

Čo formuje ceny nehnuteľností?

Ceny nehnuteľností rastú najrýchlejšie za posledných vyše 10 rokov. V post-pandemickom prostredí prichádza z externého prostredia množstvo rôznych šokov vplývajúcich na štruktúru ekonomiky, zvyšujúcich neistotu a meniacich spotrebiteľské či investičné správanie sa domácností a firiem. V komentári sa sústredíme na kvalitatívny popis najvýznamnejších faktorov, ktoré môžu v blízkej budúcnosti ďalej pôsobiť na vývoj cien nehnuteľností. Z týchto faktorov je možné vyzdvihnúť najmä vysokú infláciu a tlmený ekonomický rast, aj v dôsledku vojny, a sprísňovanie menovej politiky. V dôsledku inflácie budú ceny materiálov a práce, ako aj investičný dopyt, tlačiť na ceny smerom nahor. Rastúce požadované výnosy kvôli sprísnenej menovej politike však po čase budú tlmiť ceny nehnuteľností ako investičných aktív. Navyše, na Slovensku je pomerne málo domácností s dostatočnými vlastnými zdrojmi, ktoré vytvárajú investičný dopyt. Negatívny vplyv inflácie na spotrebu, sprísňovanie menovej politiky a nejasný ekonomický vývoj budú pôsobiť skôr tlmiačo na ceny nehnuteľností, najmä kvôli negatívnemu dopadu na domácnosti s obmedzenými vlastnými zdrojmi. Vzhľadom na tieto faktory a na súčasnú zhoršujúcu sa dostupnosť bývania, neočakávame pokračovanie aktuálneho prudkého rastu cien nehnuteľností.

Aktuálne rastú ceny rezidenčných nehnuteľností na Slovensku medziročným tempom cez 20 %. Národná banka Slovenska používa niekoľko prístupov k hodnoteniu ich dynamiky. Kým kompozitný index indikuje prechod do rizikového pásma (stále však nedosahuje úroveň z roku 2008), index dostupnosti bývania stále naznačuje potenciálny priestor na zhoršenie dostupnosti.¹

Pre bežnú domácnosť s priemerným príjmom je už bežná nehnuteľnosť takmer nedostupná. Hovorí o tom porovnanie cien nehnuteľností s ich dostupnosťou² Priemerné ceny nehnuteľností na Slovensku sú už vyššie ako hodnota, ktorú by vedela zafinancovať rodina s dvoma deťmi s priemerným platom bez vlastných úspor iba formou úveru (Graf 1a). V prípade Bratislavského kraja už pomaly nemusí stačiť ani spolufinancovanie v objeme 20 %

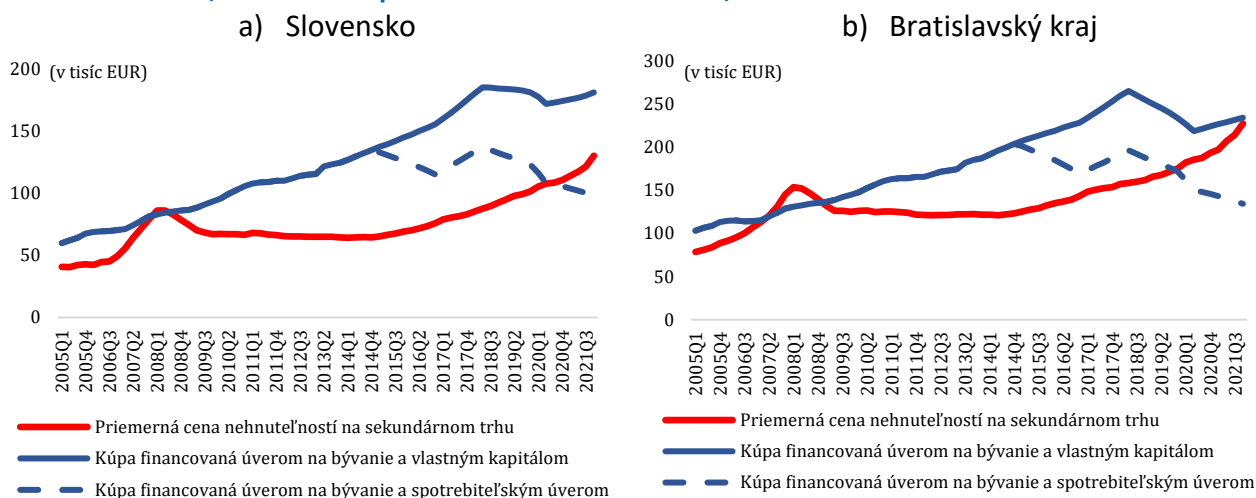
¹ Oba tieto indexy boli publikované v Správe o ekonomickom a menovom vývoji (NBS, 2022).

² Metóda statickej kapacity zadĺženia, sleduje finančnú dostupnosť vlastného bývania pre domácnosť s priemerným príjmom (Cesnak a Klacso, 2021).

Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

vlastného kapitálu (Graf 1b). Ceny nehnuteľností navyše naďalej rastú výrazne vyšším tempom ako udržateľnosť zadĺženia priemernej domácnosti.

Graf 1 Zadĺženosť, ktorú znesie priemerná domácnosť rastie, ale nestačí na rast cien nehnuteľností



Zdroj: NBS, Cenová mapa, vlastné výpočty. Cena nehnuteľností uvádza priemernú cenu nehnuteľností na Slovensku alebo v Bratislavskom kraji.

Do výpočtov vstupuje domácnosť s dvoma dospelými s priemernou mzdou za Slovensko alebo za Bratislavský kraj s dvoma deťmi.

Do výpočtu zadĺženia vstupovali limity pre ukazovateľ zabezpečenia úveru (LTV), ukazovateľ schopnosti splácať úver (DSTI) aj ukazovateľ celkovej zadĺženia (DTI) platné v danom štvrtroku.

Tabuľka 1 Hlavné faktory ovplyvňujúce ceny nehnuteľností v nasledujúcom období

Hlavné faktory	Tlaky na rast cien	Tlaky na pokles cien
Vyššia inflácia a utlmený ekonomický rast (prípadná stagflácia), aj vplyvom vojenského konfliktu	Pokles reálnej hodnoty peňazí vytvára tlak na rozpúšťanie úspor v investičných nákupoch Vyššie ceny materiálov a práce	Vyššie náklady na nevyhnutné výdavky znižujú schopnosť financovať kúpu nehnuteľnosti pomocou úveru Všeobecná neistota ohľadom budúceho ekonomického vývoja vplýva negatívne na dopyt po nehnuteľnostiach V prípade stagflácie vysoký rast cien nie je kompenzovaný rastom miezd a preto vedie k poklesu dopytu po nehnuteľnostiach
Sprísnenie menovej politiky ako reakcia na infláciu	Pokles cien finančných aktív z dôvodu rastu požadovaného výnosu zvyšuje krátkodobý investičný dopyt po nehnuteľnostiach	Nárast požadovaného výnosu môže pôsobiť tlmivco na ceny nehnuteľností Zvyšujúce sa úrokové sadzby znížia dostupnosť úverov
Demografia ovplyvnená vojenským konfliktom	Prílev utečencov z Ukrajiny zvyšuje dopyt po nájomnom bývaní	
Ponukové faktory	Veľký počet chýbajúcich bytov bude naďalej vytvárať tlak na rast cien nehnuteľností	Prípadný pokles investičného dopytu bude zmierňovať tlaky na rast cien, pričom ponuka vie zareagovať pružnejšie na pokles cien ako pred veľkou finančnou krízou

Z externého prostredia prichádza množstvo rôznych šokov vplývajúcich na štruktúru ekonomiky, zvyšujúcich neistotu a meniacich spotrebiteľské či investičné správanie sa domácností a firiem. Nižšie uvádzame kvalitatívny popis, ako a cez aké kanály tieto šoky pôsobia na ceny nehnuteľností.

Prudký rast cien v prostredí utlmeného ekonomického rastu

Aktuálna dvojciferná inflácia je nevídaným javom od začiatku existencie hypotekárneho trhu na Slovensku. Výpadky na strane ponuky, vysoký dopyt po surovinách, zvyšujúca sa cena ropy, plynu, uhlia a následne elektriny boli faktory, ktoré tlačili ceny nahor už v roku 2021. Vojenský konflikt na začiatku roka 2022 ponuku surovín ešte viac obmedzil, čo ešte viac zvýšilo tlak na ceny, no zároveň utlmilo ekonomickú aktivitu. Vplyvom vojenského konfliktu a nedostatku aj niektorých ďalších surovín (napríklad kukurice, niklu, či irídia) dochádza k porušeniu obchodných reťazcov a presunu nákladov do koncových cien ďalších tovarov. Aktuálne sa preto očakáva inflácia na úrovni 10 – 14 % v roku 2023 (NBS, 2022). Infláciu presahujúcu 10 % sme pritom na Slovensku pozorovali naposledy v roku 2000, teda ešte pred reštrukturalizáciou bankového sektora a rozmachom trhu úverov na bývanie.

Vyššia inflácia znehodnocuje úspory domácností, a preto motivuje dopyt po investičnej kúpe nehnuteľností. Zvýšený dopyt po investičnej kúpe pritom tlačí na rast cien. Domácností, ktoré majú dostatok voľných prostriedkov na kúpu nehnuteľností, je však na Slovensku pomerne málo (Cupák a kol., 2020), čo by malo tento kanál obmedziť. V neposlednom rade, inflácia sa do veľkej miery týka aj stavebných materiálov a práce, čo ďalej pôsobí priamo na zvyšovania cien nehnuteľností, najmä novostavieb (Musarat a kol., 2021).

Na druhej strane, vyššia inflácia znamená vyššie náklady na spotrebu a menej voľných prostriedkov, čo môže ovplyvniť dopyt po nehnuteľnostiach v prípade domácností s limitovanými vlastnými zdrojmi. Pre domácnosti, ktoré nemajú dostatok vlastných zdrojov a potrebujú úver na financovanie kúpy nehnuteľnosti už teraz klesá dostupnosť bývania (Graf 1)³. Predpokladaná vyššia inflácia ako rast nominálnych miezd, teda pokles reálnych miezd im ešte ukrojí z voľných prostriedkov dostupných na prípadné splácanie úveru. Tento kanál tak bude pôsobiť tlmiačo na rast cien nehnuteľností.

Dopyt po nehnuteľnostiach môže byť ešte výraznejšie utlmený v prípade stagflácie. Aktuálne nie je možné vylúčiť kombináciu vysokého cenového rastu, zvyšovania miery nezamestnanosti a negatívny ekonomický vývoj, takzvanú stagfláciu⁴. Výraznejší prepád reálnych miezd v tomto prípade povedie k ešte výraznejším negatívnym tlakom na ceny nehnuteľností.

Sprísnená menová politika ako reakcia na cenové tlaky

Sprísňovanie menovej politiky môže krátkodobo zvýšiť investičný dopyt po nehnuteľnostiach kvôli poklesu hodnoty finančných aktív. Menová politika sa

³ Na základe tretej vlny zisťovania o financiách a spotrebe domácností (HFCS), približne polovica domácností, ktoré si kúpali hlavné bývanie v období 2010 - 2017, financovala kúpu formou úveru na bývanie, pričom podiel takýchto domácností v čase rástol.

⁴ Viac detailov o aktuálnych rizikách stagflácie je možné nájsť vo Frankfurtských hárkoch k júnu 2022:

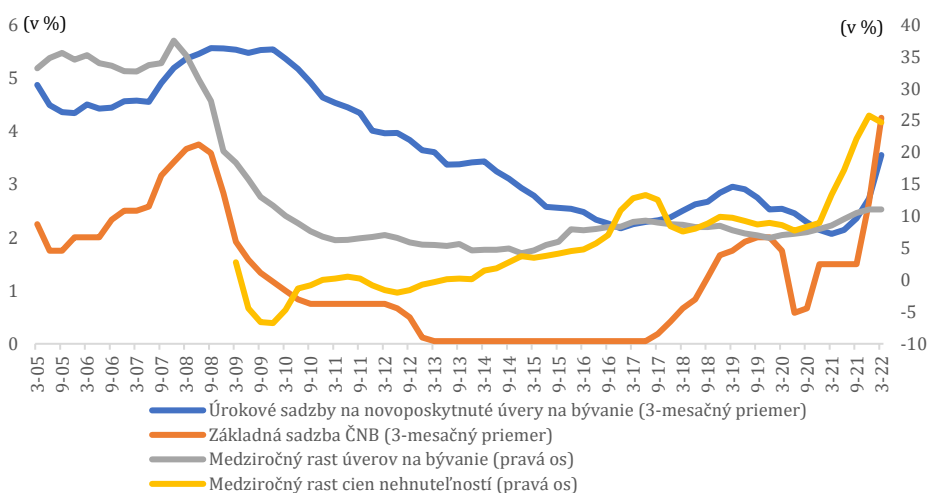
<https://nbs.sk/publikacie/frankfurtske-harky/>

v dôsledku vojnového konfliktu a vyššej inflácie sprísňuje skôr ako sa predpokladalo pred vojnou. ECB oznámila zníženie objemu čistých nákupov aktív v druhom štvrtroku a ukončenie nákupov v treťom štvrtroku 2022. Následne, 21. júla 2022 pristúpila k zvýšeniu základnej úrokovej sadzby z 0 % na 0,5 %. Ide o prvé zvýšenie základnej sadzby od júla 2011. Sprísňovanie menovej politiky znamená zvyšovanie trhových sadzieb a následne aj klientskych úrokových sadzieb. Nárast sadzieb sa premietne do nárastu požadovaných výnosov na finančných trhoch. Tento nárast sa prejaví formou poklesu cien finančných aktív (napr. dlhopisov), čo môže v krátkodobom horizonte zvýšiť atraktivitu investícií do nehnuteľností. Znova však treba pripomenúť, že domácností s dostatočnými vlastnými zdrojmi, ktoré vytvárajú investičný dopyt, je na Slovensku málo a preto bude tento kanál obmedzený.

Na dlhšom horizonte však môže vplývať nárast požadovaných výnosov tlmiačo na ceny nehnuteľností. Čistá súčasná hodnota nehnuteľnosti ako investičného aktíva je tiež ovplyvnená výškou požadovaného výnosu. Nárast požadovaného výnosu vplyvom prísnejšej menovej politiky, v prípade že nebude dostatočne kompenzovaný rastom cien prenájmu, bude mať negatívny vplyv na ceny nehnuteľností (Möbert, 2022).

Zvyšovanie úrokových sadzieb na úvery na bývanie v dôsledku prísnejšej menovej politiky bude tmiť dopyt po nehnuteľnostiach. Financovanie kúpy nehnuteľnosti formou úveru sa tým stáva drahšie a môže ešte viac klesnúť dostupnosť úverov na bývanie⁵. Keďže ide o úverový kanál, negatívne sa to dotkne najmä domácnosti, ktoré nemajú dostatok vlastných zdrojov. Transmisia rastu trhových sadzieb do úrokových sadzieb na úvery na bývanie bude do značnej miery závisieť od miery konkurencie medzi bankami. Vplyv štrukturálnych zmien, napr. v oblasti poplatkov za predčasné splatenie úveru na bývanie, výrazná konkurencia medzi bankami ako aj iné faktory spôsobili prerušenie vzťahu medzi sadzbami na úvery na bývanie a trhovými sadzbami približne od roku 2012 (NBS, 2017).

Graf 2 Sprísňovanie menovej politiky v Českej republike



Zdroj: ČNB, Eurostat

⁵ Očakávaní rast úrokových sadzieb môže viesť v krátkodobom horizonte k zvýšeniu dopytu, keď domácnosti sa snažia zafinancovať nehnuteľnosť ešte pred zvyšovaním sadzieb. Takéto nárazové zvýšenie dopytu môže v krátkodobom horizonte tlačiť na ceny nehnuteľností smerom nahor.

Banky však budú určite reagovať na rastúce trhové sadzby ako aj na rast cien zdrojov. Už aktuálne vidíme nárast priemerných úrokových sadzieb na novoposkytnuté úvery na bývanie z necelých 0,9 % na konci roka 2021 na 1,8 % v júni 2022. Je možné každopádne predpokladať, že zvyšovanie klientskych úrokových sadzieb prebehne postupne a ani vplyv na ceny nehnuteľností nebude okamžitý. Oneskorenie dopadu dobre reprezentuje dianie v Českej republike, kde sa základná sadzba zvýšila medzi júnom a decembrom 2021 o 350 bázických bodov, pričom medziročný rast úverov na bývanie si zachoval dvojciferné tempo a ceny nehnuteľností rástli tempom viac než 25 % (Graf 2).

Negatívne dlhodobé trendy v oblasti demografie môžu byť kompenzované prílevom utečencov

Postupné starnutie obyvateľstva na Slovensku bude v dlhodobom horizonte tlmiť rast cien nehnuteľností. Iba za posledný rok ubudlo z trhu práce 41-tisíc osôb, teda 1,5 % ekonomicky aktívnych obyvateľov.⁶ Podľa aktuálnych predpokladov poklesne počet obyvateľov vo veku 25 až 39 rokov (teda vo veku, kedy si domácnosti zaobstarávajú vo všeobecnosti svoje prvé bývanie) do roku 2030 približne o 20 %⁷. Vývoj počtu domácností, ktoré si potrebujú zaobstarať bývanie alebo ktorí vytvárajú dopyt po investičných nehnuteľnostiach tak pomaly klesá, je to však dôležité najmä z dlhodobého pohľadu vývoja cien nehnuteľností.

Dopyt po nehnuteľnostiach môžu naopak zvyšovať noví prisťahovalci. Aktuálne sú demografické podmienky ovplyvňované aj vojnou na Ukrajine a ľuďmi, ktorí hľadajú útočisko pred vojnou v iných krajinách, okrem iného aj na Slovensku. Finančná podpora v prípade ich ubytovania môže zvýšiť ceny nájomov ako aj dopyt po investičných nehnuteľnostiach. Časť utečencov sa môže rozhodnúť ostať pracovať na Slovensku aj po skončení vojny, a ďalej tak podporiť dopyt po nehnuteľnostiach.

Ponuka nehnuteľností

Na ponuku nehnuteľností môžu vplývať aj štrukturálne zmeny v dopyte. V takom prípade sa ale očakáva pružnejšia reakcia ako pred veľkou finančnou krízou. Na základe údajov z roku 2020 chýbalo na Slovensku vyše 200 000 bytov⁸, pričom len v Bratislave sa odhadoval počet chýbajúcich bytov na úrovni 40 tisíc. Z uvedeného počtu časť tvoril dopyt po investičných nehnuteľnostiach⁹. Zmeny v dopyte po nehnuteľnostiach tak ovplyvnia schodok v počte chýbajúcich bytov. Zo sektoru stavebníctva však vieme, že ponuka vie zareagovať pružnejšie na pokles dopytu ako tomu bolo pred veľkou finančnou krízou, pravdepodobne aj vďaka zmenám vyvolaným touto krízou. Stavebné projekty realizované na etapy produkujú menej neobsadených bytov v danom čase a aj z pohľadu finančnej stability je možné vítať pokles priemerného objemu poskytnutého úveru v tomto segmente (NBS, 2018).

Zhrnutie

Súčasná rýchlo sa meniaci situácia v spoločnosti, v ekonomickom vývoji či v menovej politike vytvára tlak na ceny nehnuteľností v oboch smeroch – jednotlivé faktory môžu ceny znižovať

⁶ UPSVaR, štatistika ekonomicky aktívnych obyvateľov máj 2022 oproti máju 2021.

⁷ Zdroj: Infostat, prognóza obyvateľov SR z roku 2018, stredný variant prognózy.

⁸ <https://iur.sk/2020/06/19/na-slovensku-chyba-vyse-200-000-bytov-co-s-tym/>

⁹ Investičné nákupy sú potvrdené napr. aj v [Správe o finančnej stabilite za Máj 2022](#).

aj zvyšovať. Intenzita týchto faktorov bude závisieť do veľkej miery od budúceho vývoja konfliktu na Ukrajine, vysporiadania sa s poruchami v medzinárodnom obchode a od reakcie menovej politiky. V dôsledku inflácie budú ceny materiálov a práce, ako aj investičný dopyt, tlačiť na ceny smerom nahor. Rastúce požadované výnosy kvôli sprísnenej menovej politike však po čase budú tmiť ceny nehnuteľností ako investičných aktív. Navyše, na Slovensku je pomerne málo domácností s dostatočnými vlastnými zdrojmi, ktoré vytvárajú investičný dopyt. Negatívny vplyv inflácie na spotrebu, sprísňovanie menovej politiky a nejasný ekonomický vývoj budú pôsobiť skôr tlmiačo na ceny nehnuteľností, najmä kvôli negatívnemu dopadu na domácnosti s obmedzenými vlastnými zdrojmi. Vzhľadom na tieto faktory a na súčasnú zhoršujúcu sa dostupnosť bývania, neočakávame pokračovanie aktuálneho prudkého rastu cien nehnuteľností.

Referencie

Cesnak, M. a Klacso, J. (2021). [Hodnotenie cien rezidenčných nehnuteľností na Slovensku – štrukturálny prístup](#). Výskumná štúdia NBS č. 3/2021

Cupák, A., Klacso, J. a Šuster, M. (2020). [Majú slovenské domácnosti rezervy pred krízou?](#) Analytický komentár č. 78

Möbert, J. (2022). [Outlook for the German residential property market 2022 and beyond](#). Deutsche Bank Research

Musarat, M. A., Alaloul, W. S. a Liew, M. S. (2021). [Impact of inflation rate on construction projects budget: A review](#). Ain Shams Engineering Journal, Volume 12, Issue 1, pp 407 - 417

Národná banka Slovenska (2017). [Riziko nárastu úrokových sadzieb alebo rizikových prémieí](#). v: Správa o finančnej stabilite k máju 2017

Národná banka Slovenska (2018). [Financovanie komerčných nehnuteľností](#). v: Správa o finančnej stabilite k novembru 2018

Národná banka Slovenska (2021). [Ekonomický a menový vývoj – zima 2021](#)

Národná banka Slovenska (2022). [Špeciálna príloha 2 Analytický pohľad na vývoj cien nehnuteľností](#), v: Ekonomický a menový vývoj – jar 2022

Ján Klacso

analytici@nbs.sk