



Vývoj ceny bývania je zatiaľ v súlade s ekonomickými fundamentmi

Mikuláš Cár, Roman Vrbovský
Národná banka Slovenska

Problematika bývania sa intenzívnejšie vníma najmä vtedy, keď dochádza k rastu cien bytov a domov, čím sa zvyšujú finančné nároky na ich obstaranie alebo prenájom. Vývoj cien bývania zaujíma nielen tých, ktorí problém bývania aktuálne riešia, ale aj mnohých odborníkov v oblasti trhu s bývaním. V príspevku sú prezentované viaceré možnosti hodnotenia aktuálneho vývoja cien bývania na aktuálne dostupných údajoch, ktoré však treba chápať ako indikatívne, keďže neexistuje jeden univerzálny indikátor, resp. spôsob hodnotenia cien nehnuteľností.

Doterajší vývoj cien bývania na Slovensku možno vo všeobecnosti hodnotiť ako pomerne rozmanitý. Zaznamenali sme vyššie dvojročné obdobie veľmi dynamického rastu priemernej ceny bývania, ktorý vyvrcholil v polovici roku 2008. Po ňom nasledovalo obdobie relatívne výraznej korekcie priemernej ceny bývania smerom nadol, ktoré sa skončilo na konci roku 2009. Potom bol trh s bývaním pomerne dlhé obdobie v agónii a priemerná cena bývania sa takmer päť rokov približovala k pomyselnému cenovému dnu, ktoré bolo dosiahnuté v 2. štvrtroku 2014 na úrovni 1 211 EUR za m² (zodpovedalo to zhruba úrovni priemernej ceny bývania z polovice roku 2007). Následne sa začalo postupné mierne oživovanie trhu s bývaním s väčšou dynamikou v roku 2016. Rýchlejší rast cien v priebehu roku 2016, ale ešte aj na začiatku roku 2017 začal vyvolávať obavy, či to nie je začiatok nafukovania realitnej bubliny, podobne ako pred takmer desiatimi rokmi. Pri hľadaní odpovede možno využiť rôzne analytické nástroje a prístupy.

Rast, pokles i stagnácia priemernej ceny bývania sú prirodzenou súčasťou realitného cyklu, ktorý súvisí s vývojom ekonomického cyklu. Sektor bývania môže vytvárať celý rad pozitívnych podnetov na celkový ekonomický rast, ale vzhľadom na to, že je aj dôležitou súčasťou prenosových kanálov medzi úvermi a hospodárskym cyklom, môže prispieť aj k negatívnym šokom vo vzťahu k ekonomickému rastu. K problémom zvyčajne dochádza vtedy, keď sa rast cien bývania vyvíja neadekvátne voči základným dopytovým a ponukovým faktorom v oblasti bývania.

Uvedomenie si možných vplyvov trhu s bývaním na ekonomickú a finančnú stabilitu vyvoláva potrebu výraznejšieho monitorovania vývoja na trhu s bývaním a tiež hľadania efektívnych analytických nástrojov, aj napr. na posúdenie udržateľnosti výraznejšieho rastu cien bývania. Monitorovanie vývoja cien nehnuteľností zohráva dôležitú úlohu pri hodnotení rôznych makroekonomických rizík.

Dostupná odborná literatúra a doterajšie praktické skúsenosti ponúkajú viaceré možnosti na hodnotenie primeranosti vývoja cien bývania voči súboru faktorov na ponukovej aj dopytovej strane trhu s bývaním. Neexistuje jednoznačný návod na najvhodnejší koncept vytvorenia rovnovážnej ceny bývania. Výber vhodných ukazovateľov, analytických nástrojov a samotné postupy sú zvyčajne výrazne determinované konkrétnymi podmienkami a požiadavkami. Rôzne kritériá a postupy na hodnotenie vývoja ceny bývania nemožno považovať za vylučujúce sa alternatívy, ale za prístup, ktorý poskytne vhodné, vzájomne sa doplňujúce informácie. Na to, aby sa skombinovali informácie z rôznych kritérií, vytvárajú sa aj syntetické ukazovatele, ktoré majú ambíciu poskytnúť komplexnú informáciu k aktuálnemu vývoju ceny bývania pomocou jedného čísla.

V príspevku sa pokúsime využiť viac analytických nástrojov a postupov, pomocou ktorých budeme hľadať odpovede, nakoľko je aktuálny vývoj priemernej ceny bývania v súlade s vývojom ďalších súvzťažných ukazovateľov spojených s trhom s bývaním. Začneme s porovnaním, v akej relácii je aktuálny vývoj priemernej ceny bývania na Slovensku k dlhodobému priemeru a vo vzťahu k ostatným krajinám v rámci EÚ. Porovnáme vývoj ceny bývania, výkonnosti ekonomiky a príjmovej situácie domácností. Pomocou pomerových ukazovateľov sa pokúsime zistiť, či sa cena bývania vyvíja v súlade s príjmovou situáciou, resp. s cenou prenájmu. Pozrieme sa tiež, ako sa vyvíja dostupnosť bývania a na záver skúsime vyhodnotiť, do akej miery sa javí aktuálny vývoj ceny bývania rizikovým.

ZJEDNODUŠENÉ HODNOTENIE VÝVOJA PRIEMERNEJ CENY BÝVANIA

Jednou z možností, ako hľadať odpoveď na otázku, či a nakoľko je aktuálna cena v (ne)zhode s trendom jej doterajšieho vývoja, je porovnanie s dlhodobým priemerom. Sprostredkovane na tento



účel použijeme aktuálnu hodnotu indexu cien bývania a jeho dlhodobý priemer ako referenčnú hodnotu na porovnanie. Podľa údajov Eurostatu možno zjednodušene konštatovať, že priemerná cena bývania na Slovensku je v súčasnosti zhruba okolo 10 % nad hodnotou jej dlhodobého priemeru, resp. že je o približne desatinu nadhodnotená. Na porovnanie celoeurópsky rozptyl je od nadhodnotenia o takmer 40 % na Islande až po podhodnotenie okolo 20 % v Španielsku.

Vývoj cien bývania má v Európe v posledných rokoch rastúci trend a na Slovensku osciluje zhruba okolo celoeurópskeho priemeru. Podľa vyššie uvedeného prístupu Slovensko patrí v rámci Európy k väčšej skupine krajín, v ktorých možno v súčasnosti hovoriť o nadhodnotených cenách bývania vzhľadom na dlhodobý priemer. V súlade s tým sú aktuálne najvýraznejšie nadhodnotené priemerné ceny bývania na Islande, vo Švédsku a v Nórsku (o viac ako tretinu). V šiestich európskych krajinách je aktuálny vývoj priemernej ceny bývania pomalší, ako je jeho doterajší dlhodobý priemer. Najvýraznejšie sa tento fakt prejavuje momentálne v Španielsku, kde je aktuálny index cien bývania o takmer 20 % pod jeho dlhodobým priemerom.

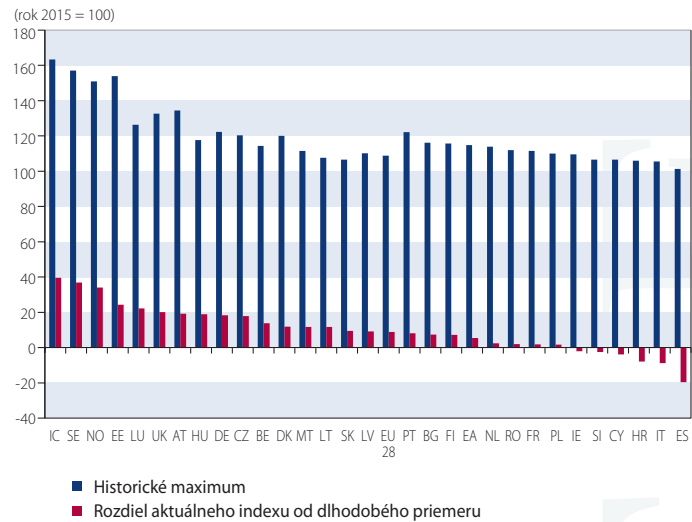
Zrýchľovanie rastu cien bývania naprieč Európou potvrdzujú aj údaje o tom, že už v takmer polovici krajín EÚ je aktuálny rast cien bývania výraznejší ako doterajšie historické maximá. Z tohto pohľadu je na Slovensku agregovaná priemerná cena bývania ešte stále zhruba 12 % pod jej historickým maximom.

Doterajšie skúsenosti plne potvrdzujú zovšeobecnené pravidlo, že vývoj ceny bývania je výrazne determinovaný ekonomickou výkonnosťou krajiny, meranou hrubým domácim produktom (HDP), a platí to aj o regiónoch. S rastúcou ekonomickou výkonnosťou je spojená lepšia situácia v oblasti zamestnanosti a následne aj lepšia príjmová situácia domácností (použitie údaje o hrubom disponibilnom dôchodku domácností – HDDD).

Z grafického zobrazenia vidno dlhodobu pomerne jednoznačné väzby medzi vývojom priemernej ceny bývania a ekonomickou výkonnosťou (koeficient korelácie = 0,6), ako aj s príjmovou situáciou domácností (koeficient korelácie = 0,5). Od začiatku roku 2005 doteraz rástla priemerná cena bývania medziročne v priemere o 3,2 %, HDP o 4,9 % a HDDD o 4,8 %.

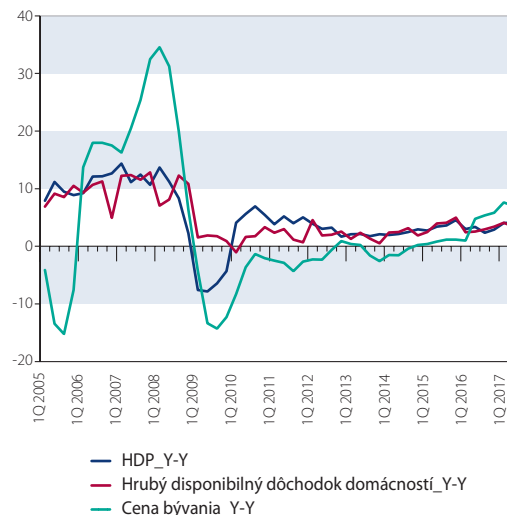
Na základe grafu 2 môžeme orientačne zhodnotiť nadhodnotenie alebo podhodnotenie ceny bývania. Z priebehu medziročného vývoja priemernej ceny bývania vyplýva, že na začiatku realitného cyklu boli na Slovensku ceny bývania vo vzťahu k výkonnosti ekonomiky a príjmovej situácii domácností dosť výrazne podhodnotené. Realitný boom v rokoch 2007 a 2008 výrazne zrýchľoval rast ceny bývania v porovnaní s tiež výraznými nárastmi HDP a HDDD. Vyše 30-percentný medziročný rast ceny bývania v prvej polovici roku 2008 možno považovať za realitnú bublinu. Obdobie ekonomickej recesie bolo spojené aj s prepadom

Graf 1 Aktuálny index cien bývania vo vzťahu k dlhodobému priemeru v krajinách EÚ



Zdroj: Eurostat, NBS.

Graf 2 Medziročné zmeny priemernej ceny bývania a vybraných ukazovateľov



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

cien bývania. Dno ich medziročného poklesu bolo zaznamenané v 3. štvrtroku 2009 na úrovni viac ako 14 %. Vrchol medziročného prepadu cien bývania bol výraznejší ako vrchol prepadu ekonomickej výkonnosti. V priebehu roku 2009 boli ceny bývania podhodnotené vo vzťahu k ekonomickej výkonnosti a výraznejšie voči príjmovej situácii domácností. Relatívne rovnovážny stav až mierne podhodnotenie cien bývania v podstate pretrvávalo až do začiatku roku 2016. Od 2. štvrtroku 2016 sa začal medziročný rast cien bývania zrýchľovať výraznejšie ako medziročný rast výkonnosti ekonomiky, ktorý bol veľmi podobný s medziročným rastom príjmovej situácie domácností. Na prvý pohľad sa môže zdať, že už viac ako rok je priemerná cena bývania mierne nadhodnote-



ná voči základným ekonomickým fundamentom. Treba však mať na zreteli, že po kríze ceny bývania dosť dlho stagnovali, kým príjmová situácia domácností sa priebežne zlepšovala. Výraznejší rast ceny bývania v poslednom období možno preto do určitej miery považovať za kompenzáciu jeho predchádzajúceho zaostávania za základnými ekonomickými fundamentmi.

HODNOTENIE VÝVOJA PRIEMERNEJ CENY BÝVANIA POMOCOU POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV

V praxi sa okrem porovnávania jednotlivých ukazovateľov často využívajú alternatívne návrhy na výpočet dlhodobých priemerov, hlavne pomerov ceny bývania k príjmom, ceny k prenájmu, ale aj k ďalším ukazovateľom spojeným s ponukovou a dopytovou stránkou trhu s bývaním. Kombinované môžu byť rôzne kritériá, na základe ktorých sa hľadá určitá referenčná hodnota založená na modelových prístupoch.

Z benchmarku založeného na dlhodobom priemere pomeru cien k príjmom by sme mohli zistiť, či vývoj cien nehnuteľností podlieha potenciálnej korekcii, ak jeho miera rastu prekračuje mieru rastu príjmov do takej miery, že bývanie by sa mohlo v určitej fáze vývoja stať pre hodnotený subjekt nedostupným. Pomer ceny a prenájmu zas porovnáva ceny bývania s užívateľskými nákladmi na bývanie. Nosnou myšlienkou tohto pomeru je, že z dlhodobého hľadiska by sa cena bývania mala rovnáť akumulovanej hodnote príjmu z prenájmu. Obidva tieto pomerové ukazovatele možno považovať za užitočné referenčné hodnoty pre hodnotenie vývoja trhu s bývaním aj samotných cien bývania.

K využívaniu dlhodobých priemerov pomerových ukazovateľov existujú aj niektoré výhody, ktoré si treba uvedomiť. Z pragmatického hľadiska každý z týchto pomerov zohľadňuje iba jeden aspekt vo vzťahu k vývoju cien nehnuteľností (buď cenovú dostupnosť, alebo porovnanie me-

dzi vlastníctvom a prenájomom a pod). Z matematického hľadiska je dôležité, aby boli dané pomerové ukazovatele stacionárne, t. j. aby ich priemer a rozptyl boli v priebehu času konštantné. Jednou z možných úprav pôvodných ukazovateľov je ich prepočet na bázičné indexy.

Samostatnou kapitolou pri komplexnejšom hodnotení vývoja cien bývania je dostupnosť, kvalita a spoľahlivosť používaných údajov. Napriek tomu, že v tejto oblasti bol v posledných rokoch zaznamenaný určitý pozitívny posun, neustále treba venovať pozornosť zvyšovaniu kvality potrebných údajov.

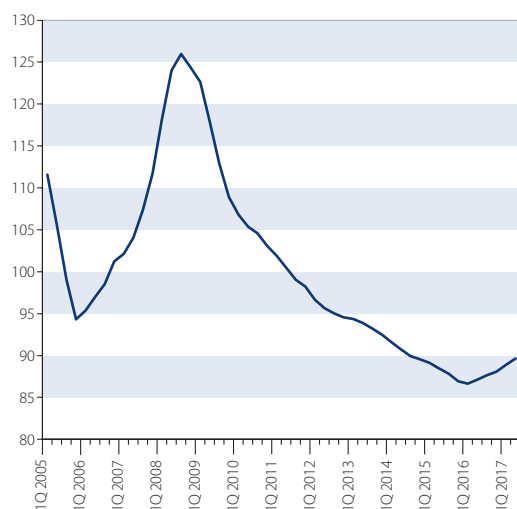
CENA/PRIJEM A CENA/NÁJOM

Pomery cena/príjem a cena/nájom sa bežne používajú na posúdenie udržateľnosti vývoja cien nehnuteľností na bývanie. Trvalý nárast pomeru priemernej ceny bývania k príjmom signalizuje potenciálne ťažkosti priemernej domácnosti s obstaraním si vlastného obydľia. Takáto situácia postupne vedie k oslabovaniu dopytu po bývaní a v dlhodobom horizonte sa začne prejavovať tlakom na znižovanie cien nehnuteľností. Výraznejšie zvyšovanie disponibilného príjmu domácností by naopak malo objektívne zvyšovať dopyt na trhu s bývaním a zároveň až s dlhším časovým odstupom tlačíť na rast ceny bývania.

Nehnuteľnosti na bývanie predstavujú majetok a v súlade so stanovovaním cien aktív by mala cena bývania odrážať priebežné hodnoty výnosov z prenájmu nehnuteľností. Zvyšovanie pomeru cena/nájom znamená, že je výhodnejšie nehnuteľnosť si prenajať ako kúpiť, kým znižovanie pomeru povzbudí ku kúpe namiesto prenájmu. Veľké výkyvy pomeru ceny k prenájmu oboma smermi sa v určitom štádiu stanú neudržateľnými a pomer cena/nájom sa vracia späť do relatívneho súladu s jeho dlhodobým priemerom.

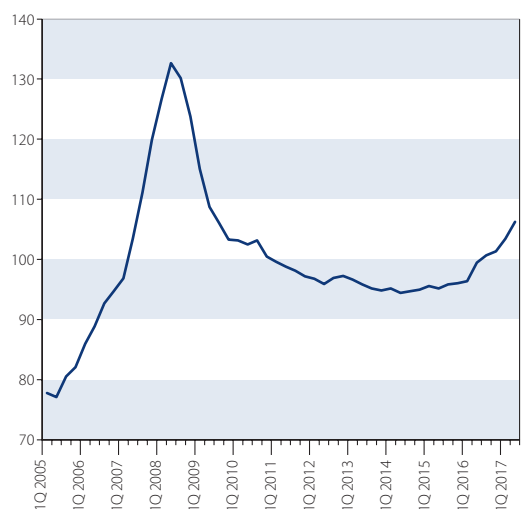
V pomerovom ukazovateli cena/príjem je východiskom pre príjmovú situáciu hodnota

Graf 3 Cena/príjem a dlhodobý priemer



Zdroj: Eurostat, NBS.
Poznámka: Dlhodobý priemer predstavuje hodnota 100.

Graf 4 Cena/nájom a dlhodobý priemer



Zdroj: Eurostat, NBS.
Poznámka: Dlhodobý priemer predstavuje hodnota 100.



hrubého disponibilného dôchodku domácností a v ukazovateli cena/nájom použijeme na vyjadrenie nájmu hodnotu skutočného nájomného za bývanie v rámci harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (položka CP041).¹

Z grafického zobrazenia vývoja pomerových ukazovateľov cena/príjem a cena/nájom, ktorých vývoj je ukotvený k priemeru roku 2015, získavame obsahovo rozdielne informácie, pokiaľ ide o ich aktuálny vzťah k historickému priemeru. Hodnota pomerového ukazovateľa cena/príjem síce naznačuje v posledných štvrtrokoch mierny rast, ale je zatiaľ stále pod dlhodobým priemerom. Naopak hodnota pomerového ukazovateľa cena/nájom je už od polovice roka 2016 nad jeho dlhodobým priemerom. V prípade získania rozdielnych informácií nezostáva nič iné, len hľadať

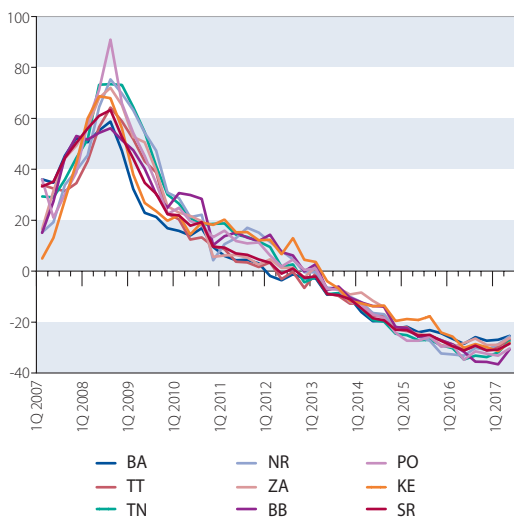
a použiť ďalšie možné prístupy na objektivizovanie získaných informácií.

Pomer cena/príjem vo všeobecnosti vyjadruje mieru dostupnosti bývania, pričom sa môže zohľadniť celý rad ďalších okolností. Výška úrokovej sadzby, dohodnutý čas splácania úveru, podmienky o potrebnej zálohe i celková možná mesačná splátka ovplyvňujú dostupnosť bývania pri úvahe záujemcu o zakúpení nehnuteľnosti na bývanie. V súvislosti so skúmaním nadhodnotenia, resp. podhodnotenia ceny bývania použijeme aj v tomto prípade prístup porovnania aktuálnej dostupnosti bývania vo vzťahu k dlhodobému priemeru vypočítaných priebežných indexov dostupnosti bývania. Výpočty zrealizujeme tak za Slovensko ako celok, ako aj za jednotlivé regióny. Porovnanie dlhodobých priemerov indexu dostupnosti bývania za Slovensko i za jednotlivé regióny s ich priebežnými hodnotami zjednodušene vyjadruje mieru nadhodnotenia alebo podhodnotenia cien nehnuteľností na bývanie z dlhodobého hľadiska.

Porovnaním trendov v grafoch 3 a 5 sledujeme relatívne podobné priebehy dostupnosti bývania podľa rôznych prístupov s tým, že oba prístupy naznačujú v posledných štvrtrokoch mierne zhoršovanie dostupnosti bývania, ale dostupnosť je stále relatívne lepšia ako jej doterajší historický priemer. Zjednodušene možno konštatovať, že nehnuteľnosti sú v súčasnosti stále „podhodnotené“ vzhľadom na doterajšiu históriu dostupnosti bývania tak za Slovensko ako celok, ako aj za jednotlivé slovenské regióny.

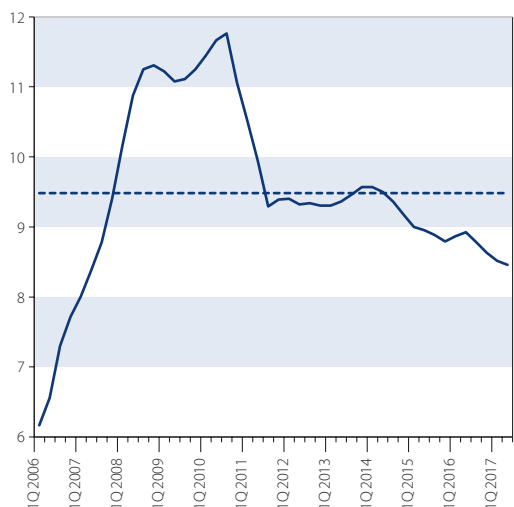
V snahe overiť realnosť nadhodnocovania cien bývania v posledných štvrtrokoch aj vo vzťahu k cenám prenájmov, skúsime overiť tento pomer aj teoretickú výnosnosť prenájmov, ktorá je vlastne inverzným ukazovateľom k pomeru cena/nájom.³ V tomto prípade pri ukazovateli cena/nájom je pre nás východiskom na vyjadrenie priemerné-

Graf 5 Nadhodnotenie/podhodnotenie nehnuteľností k dlhodobému priemeru HAI²



Zdroj: NARKS, NBS.

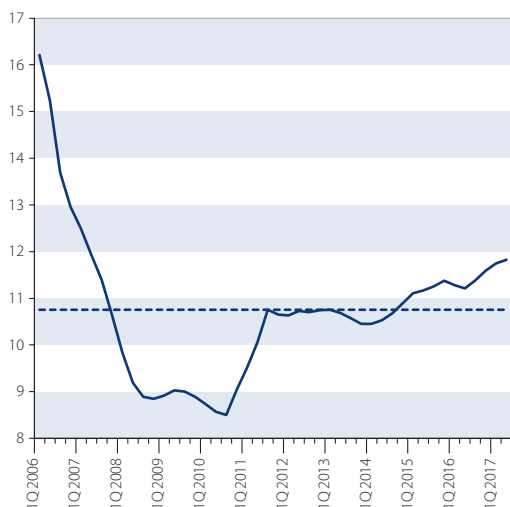
Graf 6 Cena/nájom



Zdroj: NARKS, NBS.

Poznámka: Prerušovaná čiara predstavuje hodnotu dlhodobého priemeru uvedeného pomerového ukazovateľa.

Graf 7 Výnosnosť nájmu



Zdroj: NARKS, NBS.

Poznámka: Prerušovaná čiara predstavuje hodnotu dlhodobého priemeru uvedeného pomerového ukazovateľa.

- 1 Podobný prístup je použitý napr. v publikácii na https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/assessing-house-price-developments-eu_en, s. 13.
- 2 Špeciálny Housing Affordability Index (HAI) podľa National Association of Realtors v USA je založený napr. na tom, že pri kúpe nehnuteľnosti sú zložené vlastné prostriedky v určitej výške z jej kúpnej ceny a mesačná splátka úveru na bývanie je maximálne vo výške štvrtiny príjmu domácnosti. Výpočet HAI je v našich podmienkach realizovaný podľa vzťahu: $HAI = (\text{príjem domácnosti/primeraný príjem}) * 100$, kde príjem domácnosti predstavuje priemerná hrubá mesačná mzda po zohľadnení miery ekonomickej aktivity domácnosti, primeraný príjem je závislý od ceny nehnuteľnosti, úrokovej sadzby, dohodnutého času splácania úveru, podmienok o potrebe vloženia vlastných prostriedkov a maximálnej mesačnej splátky. Konštrukcia HAI v podmienkach Slovenska až na úroveň kraja je založená na predpoklade jednotnej úrokovej sadzby na úvery na bývanie vo všetkých regiónoch, rovnakého podielu vkladu vlastných prostriedkov z kúpnej ceny nehnuteľnosti (30 % podľa reálneho LTV), konštantnej dĺžky splácania úverov na bývanie (20 rokov) a priemerné bývanie má výmeru 60 m².
- 3 Viac podrobností o hodnotení vzťahu cena/nájom a o určitých pravidlách na posudzovanie nadhodnotenia, resp. podhodnotenia ceny bývania možno nájsť napr. na: <http://www.globalpropertyguide.com/real-estate-school/How-to-avoid-buying-into-a-bubble>. Vo všeobecnosti platí určité pravidlo, že cenu bývania možno považovať za rovnovážnu vtedy, ak na jej splatenie je potrebných zhruba 14 až 17 ročných prenájmov. Pri menšom počte potrebných ročných prenájmov ako 14 je cena priemerného bývania podhodnotená a pri väčšom počte potrebných ročných prenájmov ako 17 je cena priemerného bývania nadhodnotená. V prípade výnosnosti prenájmu za rovnovážnu cenu bývania možno považovať takú cenu, pri ktorej sa hrubá výnosnosť prenájmu pohybuje v hraniciach od 6 do 7 %. Vyššia výnosnosť ako 7 % signalizuje podhodnotenie ceny priemerného bývania a nižšia výnosnosť ako 6 % signalizuje nadhodnotenie ceny priemerného bývania.



ho nájmu údaj o priemernej hodnote nájmu získaný z databázy realitných kancelárií.

Pomer cena/nájom v našom prípade v podstate vyjadruje, koľko ročných nájmov je potrebných na splatenie ceny obstaranej priemernej nehnuteľnosti s rozlohou 60 m². Vypočítané hodnoty pomeru cena/nájom z dostupných údajov sa doteraz na Slovensku pohybovali v rozpätí od zhruba 6 rokov do takmer 12 rokov. V posledných rokoch má daný pomer smer, ktorý znamená podhodnocovanie ceny priemerného bývania vo vzťahu k cene nájmu.

Hodnoty inverzného ukazovateľa – výnosnosti nájmu – sa doteraz pohybovali v rozpätí od vyše 8 % do vyše 16 %. Obidva tieto ukazovatele signalizujú, že cena priemerného bývania bola z globálneho hľadiska vo vzťahu k cene nájmu v celej doterajšej histórii slovenského trhu s bývaním permanentne podhodnotená. Vzhľadom na to, že aktuálne ceny bývania sú vnímané subjektívne, a aj realitní makléri ich vnímajú už ako hraničné, dôvodom podhodnotenia cien priemerného bývania podľa zvoleného výpočtu by mohli byť relatívne vysoké ceny nájmov. Problém je zrejme komplexnejší, lebo faktom je, že na jednej strane cena nájmu je v našich podmienkach často takmer totožná so splátkou úveru na bývanie, čo skôr brzdí, ako podnecuje záujem o nájomné bývanie. Na druhej strane však nie je stavanie nájomných bytov pre investovateľov ekonomicky veľmi atraktívne.

Odhliadnuc od nejakých obecných pravidiel na zisťovanie nadhodnotenia, resp. podhodnotenia ceny bývania vo vzťahu k cene nájmu, je v podmienkach Slovenska v posledných rokoch pomer cena/nájom na trajektórii podhodnocovania a vzdáľuje sa smerom dole od historického priemeru pomeru cena/nájom na úrovni 9,5 roka. Aj podľa vývoja ukazovateľa výnosnosti nájmu sa potvrdzuje priebežné podhodnocovanie ceny priemerného bývania v posledných štvrtrokoch. Výnosnosť nájmu je totiž výraznejšia, ako je jej dlhodobý priemer (takmer 11 %).

Ak pripustíme spoľahlivosť údajov o cenách nájmov z databázy realitných kancelárií, vzhľadom na získané poznatky o rozpätí vývoja hodnôt pomeru cena/nájom a výnosnosť prenájmu na Slovensku sa núka otázka, do akej miery má v tabuľke uvedený všeobecne platný prístup k hodnoteniu rovnovážnej ceny bývania v závislosti od

výšky nájmu dostatočnú vypovedaciu schopnosť aj v rozdielnych podmienkach.

V súvislosti s rôznymi dosiahnutými výsledkami o nadhodnotení, resp. podhodnotení ceny bývania pomocou ukazovateľa cena/nájom na základe použitia dvoch zdrojov údajov o nájmoch sa javí, že reálnejšie výsledky hodnotenia sa získajú pri použití údajov o úrovni nájmu z databázy realitných kancelárií ako údajov o skutočnom nájomnom používanom pri výpočte harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien. Jedným z možných vysvetlení, prečo toto nájomné nemusí byť spoľahlivým ukazovateľom, je fakt, že do výpočtu indexu spotrebiteľských cien vchádza aj nájomné ponúkané pod trhovou cenou, tzv. sociálne nájomné. Preto položka skutočného nájomného v rámci indexu spotrebiteľských cien nemusí presne sledovať vývoj reálneho nájomného. Aj podľa údajov Eurostatu EU-SILC sa v polovici európskych krajín viac ako polovica bytov prenajíma pod trhovou cenou.

Použitie pomerové ukazovatele cena/príjem a cena/nájom poskytujú poznatok, že aktuálne je priemerná cena bývania podhodnotená vo vzťahu k priemernej hodnote daných pomerových ukazovateľov v doterajšej histórii slovenského trhu s bývaním. Na prvý pohľad prekvapujúci záver z dvoch prístupov k hodnoteniu dostupnosti bývania hlavne pre tie domácnosti, ktorým sa zdá bývanie pri jeho dnešných cenách nedosiahnuteľné. Aké môže byť vysvetlenie? Predchádzajúce dlhšie obdobie relatívneho zlepšovania dostupnosti bývania z dlhodobého hľadiska bolo výsledkom na jednej strane všeobecného priebežného zlepšovania príjmovej situácie domácností a na druhej strane stagnovania cien nehnuteľností na bývanie v pomerne dlhom časovom horizonte v niekoľkých predchádzajúcich rokoch. Takto dlhodobu priaznivú reláciu hlavne pomeru cena/príjem v prospech príjmovej situácie domácností rezultovala do empirického zistenia o podhodnotenej aktuálnej cene priemerného bývania vzhľadom na celý doterajší vývoj.

HODNOTENIE VÝVOJA PRIEMERNEJ CENY BÝVANIA POMOCOU KOMPOZITNÉHO UKAZOVATEĽA

Ďalšou z možností, ako prispieť k hodnoteniu aktuálneho vývoja cien bývania, je vytvorenie jedného ukazovateľa, ktorý by poskytol orientačnú informáciu o miere rizika priebežného vývoja cien bývania na základe zohľadnenia viacerých súvzťažných ukazovateľov. Ide v podstate o vytvorenie takého syntetického ukazovateľa, pomocou ktorého sa dá priebežne komplexne hodnotiť miera nadhodnotenia, resp. podhodnotenia priemernej ceny bývania.

Dôležitým predpokladom na zostavenie kvalitného kompozitného indexu pre príslušnú oblasť je výber vhodných parciálnych ukazovateľov. Odhliadnuc od rôznych národných špecifik, ktoré sú s výpovednou hodnotou rovnakých ukazovateľov v rozdielnom prostredí spojené, náš výber ukazovateľov vychádza z filozofie pôvodného zostavovateľa kompozitného Swiss Real Estate Bubble

Hodnotiacia metrika pre cenu bývania

Hrubý výnos z prenájmu (v %)	Pomer cena/nájom	Všeobecné vyhodnotenie
15	6,7	Veľmi podhodnotený
10	10,0	Podhodnotený
8	12,5	Na hranici podhodnotenia
7	14,2	Spravodlivo ocenený
5	20,0	Na hranici nadhodnotenia
3	33,3	Nadhodnotený
2,5	40,0	Veľmi nadhodnotený

Zdroj: www.globalpropertyguide.com



indexu⁴ na hodnotenie vývoja ceny bývania. Na tvorbu nášho kompozitného indexu sa použili nasledujúce pomerové ukazovatele:

- reálna cena za m² (podiel nominálnej ceny v EUR/m² a deflátoru spotrebiteľských výdavkov),
- pomer ceny k príjmu (podiel nominálnej ceny v EUR/m² a hrubého disponibilného príjmu na obyvateľa),
- pomer ceny k nájmu (podiel nominálnej ceny v EUR/m² a priemerného mesačného prenájmu v eurách),
- pomer úverov na bývanie k hrubému disponibilnému dôchodku domácností (podiel stavu úverov na bývanie a HDDD)
- pomer objemu produkcie bytových budov k HDP.

Z vývoja pôvodných hodnôt vybraných parciálnych ukazovateľov možno získať prvú orientačnú informáciu o tom, ktorým smerom (rast alebo tlmenie) jednotlivé parciálne ukazovatele vplyvajú na úhrnnú hodnotu kompozitného indexu. Reálnu cenu bývania získame deflovaním nominálnej ceny spotrebiteľskými výdavkami domácností. Keďže sa inflácia začala v poslednom období postupne zvyšovať, je predpoklad, že v rámci kompozitného indexu bude mať tlmiaci vplyv na nominálnu cenu bývania. Pomer cena/príjem po dlhodobjšom tlmení začína mať v posledných štvrtroch rastúci trend, preto možno očakávať jeho príspevok k rastu kompozitného indexu na hodnotenie vývoja ceny bývania. Podobne k rastu kompozitného indexu prispievajú pomery cena/nájom a pomer úverov na bývanie k hrubému disponibilnému dôchodku domácností. Relatívne neutrálne sa v posledných štvrtroch javí pôsobenie podielu objemu produkcie bytových budov k HDP.

Pred samotným výpočtom kompozitného indexu je potrebné použiť premenné, v našom prípade parciálne pomerové ukazovatele, zbaviť trendovej zložky, aby sa zabezpečila ich stacionarita.⁵

Z grafického zobrazenia doterajšieho vývoja kompozitného indexu na hodnotenie vývoja ceny bývania je evidentné, že jeho hodnoty sa nachádzajú vo všetkých pásmach od prepadu až po bublinu a dosť verne odrážajú aj doterajší vývoj na slovenskom trhu s bývaním. To v podstate potvrdzuje, že takýto syntetický ukazovateľ môže poskytnúť pomerne relevantné informácie o miere rizika, aké priebežný vývoj cien bývania vytvára jednak pre finančnú, ale aj pre celkovú ekonomickú stabilitu v danej krajine.

Vzhľadom na to, že v poslednom období sme boli svedkami výrazného rastu hlavne cien bytov, zakomponovali sme do výpočtu kompozitného indexu aj túto alternatívu. Z grafu je zrejme, že na začiatku roku 2017 kompozitný index pre hodnotenie vývoja ceny bytov už atakoval spodnú hranicu rizikového pásma. Následné spomalenie rastu cien bytov sa prejavilo aj v nižšej hodnote zodpovedajúceho kompozitného indexu v druhom štvrtroku 2017.

Celkovo možno konštatovať, že tak kompozitný index na hodnotenie vývoja cien bývania ako celku, ako aj kompozitný index na hodnotenie vývoja cien bytov sa v posledných štvrtroch pohybujú v pásme vzostupu, ale zatiaľ nesignalizujú rizikový vývoj a obidve hodnoty sú ešte relatívne vzdialené od pásma, ktoré znamená vznik realitnej cenovej bubliny.

Existujú určité pokusy zohľadniť rôzne faktory vývoja cien bývania na dopytovej i ponukovej strane aj prostredníctvom viacrozmernej regresnej analýzy.⁶ Predikcia založená na takýchto regresiách sa tiež zvykne považovať za referenčnú hodnotu pre hodnotenie vývoja cien nehnuteľností na bývanie. Ak je však časový rad o vývoji cien bývania relatívne krátky a charakterizovaný pomerne turbulentným vývojom, ako je to napríklad aj v prípade Slovenska, je modelový prístup k určaniu rovnovážnej ceny bývania dosť limitovaný.

ZÁVER

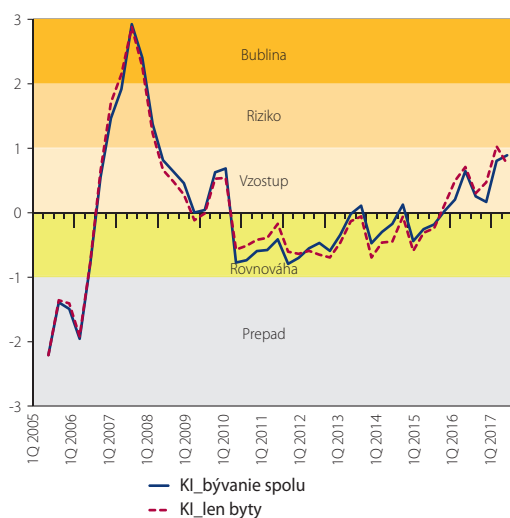
Ani výraznejšie rastúca priemerná cena bývania v určitom období ešte nemusí znamenať nafukovanie realitnej cenovej bubliny, ak je jej vývoj v relatívnom súlade s vývojom takých fundamentov, ako je rast výkonnosti ekonomiky, zamestnanosti a s tým súvisiacej mzdovej bázy.

Neexistuje žiadny univerzálny prístup k hodnoteniu primeraného vývoja cien bývania, ktorý by sa dal favorizovať. Existuje viacero prístupov, na základe ktorých možno získať zaujímavé parciálne informácie pomocou sledovania individuálnych ukazovateľov, pomerových ukazovateľov, na základe jedného syntetického ukazovateľa, ale aj pomocou modelového prístupu prostredníctvom viacrozmernej regresnej analýzy.

Pomocou vybraných analytických nástrojov a na základe dostupných údajov sme dospeli k poznatku, že napriek rastúcej priemernej cene bývania v posledných štvrtroch a umiestneniu aktuálnych hodnôt kompozitného indexu v rastovom pásme, sa v podmienkach Slovenska zatiaľ realitná cenová bublina nevytvára.

- 4 Ku konštrukcii kompozitného indexu na hodnotenie vývoja ceny bývania nás inšpiroval pravidelne štvrťročne publikovaný UBS Swiss Real Estate Bubble Index, ktorý pozostáva z viacerých podindexov. V našom prípade sme nezaradili ukazovateľ o podiele investičných úverov na bývanie, t. j. takých úverov, ktoré sú určené na nákup nehnuteľností na bývanie so zámerom ich ďalšieho prenájmania. Dôvodom nezariadenia tohto ukazovateľa je nedostupnosť potrebných údajov v podmienkach Slovenska. Viac podrobností na: http://www.ubs.com/global/en/wealth_management/wealth_management_research/bubble_index.html.
- 5 Kompozitný index sa počíta ako priemer z detrendovaných hodnôt štandardizovaných parciálnych ukazovateľov pomocou metódy hlavných komponentov, pričom priemer odchýlok je normovaný na nulu. Index nadobúda päť úrovní hodnôt, ktoré signalizujú prepád, rovnováhu, vzostup, riziko a bublinu. Pri zverejňovaní údajov o vývoji cien bývania sa používajú odhadnuté hodnoty väčšiny ukazovateľov použitých pri zostavovaní kompozitného indexu, ale na všetky výpočty v príspevku sa použili už zverejnené reálne hodnoty.
- 6 Poznanky o modelovaní vývoja ceny bývania na Slovensku možno nájsť napr. v analytickom komentári na http://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2015/AK26_poznatky_z_modelovania_vyvoja_ceny_byvania_na_Slovensku.pdf

Graf 8 Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania



Zdroj: NBS.

Literatúra:

1. Cár, M. – Vrbovský, R.: Kompozitný index na hodnotenie vývoja ceny bývania. Analytický komentár, NBS, február 2017.
2. Philipponnet, N. – Turrini, A.: Assessing House Price Developments in the EU. European Union, 2017.
3. Tóth, J. – Cár, M. – Stanová, B.: Čelí Slovensko realitnej bubline? Analytický komentár, NBS, jún 2016.