, ako aj k väčšej odolnosti a samotnej ochrane dlžníkov.