



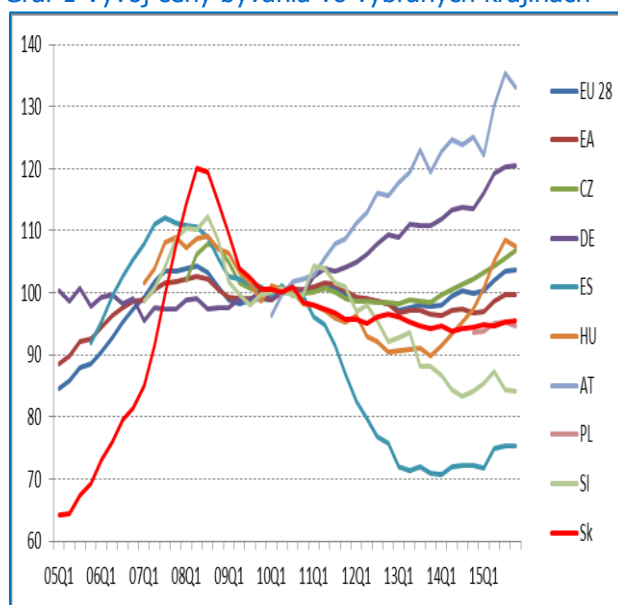
Analytický komentár

Čelí Slovensko realitnej bubline?

Turbulentný vývoj na realitných trhoch bol spúšťačom pre vznik globálnej finančnej krízy, čo prerástlo do celosvetovej ekonomickej recesie. Táto skúsenosť spôsobila, že pri oživení trhu s bývaním sa intenzívnejšie vynárajú otázky týkajúce sa možného vzniku a rizík realitnej bubliny na finančnú stabilitu a makroekonomickú rovnováhu. Cieľom komentára je zhodnotiť ne/súlad aktuálneho vývoja cien bývania na pozadí vývoja vybraných pomerových ukazovateľov ponukovej i dopytovej strany slovenského trhu s bývaním. Kontinuálny rast miezd a úverov, spolu s akceleráciou zamestnanosti zatiaľ nenaznačuje generovanie neprimeraného nárastu cien nehnuteľností. Relatívne zdĺhavá pokrizová stagnácia realitných cien v kombinácii so zlepšením situácie na trhu práce vypovedá o tom, že bývanie sa stalo pre domácnosti najdostupnejšie za posledných desať rokov. Prezentované dáta naznačujú, že v podmienkach Slovenska sa zatiaľ realitná bublina nevytvára¹.

Sprievodným znakom turbulentného vývoja na slovenskom trhu s bývaním pred vypuknutím krízy boli dynamicky sa zrýchľujúce dvojciferné medziročné rasty ceny bytov aj domov počas zhruba dva a pol roka, ktoré zaznamenali historický vrchol v polovici roku 2008 (rast 34,5 % medziročne). Vystriedal ich relatívne výrazný pokles priemernej ceny bývania počas ďalšieho asi jeden a pol roka, ktorý bol na konci roku 2009 završený historicky najvýraznejším medziročným poklesom priemernej ceny bývania o 14,3 %. Nasledujúca relatívna stagnácia priemernej ceny bývania bola ukončená až na konci roku 2013. Od začiatku nasledujúceho roka sa začali objavovať náznaky určitého oživovania slovenského trhu s bývaním, aj keď stále relatívne slabého.

Graf 1 Vývoj ceny bývania vo vybraných krajinách



Zdroj: Eurostat, NBS

Na vývoj ceny bývania je vhodné sa pozrieť aj v širších medzinárodných súvislostiach. Z grafu 1 možno dedukovať značné rozdiely vo vývoji ceny bývania v rôznych európskych krajinách v poslednom realitnom cykle. Aktuálny rast ceny bývania v porovnaní s bázou v roku 2010 je najvýraznejší v Estónsku (index 157,2) a najviac pod úrovňou roku 2010 je priemerná cena bývania v Španielsku (takmer o 25 %). V niektorých krajinách dosahuje priemerná cena bývania v súčasnosti ich historické maximum (AT, LU, DE) a napr. v Estónsku sa k doterajšiemu rastovému maximu (172,4) opäť približuje. Index ceny bývania na Slovensku bol na konci roku 2015 mierne vyšší ako priemer EÚ28 (103,7). Čo sa týka samotnej volatility cien, graf naznačuje, že **ceny na Slovensku rástli a následne klesali prudšie** ako v ostatných krajinách.

Bublina pri cenách aktív znamená vo všeobecnosti prekročenie fundamentálnej odôvodnenej hodnoty aktíva, pretože ich súčasní majitelia veria, že ich budú môcť v budúcnosti predat' za ešte vyššiu cenu.

¹ Empirické argumenty k tomuto tvrdeniu sú uvedené aj v nasledujúcej [prezentácii](#).

Realitné cenové bubliny sú obvyčajne spôsobované hlavne kupcami nehnuteľností na bývanie s relatívne voľnými prostriedkami (investičné nákupy nehnuteľností na bývanie), ktorí sú ochotní zaplatiť aj tzv. inflačné ceny za bývanie v súčasnosti, nakoľko očakávajú vysoké zhodnotenie danej nehnuteľnosti v dlhšom časovom horizonte. **V prostredí nízkych úrokových sadzieb je pravdepodobnosť takejto bubliny vyššia.**

O potrebe venovať pozornosť realitným bublinám svedčí aj poznatok z porovnania možných dôsledkov akciovej a realitnej bubliny v štúdiu MMF (IMF World Economic Outlook, 2003). Podľa nej akciová cenová bublina praskne v priemere raz za 13 rokov, trvá zhruba 2,5 roka a má za následok stratu asi 4 % HDP. **Realitné bubliny** sú menej časté, ale trvajú dvakrát tak dlho a **spôsobujú výraznejšiu stratu** ekonomickej výkonnosti ako akciové cenové bubliny.

Rozhodnúť, či je cena bytu, resp. domu **primeraná nie je jednoduché** preto, lebo je výsledkom pôsobenia mnohých faktorov. Ceny nehnuteľností na bývanie pomerne citlivo reagujú nielen na zmeny základných fundamentov, ale sú ovplyvňované aj ďalšími náhodnými faktormi. Rastúce ceny bývania sú zvyčajne výsledkom dobre sa vyvíjajúcej ekonomickej situácie a s ňou spojenými pozitívnymi náladami a očakávaniami obyvateľstva do budúcnosti. Väčší dopyt po bývaní môže v takých situáciách vyvolať aj výraznejší rast cien domov a bytov, ale to ešte nemusí znamenať, že ceny bývania sú nadhodnotené.

Z pohľadu relevantných európskych inštitúcií sa vývoj ceny bývania stáva rizikovým pre makroekonomickú rovnováhu vtedy, ak jej medziročný rast prekročí v členskej krajine EÚ stanovenú kritickú hodnotu 6 %.²

Charakteristickou črtou vývoja priemernej ceny bývania v posledných rokoch na Slovensku je roztváranie nožníc medzi dynamicky **rastúcou priemernou cenou bytov a klesajúcou priemernou cenou domov**. Na začiatku roka 2016 priemerná cena bytov vzrástla v 1. štvrtroku 2016 na medziročnej báze o 6,7 % a priemerná cena domov medziročne poklesla o 3,2 %. Výsledkom je **medziročný rast** agregovanej ceny nehnuteľností na bývanie **len o jedno percento**³. Za klesajúcimi cenami domov a rastúcimi cenami bytov môže byť efekt preferencie návratu hlavne mladých domácností z prímestských satelitov do miest s lepšou infraštruktúrou a môže za tým byť aj postupne sa zvyšujúci investičný záujem⁴ pri kupovaní nehnuteľností na bývanie.

Priemerná cena bytov v poslednom období dynamicky rástla, avšak v súčasnosti je stále o 12,6 % nižšia v porovnaní s jej historickým maximom (1619 EUR/m²) v 2. štvrtroku 2008. V posledných šiestich štvrtrokoch bolo zvyšovanie priemernej ceny bývania zhruba štvornásobne pomalšie než za rovnaké obdobie pred vrcholom realitného boomu. Posledné dáta naznačujú spomalenie rastu priemernej ceny bytov na začiatku roku 2016 v Bratislavskom kraji, v ktorom je realizovaný rozhodujúci podiel transakcií na slovenskom trhu s bývaním. Každopádne môže byť zaujímavé pozrieť sa na ceny realít komplexnejšie.

Samotný ukazovateľ vývoja cien nehnuteľností môže pôsobiť pri diskusiách o obavách z možnej realitnej bubliny skreslene, preto je **vhodnejšie posudzovať dostupnosť nehnuteľností vo vzťahu k príjmovým ukazovateľom**. Tie hodnotia dynamiku cien nehnuteľností najčastejšie vo vzťahu k mzdovej a príjmovej dynamike (tzv. price-to-income) a dynamike vývoja úverov na bývanie

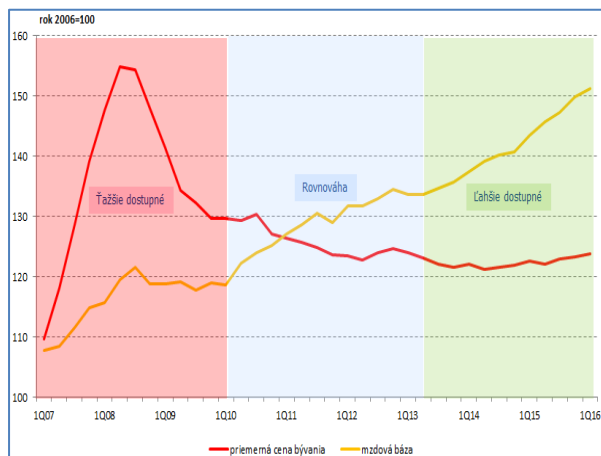
² Ročný rast ceny bývania je jedným zo základných ukazovateľov, ktoré slúžia Európskej komisii na sledovanie vzniku možného rizika a zabezpečenie stability finančného systému ako celku. Podrobnejšie informácie možno nájsť v http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm.

³ Výsledné číslo zohľadňuje aj narastajúcu ponuku domov a znižujúce sa počty ponúk bytov.

⁴ Aj napriek tomu, že investičný záujem rastie, jeho úrovne sú výrazne nižšie ako počas realitného boomu, čo indikuje aj Národná asociácia realitných kancelárií. Podľa ich odhadov podiel investičných nákupov, hlavne bytov, dosahuje v súčasnosti okolo 20 %, kým v čase realitného boomu bol tento podiel aj nad 30 %.

(tzv. price-to-mortgage loans), využívajú sa však i porovnania ceny bývania k prenájmu, investíciám a pod. Jedným z pomerne preferovaných prístupov je i dostupnosť bývania hodnotená podľa indexu dostupnosti bývania, ktorý zohľadňuje pri obstarávaní bývania aj úverové zdroje.

Graf 2 Vývoj pomeru ceny bývania k príjmu



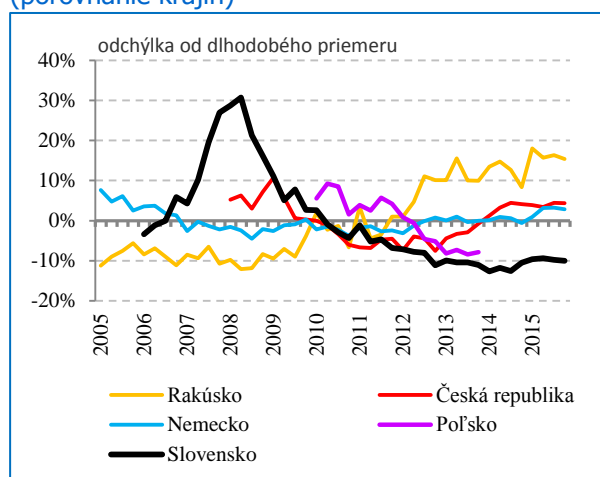
Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Poznámka: Podfarbenia v grafe vyplývajú z histórie vývoja indexu dostupnosti bývania.

Na Slovensku od začiatku roka 2010 došlo k plynulému kontinuálnemu nárastu mzdovej bázy (súčet rastu priemernej mzdy a zamestnanosti), zatiaľ čo ceny realít klesali a následne stagnovali. To signalizuje, že reality sa pre domácnosti stali ľahšie dostupnými. V súčasnosti nedochádza k výraznejším zmenám vzhľadom na to, že napriek nárastu cien nehnuteľností, sa príjmová situácia obyvateľstva zlepšuje stále rýchlejšim tempom. Hodnoty pomerových ukazovateľov naznačujú relatívne pozitívny vývoj i v porovnaní s ostatnými krajinami.

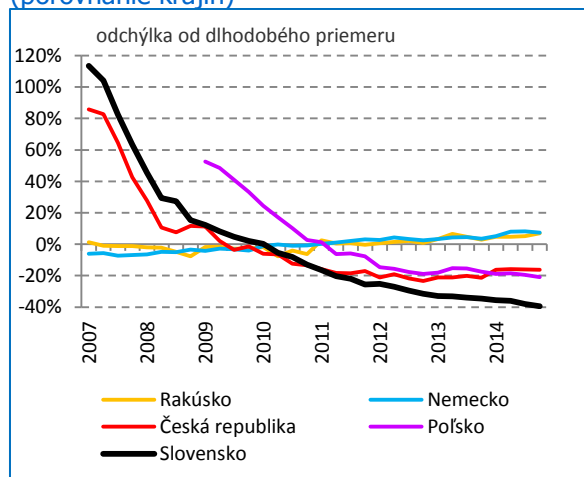
Index, ktorý dáva do pomeru cenu nehnuteľností k nominálnemu objemu úverov poskytnutých na bývanie naznačuje v posledných rokoch pre Slovensko takisto relatívne priaznivý vývoj. Zatiaľ čo v okolitých krajinách, najmä Nemecku a Rakúsku má tento ukazovateľ rastúci trend ako dôsledok akcelerácie rastu cien nehnuteľností sprevádzaného navyše klesajúcim objemom úverov, hodnota ukazovateľa pre Slovensko sa dlhodobo nachádza pod priemerom, navyše má klesajúci trend, čo naznačuje, že relatívne stabilne vyšší rast úverov zatiaľ negeneruje rast cien nehnuteľností.

Graf 3 Pomer ceny k disponibilnému príjmu (porovnanie krajín)



Zdroj: Eurostat, NBS.

Graf 4 Pomer ceny k úverom na bývanie (porovnanie krajín)

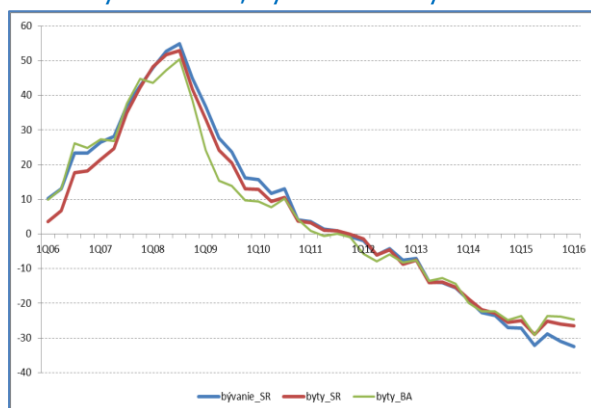


Zdroj: Eurostat, NBS.

Po období realitného boomu sú hodnoty pomeru cena ku príjmu pri rôznych spôsoboch porovnania dlhodobo pod hodnotou jeho dlhodobého priemeru. V Rakúsku bolo pokrízové tempo rastu daného pomerového ukazovateľa výraznejšie a v Českej republike a Nemecku pozvoľné.

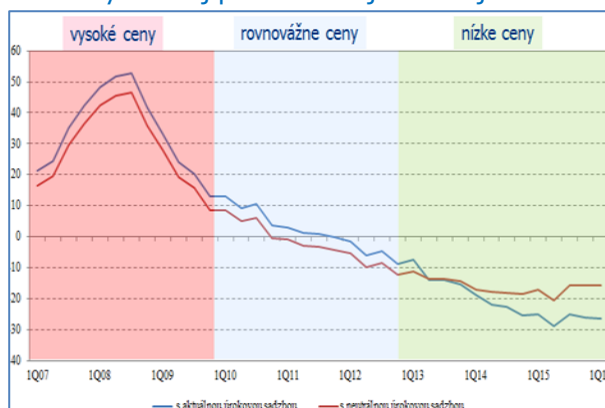
Hodnotenie ceny bývania k príjmu sa zvykne posudzovať aj prostredníctvom komplexnejšieho ukazovateľa, ktorý je založený na tom, že pri kúpe nehnuteľnosti sú zložené vlastné prostriedky v určitej výške z jej kúpnej ceny a mesačná splátka hypotéky je možná maximálne vo výške štvrtiny mediánového príjmu domácnosti. Je to **index dostupnosti bývania** (Housing Affordability Index – HAI) a porovnaním jeho priebežných hodnôt s hodnotou ich dlhodobého priemeru⁵ **možno zjednodušene vyjadriť mieru nadhodnotenia alebo podhodnotenia ceny bývania** z dlhodobého hľadiska.

Graf 5 „Nadhodnotenie/podhodnotenie“ ceny bývania v SR, bytov v SR a bytov v BA



Zdroj: NARKS, NBS

Graf 6 „Nadhodnotenie/podhodnotenie“ ceny bývania aj pri neutrálnej úrokovej sadzbe



Zdroj: NARKS, NBS

Na základe porovnania priebežných hodnôt indexu dostupnosti bývania s ich dlhodobým priemerom môžeme rozdeliť doterajšiu históriu vývoja priemernej ceny bývania na **tri obdobia**, v ktorých bola cena bývania obrazne „vysoká“, „rovnovážna“ a „nízka“. Na základe uvedeného prístupu bola cena bývania v podmienkach Slovenska ako „nadhodnotená“ v období realitného boomu až zhruba do konca roku 2009. Nasledujúce tri roky bola cena bývania „rovnovážna“⁶ a už od začiatku roka 2013 sa javí cena bývania na Slovensku vzhľadom na jej historický vývoj ako „podhodnotená“. Zaujímavé je, že nehnuteľnosti na bývanie sú z tohto pohľadu historicky lacné voči príjmom aj pri neutrálnej⁷ úrokovej sadzbe. Takisto v parciálnom pohľade len na ceny bytov, prípadne len ceny bytov v Bratislave, sa ani tieto nejavia byť nadhodnotené⁸.

Cenu bývania možno hodnotiť aj porovnaním s hodnotou nájmov porovnateľných nehnuteľností. Rastúca hodnota pomeru ceny bývania k cene nájmu signalizuje smerovanie k nadhodnocovaniu ceny bývania a naopak. Podľa niektorých štúdií za „spravodlivo“ ocenenú nehnuteľnosť na bývanie je považovaná nehnuteľnosť vtedy, keď pomer cena k nájmu dosiahne hodnotu 14,2.⁹ Z dlhodobého

⁵ 10 rokov, toto obdobie pokrýva všetky fázy ekonomického cyklu na Slovensku.

⁶ Arbitrárne ilustratívne sme stanovili hranicu odchýlky +/-10%.

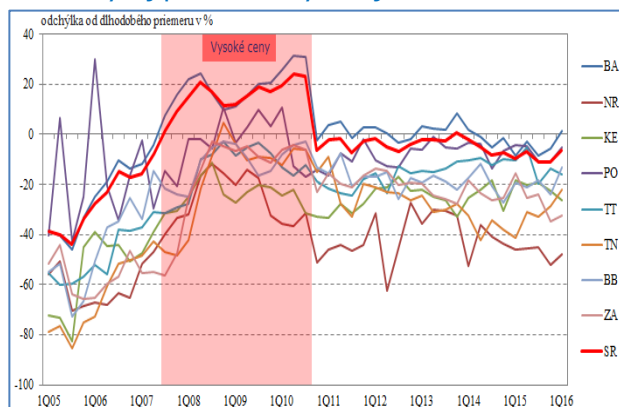
⁷ Neutrálna sadzba na úvery na bývanie 4,5 % bola vypočítaná ako priemerná marža v EA 1,6 % + potenciál v EA 1 % + inflácia 1,9 %) a bola aplikovaná na posledné obdobie, kedy trhová sadzba bola nižšia (t. j. výpočet nedovolil sadzbe poklesnúť pod túto hodnotu). Toto cvičenie sa snažilo abstrahovať od vplyvu historicky veľmi nízkych trhových úrokových sadzieb v eurozóne (dočasný vplyv), bez toho, aby sa abstrahovalo od dlhodobého poklesu hypotekárnej marže na Slovensko (štrukturálny dlhodobý efekt). Marža na Slovensku je v súčasnosti dokonca nižšia ako priemer v eurozóne.

⁸ V domoch žije asi polovica obyvateľstva. Takisto často klient môže substituovať medzi bytom a domom. Preto nemusí byť vhodné oddeľovať trh s bytmi a domami. Každopádne vzhľadom na diskusie v médiách ohľadne bytov v BA, vypočítali sme aj dostupnosť týchto bytov v závislosti od regionálnych štatistík pre BA.

⁹ Viac podrobností možno nájsť na <http://www.globalpropertyguide.com/real-estate-school/How-to-avoid-buying-into-a-bubble#what-ought-a-house-to-be-worth>. Uvedená hodnota je recipročná voči hrubému výnosu z prenájmu na úrovni 7 %.

hľadiska je vhodné porovnať odchýlky pomeru cena k nájmu vzhľadom k ich dlhodobému priemeru. Takto získame orientačnú informáciu, kedy a do akej miery bola priemerná cena bývania skôr nadhodnotená, podhodnotená alebo na úrovni „spravodlivého“ ocenenia aj podľa regiónov.

Graf 7 Vývoj pomeru ceny k nájmu



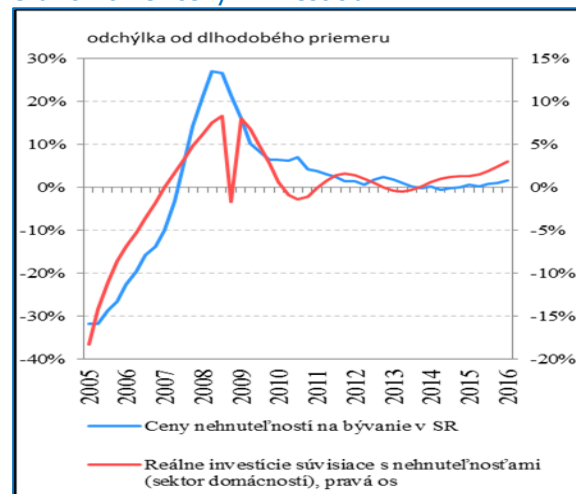
Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Z porovnania ceny priemerného bývania (o rozlohe 60 m²) a priemerného ročného nájmu môžeme získať informáciu, za aký čas je možné cenu bytu alebo domu splatiť z potenciálnych splátok nájomného. Takto zisťujeme, že v súčasnosti sa splatí cena priemernej nehnuteľnosti na bývanie zhruba za 9 rokov. Na vrchole realitného boomu trvala splátka ceny priemernej nehnuteľnosti na bývanie približne 12 rokov. Aj keď tento indikátor nenaznačuje historicky veľmi nízke ceny, takisto však nesignalizuje porovnateľné pnutie ako v období realitného boomu.

Ponuka na trhu s bývaním sa snaží reagovať na dopyt. Počet začatých bytov začal opäť mierne rásť od roku 2012 a v roku 2015 sa začalo s výstavbou 19640 bytov. Medziročne sa tak zvýšila výstavba nových bytových jednotiek takmer o štvrtinu. V posledných rokoch sa dokončuje okolo 15 tis. bytov ročne a v roku 2015 ich bolo dokončených 15471, čo bolo o vyše 3 % viac ako v predchádzajúcom roku. Uvedené skutočnosti naznačujú mierne sa oživujúcu ponuku na slovenskom trhu s bývaním.

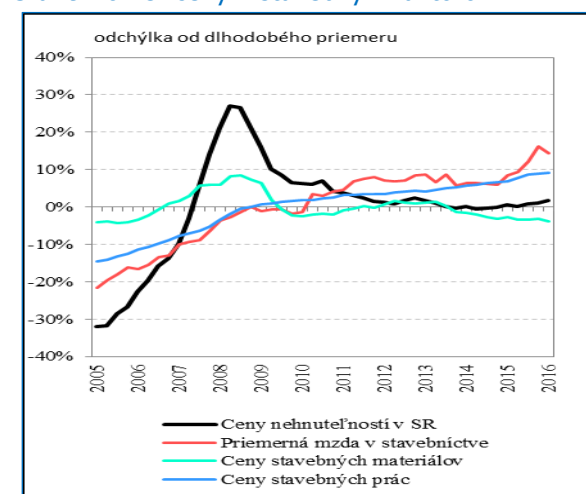
Pri hodnotení primeranosti vývoja ceny bývania možno použiť celý rad ďalších ukazovateľov na ponukovej strane trhu s bývaním. Umožňujú napr. získať informáciu, že priemerná cena bývania sa v poslednom období vyvíja takmer v súlade s reálnymi investíciami domácností súvisiacimi s bývaním. Rovnako tak, že ceny stavebných materiálov zatiaľ nevytvárajú tlak na rast cien nehnuteľností, skôr naopak. Zrýchlenie mzdového vývoja v stavebníctve v poslednom období je síce pozorované, bolo však vyvolané skôr infraštruktúrnymi projektmi, financovanými prostredníctvom eurofondov ako bytovou výstavbou (kulminácia druhého programového obdobia koncom minulého roka).

Graf 8 Pomer ceny k investíciám



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

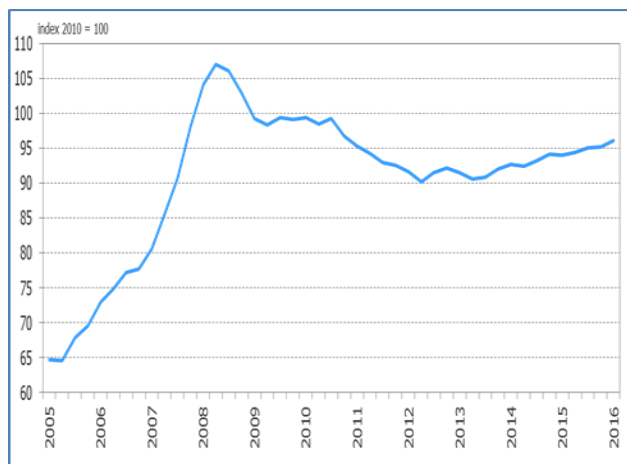
Graf 9 Pomer ceny k stavebným faktorom



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

V súvislosti s hodnotením zámeru investovať, sa zvykne používať teória Tobinovho Q, podľa ktorej investície do špecifického aktíva rastú vždy, keď tržová hodnota aktív prekračuje ich reprodukčné/obstarávacie náklady. V prípade realitného trhu možno túto teóriu aplikovať na vyjadrenie vzťahu a konzistencie medzi rezidenčnými investíciami, cenami nehnuteľností a stavebnými nákladmi.

Graf 10 Tobinovo Q



Pre sektor stavebníctva je táto teória zaujímavá preto, lebo kedykoľvek Tobinovo Q narastie, bude naznačovať možný rast zisku v tomto sektore. To by malo byť ďalším impulzom na investovanie do rezidenčných nehnuteľností. Na Slovensku je tento pomer relatívne priaznivý (index sa nachádza pod hodnotou 1, aj keď v posledných rokoch rastie). Stále sa ceny nehnuteľností nezdajú byť neprimerane vysoké v pomere k stavebným nákladom a teda nemusia byť motívom pre špekulačné presuny investičného kapitálu do sektora nehnuteľností. V poslednom období má tento koeficient mierne rastovú trajektóriu, čo by zároveň mohlo prispieť k zlepšeniu ponuky na trhu s bývaním.

Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

K zlepšeniu ponukovej stránky na slovenskom trhu s bývaním by teoreticky mohla prispieť aj Konceptia štátnej bytovej politiky do roku 2020¹⁰, ktorá obsahuje priority, inštitucionálne kompetencie, ale aj nové nástroje na zvýšenie dostupnosti bývania.

Z porovnania vývoja ceny bývania a vybraných ukazovateľov na dopytovej i ponukovej stránke trhu s bývaním vyplýva, že zatiaľ na Slovensku nehrozí bezprostredné nebezpečenstvo nafukovania realitnej bubliny. Ceny bývania však na Slovensku vykazovali väčšie pohyby smerom nahor, ako aj nadol v porovnaní s vybranými krajinami. Preto sa situácia do budúcnosti môže razantnejšie meniť.

Ján Tóth, Mikuláš Cár, Barbora Stanová (analytici@nbs.sk)

¹⁰ Konceptiu štátnej bytovej politiky do roku 2020 v SR schválila vláda 7. januára 2015. Stanovuje komplexný cieľ štátu pre oblasť bytovej politiky, definuje priority a nástroje na zvyšovanie dostupnosti bývania aj pre znevýhodnené skupiny obyvateľov, formuluje zodpovednosť občanov, štátu, obcí, vyšších územných celkov a súkromného sektora pri zabezpečovaní bývania, ale aj definuje požiadavky na energetickú efektívnosť nehnuteľností na bývanie.