



Aktuálna situácia na trhu komerčných nehnuteľností

Mikuláš Cár
Národná banka Slovenska

The article presents a brief characteristic of commercial property, outlines its position in the real estate market and underlines the need for monitoring and analysing the data with regard to potential marked influence of commercial property on the price and financial stability. It explains the current situation as to real estate market monitoring in the euro area and in Slovakia. Since the increasing need for information on commercial property is in contradiction with its current availability, relevant international institutions actively find their individual and collective solutions. One of the objectives is to create a commercial property price index. At present, the main segments of the Slovak commercial property market are developing with differing intensities and the basic information is usually offered by private advisory companies in their regular quarterly reports. A collection of internationally comparable data on commercial property prices and creation of indicators based on a common pan-European methodology, as well as for separate countries, present a challenge for the coming years.

- 1 V októbri 2003 sa uskutočnila vo Washingtone D. C. spoločná konferencia MMF a BIS, na ktorej sa riešili otázky skúmania vzťahu medzi nehnuteľnosťami a finančnou stabilitou, a teda aj potreba zisťovať údaje a konštrukcie ukazovateľov o nehnuteľnostiach. Viaceré podnety v rámci diskusie na tejto konferencii boli premietnuté aj do deviatej kapitoly spracovaného návrhu na zostavovanie ukazovateľov finančného zdravia (Financial Soundness Indicators – Compilation Guide), ktorá má názov: Real Estate Price Indicators. V tejto kapitole sú obsiahnuté hlavné zásady zisťovania cien nehnuteľností a konštrukcie cenových indexov. V súvislosti s konštrukciou indexov cien komerčných nehnuteľností je uvedené, že platia rovnaké princípy ako pri nehnuteľnostiach na bývanie, ale je poukázané aj na určité špecifické črty, ktoré môžu komplikovať úlohu zostavovania indexov cien komerčných nehnuteľností.
- 2 Vela podnetných myšlienok k danej problematike obsahuje napr. materiál Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures. ECB, December 2008.
- 3 V Občianskom zákonníku č. 40/1964 Zb. v § 119 ods.2 sa pri definovaní pojmu "nehnuteľnosť" uvádza, že: „Nehnuteľnosťami sú pozemky a stavby spojené so zemou pevným základom“. Pričom:
- Pojem pozemok je upravený v §3 ods.1 zák. č. 162/1995 Z.z. o katastrálnych nehnuteľnostiach a o zápise vlastníckych a iných práv k nehnuteľnostiam.
 - Stavbou je každý objekt, ktorý je stavaný a následne skolaudovaný podľa príslušných stavebnoprávných predpisov. Predmetom právnych vzťahov môžu byť aj rozostavané stavby, ktorých zápis do katastra nehnuteľností umožňuje

Trh s nehnuteľnosťami do značnej miery odzrkadľuje stav celej ekonomiky, môže indikovať pozitívne impulzy. Vznik výraznejších nerovnováh na ňom môže tiež prispieť k narušeniu finančnej stability nielen na národnej úrovni, ale môže sa to prejavovať aj v širších regionálnych súvislostiach. Vo všeobecnosti vývoj trhu s nehnuteľnosťami veľmi úzko súvisí s vývojom výkonnosti ekonomiky, takže zvykne mať aj cyklický charakter. Ambícia uvažovať o možných vplyvoch či už trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, alebo trhu s komerčnými nehnuteľnosťami na reálnu ekonomiku a na finančnú stabilitu, predpokladá mať dostatok hodnoverných informácií o týchto troch aj o ich jednotlivých segmentoch.

Koncom roku 2003 sa uskutočnil zásadný krok na definovanie potreby sledovať vzťah medzi nehnuteľnosťami a finančnou stabilitou¹. Opatrnosť finančných inštitúcií a centrálnych bánk voči rizikám možného negatívneho vplyvu vývoja realitných trhov na cenovú a finančnú stabilitu sa výrazne zvýšila v posledných rokoch hlavne po vzniku problémov na americkom hypotekárnom trhu, ale zvýšená pozornosť sa permanentne venuje aj jednotlivým segmentom komerčných nehnuteľností. Pre makroprudenciálne analýzy sú nevyhnutné údaje o cenách nehnuteľností, pretože úverové inštitúcie sa zvyčajne dost výrazne angažujú na trhu s nehnuteľnosťami, ktorý môže byť nepriaznivo ovplyvňovaný potenciálnou volatilitou cien a prípadným poklesom kolaterálu. Vzhľadom na to, že volatilitu cien nehnuteľností ovplyvňuje aj celý rad dopytových a ponukových faktorov, je vhodné mať k dispozícii aj údaje o ďalších dôležitých premenných na reálnom trhu.

Trh s nehnuteľnosťami sa začal na Slovensku z rôznych dôvodov reálne prejavovať a spoločensky výrazne rezonovať v podstate až v poslednej

dekáde. Takto časovo oneskorený reálny trh s nehnuteľnosťami možno vnímať a hodnotiť aj ako „dvojrychlostný“. Slovenský trh s nehnuteľnosťami na bývanie sa začal v ostatných rokoch formovať operatívnejšie a rýchlejšie a následne sa začali intenzívnejšie aktivizovať investori a developeri aj v jednotlivých segmentoch na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami.

Cieľom príspevku je celkovo sa zorientovať na trhu s nehnuteľnosťami, ako aj v problematike stavu v oblasti zisťovania cien, načrtnúť hlavné charakteristiky komerčných nehnuteľností a priblížiť potrebu dôslednejšieho sledovania vývoja na trhu komerčných nehnuteľností². Zámerom je tiež poukázať na problémy s dostupnosťou relevantných údajov a stručne priblížiť aktuálnu situáciu sledovania trhu komerčných nehnuteľností v eurozóne a na Slovensku, ako aj aktivity, zamerané na konštrukciu indexu cien komerčných nehnuteľností.

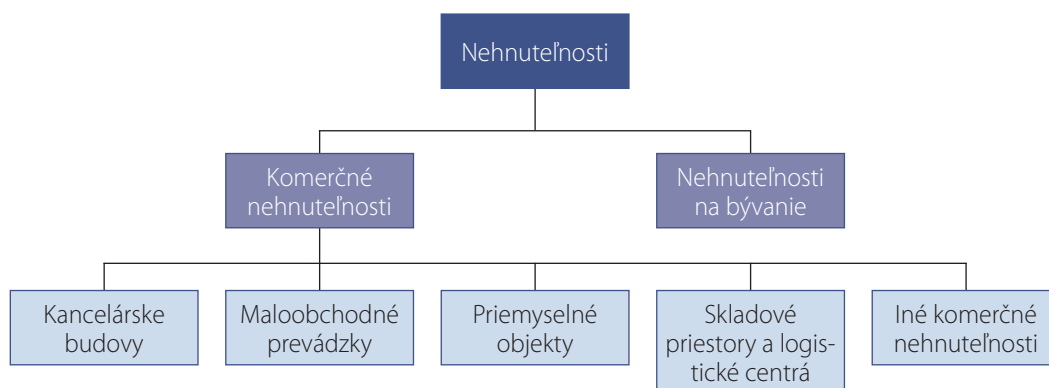
VYBRANÉ CHARAKTERISTIKY KOMERČNÝCH NEHNUTEĽNOSTÍ

Nehnuteľnosť³ predstavuje dlhodobé aktívum, ktoré môže byť aj predmetom kúpy a predaja. Trh nehnuteľností tvoria dva relatívne samostatné subsektory, a to trh s nehnuteľnosťami na bývanie a trh komerčných nehnuteľností, ktorý pozostáva z viacerých segmentov. Názorné členenie nehnuteľností uvádzame v schéme.

Komerčné nehnuteľnosti sú obvyčajne definované ako nehnuteľnosti produkujúce príjem. Možno k nim zaradiť kancelárske budovy, maloobchodné prevádzky, priemyselné objekty, skladové priestory, logistické centrá, objekty určené na rekreáciu a regeneráciu, hotely, reštaurácie a pod. Podľa definície Európskej centrálnej banky (ECB) sú za komerčné nehnuteľnosti považované aj nehnuteľnosti na bývanie, ktoré sú vlastnené



Schéma 1 Členenie nehnuteľností



Zdroj: autor.

alebo postavené na komerčné účely (napr. ubytovacie zariadenia developera, alebo napr. nehnuteľnosti v obytnom komplexe prenajaté na administratívne účely developerov a investorov).

Celková hodnota komerčných nehnuteľností je len odhadovaná⁴, pretože trh komerčných nehnuteľností je značne fragmentovaný a vo väčšine krajín zatiaľ neexistujú o jednotlivých segmentoch spoľahlivé informácie.

Podľa štúdie International Investment Atlas Summary 2011 spoločnosti Cushman & Wakefield (C&W), ktorá sleduje investičné toky do komerčných nehnuteľností v 56 krajinách, objem svetových investícií do komerčných nehnuteľností vzrástol v roku 2010 medziročne o 42% na 564 mld. USD, čo predstavuje tretí najvyšší rast za posledných desať rokov. Najviac investícií prilákala Ázia, kam už druhý rok za sebou smerovala takmer polovica svetových obchodov. Lídrom v regióne bola Čína s investíciami v objeme takmer 200 mld. USD. Ďalšími významnými lokalitami boli USA (necelých 100 mld. USD), Veľká Británia (vyše 50 mld. USD), Nemecko a Japonsko (okolo 25 mld. USD). Pokiaľ ide o mestá, tak najviac investícií tieklo v roku 2010 do Londýna (vyše 20 mld. USD), Tokia (vyše 15 mld. USD), New Yorku a Paríža (okolo 12 mld. USD). Pokiaľ ide o jednotlivé segmenty, tak dominantnú pozíciu si udržiavajú kancelárske priestory, aj keď v roku 2010 investičné toky týmto smerom skôr stagnovali a rastúci trend signalizovali investície do maloobchodných priestorov a priemyselných objektov. V roku 2011 by podľa C&W mali globálne investície do komerčných nehnuteľností stúpnuť o 5 až 10% na 485 mld. €, keď vedúcim regiónom bude Severná Amerika a pre investorov zostávajú atraktívne aj rozvíjajúce sa trhy v Latinskej Amerike a východnej Európe⁵.

Komerčné nehnuteľnosti sú na rozdiel od rezidenčných nehnuteľností skôr čistým investičným aktívom a ich hodnota je determinovaná diskontnou hodnotou budúcich prenájmov. Obstarávací hodnota komerčných nehnuteľností je spravidla nižšia ako v prípade rezidenčných nehnuteľností, v dôsledku ich nižšej spotrebnej hodnoty. Na druhej strane, prevádzkové náklady na komerčné

nehnuteľnosti sú obyčajne vyššie ako v prípade nehnuteľností na bývanie. Komerčné nehnuteľnosti majú celkovo tendenciu citlivejšie reagovať na makroekonomické podmienky, a preto je počas ekonomického poklesu pravdepodobnejší výraznejší pokles nominálnych cien komerčných nehnuteľností ako nehnuteľností na bývanie.

Sektor nehnuteľností ako dôležitá súčasť ekonomiky môže byť aj zdrojom vzniku cenovej nerovnováhy i finančnej instability. Nehnuteľnosti môžu na ekonomiku vplyvať prostredníctvom rôznych kanálov, a to napr. prostredníctvom poskytovania možností na efektívne investovanie, podieľaním sa na vytváraní efektu bohatstva a tým aj prostredníctvom podnecovania konečnej spotreby.

Nehnuteľnosť je významné investičné aktívum v ekonomike. V situáciách, keď sú ceny nehnuteľností, resp. potenciálne výnosy z prenájmov vyššie ako náklady na ich výstavbu, sú investície do nehnuteľností ziskové pre developera a ďalšie nefinančné inštitúcie, ktoré sa podieľajú na výstavbe nových budov. Podnecuje to rozvoj sektora stavebníctva, zvyšuje zamestnanosť a dopyt v sektoroch spojených s nehnuteľnosťami. Dopad cien nehnuteľností na stavebníctvo závisí od dôležitosti sektoru nehnuteľností v ekonomike ako celku a elasticity ponuky nehnuteľností a úverových podmienok v krajine, pričom stavebný boom je pravdepodobnejší vo finančne liberalizovaných ekonomikách. Empirické zistenia naznačujú, že vplyv finančných podmienok na investičné rozhodovanie je výraznejší vo finančne slabších firmách. Vyššie ceny nehnuteľností totiž „vylepšujú“ kapacity týchto firiem, čo vytvára predpoklad na potenciálne ďalšie investovanie.

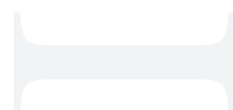
Okrem komerčných nehnuteľností v podobe tradičných fyzických aktív sa na trhu nehnuteľností stretávame čoraz častejšie aj s finančnými aktívami spojenými s nehnuteľnosťami. Medzi hlavných nepriamych investorov do komerčných nehnuteľností patria banky, poisťovacie spoločnosti, dôchodkové fondy, nadácie a hedžové fondy, ktoré vystupujú najčastejšie vo forme rôznych realitných fondov.⁶ Takto je tradičný trh dopĺňovaný trhom, kde investori môžu investovať nepriamo do fon-

katastrálny zákon. Zapisovanie rozostavaných stavieb bolo umožnené hlavne z dôvodu ich použitia ako predmetu záložného práva v prospech bánk a následného čerpania finančných prostriedkov z úverov na ich dostavbu.

⁴ Celosvetová hodnota komerčných nehnuteľností predstavovala približne pred piatimi rokmi okolo 17 triliónov € (trilión=1018), pričom na Európu pripadá 38%, na Severnú Ameriku 33%, Áziu 24% a na Latinskú Ameriku okolo 5%. Viac informácií obsahuje materiál Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks’ Exposures. ECB, December 2008.

⁵ Viac v: International Investment Atlas Summary 2011, Cushman & Wakefield.

⁶ Obyčajne združených v trustoch (ako napr. real estate investment trusts / REITs), založených na cenných papieroch (commercial mortgage-backed securities / CMBSs,) a ďalších realitných derivátoch.





7 Podľa prieskumu vo vybraných európskych bankách pripadalo na konci roku 2007 na poskytnuté úvery spojené s komerčnými nehnuteľnosťami zhruba 5,4% celkových aktív skúmaných bánk a 11,6% celkovo poskytnutých úverov.

8 Uvedené vymedzenie komerčných nehnuteľností pre účely analýz finančnej stability je v súlade s tým, čo používa aj MMF v rámci systému ukazovateľov finančného zdravia (FSI).

dov, zastrešujúcich rôzne typy nehnuteľností alebo do ďalších produktov na finančnom trhu, ktoré sú spojené s nehnuteľnosťami. Podstata investovania do realitných fondov spočíva v rozkladaní rizika spojeného s úverovaním komerčných nehnuteľností na ďalších účastníkov realitného trhu.

Efekt bohatstva je aj v prípade nehnuteľností založený na hypotéze permanentného príjmu v modeli životného cyklu. Podľa tejto hypotézy je úroveň spotreby domácnosti determinovaná stálym príjmom, ktorý predstavuje súčasnú hodnotu všetkých budúcich príjmov domácnosti. Obydlie a akcie sú dve najdôležitejšie finančné aktíva v priemernej domácnosti v mnohých vyspelých krajinách. Ak rastú ceny nehnuteľností na bývanie, tak potom z toho vyplýva, že rastie aj bohatstvo domácnosti. Teoreticky môže vlastník nehnuteľnosti zredukovať svoje úspory a môže zvyšovať výdavky. Sila celkového efektu bohatstva závisí od viacerých faktorov a je v jednotlivých krajinách pomerne diferencovaná, napr. aj podľa podielu nehnuteľností na bývanie v osobnom vlastníctve. Jedným z najčastejších spôsobov, ako domácnosti realizujú efekt bohatstva z nehnuteľností, je mechanizmus požičiavania si peňazí vo výške aktuálnej hodnoty vlastnenej nehnuteľnosti (*the mortgage equity withdrawal / MEW*), najmä na refinancovanie predchádzajúcich, menej výhodných úverov.

Realitný trh je výsledkom aktivít viacerých odvetví a prostredníctvom pohybu cien nehnuteľností ovplyvňuje tak konečnú spotrebu, ako aj celú reálnu ekonomiku. Sektor komerčných nehnuteľností má väčší dopad na reálnu ekonomiku ako sektor nehnuteľností na bývanie, aj vzhľadom na ich rozsah. S tým súvisí aj potreba väčšej zodpovednosti pri investičných rozhodnutiach a vytváraní finančných podmienok pre firmy na trhu komerčných nehnuteľností ako na trhu s bývaním.

Trh komerčných nehnuteľností má v porovnaní s trhom nehnuteľností na bývanie určité odlišnosti. Pre komerčné nehnuteľnosti je obvyčajne charakteristický dlhší čas výstavby, dlhodobé prenájmanie a volatilné príjmové toky, čo spôsobuje, že cykly rezidenčných a komerčných nehnuteľností môžu mať rozdielne schémy. V závislosti od miery dopytu, elasticity ponuky, metód financovania a ďalších podmienok výstavby, môžu mať jednotlivé segmenty komerčných nehnuteľností rôznu dynamiku. Cykly komerčných nehnuteľností môžu byť tiež asynchrónne – tak medzi regiónmi, ako aj medzi sektormi.

Vývoj na trhu komerčných nehnuteľností môže vplyvať na finančnú stabilitu prostredníctvom viacerých kanálov, pričom medzi najdôležitejšie možno považovať nasledujúce:

1. Veľký podiel bankových aktív je prostredníctvom úverov použitý ako investícia do komerčných nehnuteľností, čo sa môže realizovať rôznymi formami (vlastnenie podielov na realitných aktívach, kolateralizované úvery na nákup nehnuteľností, poskytnutie úverov developerom a stavebným firmám a pod.).⁷

2. Úvery na investície do komerčných nehnuteľností majú tendenciu byť viac volatilné ako mnoho iných typov úverov z celkového úverového portfólia v bankách. Spôsobuje to jednak vyššia pravdepodobnosť nesplácania úverov na komerčné nehnuteľnosti ako na úvery na bývanie pre domácnosti, ale aj to, že ceny komerčných nehnuteľností majú tendenciu mať výraznejšie výkyvy ako ceny nehnuteľností na bývanie.

3. Zmeny cien komerčných nehnuteľností sú dôležitým indikátorom fungovania reálnej ekonomiky a nepriamo vplyvajú aj na súvahy bánk. V tzv. dobrých časoch je relatívny dostatok aj krytých úverových zdrojov v bankách, avšak v prípade klesajúcich cien nehnuteľností sa znižuje hodnota kolaterálu a môže dôjsť k určitým pnutiam v úverových inštitúciách, čo môže viesť až k narušeniu finančnej stability. Z výskumov vyplýva, že z krátkodobého hľadiska zvyknú mať ceny nehnuteľností pozitívny vplyv na úvery aj HDP. Z dlhodobého hľadiska však ceny nehnuteľností pozitívne vplyvajú na HDP, ale negatívne na úvery. Platí tiež opačný dominantný vplyv HDP na ceny komerčných nehnuteľností a na bankové úvery.

4. Inštitucionálni investori, ako napr. poisťovacie spoločnosti, dôchodkové fondy, hedžové fondy a kapitálové skupiny realizujú niekedy značné priame aj nepriame investície na trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami. Uvedené inovatívne formy investovania na jednej strane pomáhajú diverzifikovať riziko, ale zároveň predstavujú mnohé riziká najmä pre pomernú zložitost a neprehľadnosť týchto foriem investovania, čo sťažuje aj vyhodnocovanie ich možnej rizikovosti.

Komerčné nehnuteľnosti sú predmetom záujmu analýz hlavne pre sledovanie ich vplyvu na finančnú stabilitu a konkrétnejšie pre hodnotenie úverového rizika zainteresovaných bánk. Toto riziko je iné, keď sú hypotéky poskytované domácnostiam na nákup domov a bytov, alebo investorom, či developerom vlastniacim alebo stavajúcim bytové domy. Nehnuteľnosti na bývanie zvyčajne predstavujú nižšie úverové riziko pre banky, pretože domácnosti s vyššou pravdepodobnosťou zostanú v zakúpenej nehnuteľnosti a budú splácať úver dokonca aj v prípade, že budú čeliť určitým finančným ťažkostiam.⁸

DOSTUPNOSŤ INFORMÁCIÍ PRE KONŠTRUKCIU INDEXU CIEN

V minulosti bola zameraná pozornosť hlavne na trh s bývaním, ale v dôsledku finančnej a ekonomickej krízy sa situácia postupne mení. V posledných rokoch už viaceré relevantné medzinárodné finančné inštitúcie dôraznejšie poukazujú na dôležitosť trhu komerčných nehnuteľností pre menovú politiku a finančnú stabilitu. V dôsledku uvedomovania si rastúceho rizika z angažovania sa bánk v expozíciách, spojených s komerčnými nehnuteľnosťami, aj rizík pre finančnú stabilitu vôbec, zvyšuje sa zainteresovanost relevantných



inštitúcií do hľadania vhodných zdrojov informácií o procesoch na trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami⁹.

Ceny komerčných nehnuteľností sú dôležité pre také národné aj nadnárodné centrálné inštitúcie, ktoré sledujú a vyhodnocujú situáciu vo finančnom sektore a podnikajú kroky kroky na eliminovanie možných systémových rizík pokiaľ ide o celkovú finančnú stabilitu.¹⁰ Banky čeliace stratám pri poskytovaní úverov na komerčné nehnuteľnosti a zraniteľnosť finančných inštitúcií spojených s koncentráciou úverových expozícií do obchodov s komerčnými nehnuteľnosťami sú dôležitými výzvami na hľadanie efektívneho riešenia. Vhodné zdroje údajov sú nevyhnutným predpokladom objektívneho poznania trhu s komerčnými nehnuteľnosťami a taktiež včasného identifikovania prípadných problémov.

Otázka potenciálnych zdrojov údajov a metodológie zisťovania o trhu komerčných nehnuteľností sa dostáva do popredia aj v centrálnych bankách. Prostredníctvom dotazníkovej akcie v rámci krajín EÚ sa zmapovali zdroje údajov a ich dostupnosť, periodicita zisťovania, dĺžka časových radov, včasnosť údajov, geografické pokrytie, samotné koncepty oceňovania komerčných nehnuteľností, ako aj kvalita údajov.

Na základe dostupných informácií je možné vytvoriť si len orientačnú predstavu o vývoji na národnom trhu s komerčnými nehnuteľnosťami (ceny a zásoby). Vo väčšine krajín existuje viac ako jeden zdroj informácií o komerčných nehnuteľnostiach. Ako hlavné zdroje údajov boli identifikované hlavne veľké realitné firmy a špecializovaní komerční poskytovatelia údajov. Prístup k potrebným informáciám je v jednotlivých krajinách pomerne diferencovaný a zdroje údajov sú značne heterogénne.

Vo väčšine krajín sa zisťujú hlavne informácie o kancelárskych budovách, maloobchodných prevádzkach a priemyselných budovách¹¹. Relatívne zriedkavejšie sú zisťované informácie o rezidenčných nehnuteľnostiach vlastnených alebo vytvorených na komerčné účely a o ďalších kategóriách komerčných nehnuteľností.

Periodicita zisťovania je buď mesačná, keď sú údaje za príslušný referenčný mesiac dostupné asi do nasledujúceho mesiaca, štvrťročná (vrátane Slovenska), s dostupnosťou do dvoch mesiacov po referenčnom štvrťroku, polročná a ročná s dostupnosťou údajov približne do 12 mesiacov. Znamená to, že v niektorých krajinách robia aj viaceré zisťovania s rozdielnou periodicitou. Dĺžka časových radov je v jednotlivých krajinách veľmi rôznorodá.

Vo väčšine krajín EÚ sú k dispozícii informácie o komerčných nehnuteľnostiach za celú krajinu, ale vo vybraných krajinách (medzi ktoré sa zaraďuje aj Slovensko) sú k dispozícii len údaje za hlavné mestá.

Pokiaľ ide o použité koncepty na meranie vývoja cien na národných trhoch komerčných nehnuteľností, tak vychádzajú z vlastných metodík a len v niektorých krajinách sa vychádza z predaj-

ných cien. Koncepty vo väčšine krajín sú založené na ohodnocovaní, a to buď podľa:

- hodnoty prenájmu (vrátane Slovenska),
- hodnoty celkového výnosu, definovaného ako ročná miera, zložená z mesačného zhodnotenia kapitálu plus zo získaného mesačného čistého príjmu, ktorý predstavuje percento z kapitálu použitého v príslušnom mesiaci,
- hodnoty rastu kapitálu, definovaného ako ročný rast zložený z mesačných hodnôt, vyjadrený ako percento použitého kapitálu každý mesiac,
- výkonnosti portfólia, definovanej ako príjmy získané ako percento z kapitálovej hodnoty v rovnaký deň,
- iných konceptov vrátane odhadovaného ohodnocovania.

Vo väčšine európskych krajín sú údaje o cenách komerčných nehnuteľností dostupné predovšetkým od súkromných organizácií a sú založené prevažne na orientačnom oceňovaní. Použitie takýchto údajov je často obmedzené len na jednoduchšie hodnotenia parciálnych otázok a sú len ťažko medzinárodne porovnateľné. Treba mať na zreteli aj skutočnosť, že dostupné údaje vo väčšine európskych krajín nepochádzajú zo štatisticky reprezentatívneho výberu a aj to limituje ich bezproblémové masové využívanie.

Na meranie vývoja zásob komerčných nehnuteľností na reálnom trhu je možno použiť aj niektoré údaje, ktoré sú už aj teraz zisťované národnými štatistickými úradmi. V súlade s metódikou národných účtov sú to napr. údaje o hrubej tvorbe fixného kapitálu podľa aktív ESA kódu AN.1112 a informácie o kapitálových zásobách podľa celkových konštrukčných prác. Hlavne zo strany Eurostatu je evidentná snaha podporiť výraznejšie vytváranie potrebných databáz na základe rôznych už existujúcich administratívnych zdrojov údajov.

Popri otázkach zdrojov údajov o trhu komerčných nehnuteľností, sú zatiaľ len v počiatočnom štádiu práce na príprave metodiky konštrukcie harmonizovaných národných indexov cien komerčných nehnuteľností (*Commercial Property Price Index / CPPI*), ktoré by mali slúžiť ako vstup pri zostavovaní štvrťročného CPPI za eurozónu. V tomto smere sa budú môcť do určitej miery využiť aj doterajšie skúsenosti Eurostatu v rámci prípravy metodiky konštrukcie indexu cien nehnuteľností na bývanie (*Residential Property Price Index / RPPPI*)¹². V súvislosti s prípravou metodiky o cenách komerčných nehnuteľností však bude potrebné riešiť aj určité špecifické metodologické otázky.

Perspektívnym zámerom relevantných európskych inštitúcií je konštruovať minimálne v pravidelných štvrťročných intervaloch medzinárodne porovnateľný index cien komerčných nehnuteľností na základe transakčných cien, podobne ako je to v prípade nehnuteľností na bývanie. Vzhľadom na nepravidelné obchodovanie s komerčnými nehnuteľnosťami (ide o dosť nelikvidné trhy) a značnú rozdielnosť ich jednotlivých segmentov (často ide aj o unikátne typy nehnuteľností), bude

9 Dôležitým krokom v tomto smere bol už analytický materiál ECB z konca roku 2008 o angažovaní sa vybraných európskych bánk v expozíciách súvisiacich s komerčnými nehnuteľnosťami. Bližšie pozri: *Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures*. ECB, December 2008. Následne napr. na stretnutí ministrov financií G-20 a guvernérov centrálnych bánk v St. Andrews, v Škótsku v novembri 2009, bolo schválené odporúčanie ohľadom vývoja včasnejších a spoľahlivých štatistík o trhu komerčných nehnuteľností, ktoré majú významný vplyv na rozvoj bankového sektora. Bližšie pozri opatrenie 19 v správe *The Financial Crisis and Information Gaps*: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100510.pdf Problematika dostupnosti a kvality informácií o trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami pomerne silno rezonuje aj v pracovnej skupine pre všeobecné štatistiky (WGGES) v rámci ECB.

10 Jednou z takých inštitúcií je napr. Európsky výbor pre systémové riziká (*European Systemic Risk Board / ESRB*), ktorý vznikol na základe nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1092/2010 z 24. novembra 2010 a je súčasťou Európskeho systému finančného dohľadu (*European System of Financial Supervisors / ESFS*). ESRB oficiálne vznikol k 16. decembru 2010 so sídlom v nemeckom Frankfurtu. Nemá právnu subjektivitu a úlohy spojené s plnením jeho poslania zabezpečuje Európska centrálna banka (ECB) na základe nariadenia Rady (EÚ) č. 1096/2010 zo 17. novembra 2010, ktorým sa Európskej centrálnej banke udeľujú osobitné úlohy týkajúce sa fungovania ESRB. Poslaním ESRB je prispievať k predchádzaniu alebo zmierňovaniu systémových rizík pre finančnú stabilitu v EÚ, ktoré vyplývajú z vývoja v rámci finančného systému, a to pri zohľadnení makroekonomického vývoja tak, aby sa zabránilo vzniku rozsiahlych finančných otrasov.

11 Do uvedených troch segmentov smerovali v posledných rokoch aj rozhodujúce podiely nových investícií. Podrobnejšie pozri napr.: *International investment atlas summary 2011*. Cushman & Wakefield Research.

12 Bližšie pozri: *Handbook on Residential Property Price Indices (RPPPI)*. Eurostat, May 2011.





- 13 Vyplyva to z prieskumu spoločnosti Colliers International Global Investor Sentiment Survey, na ktorom sa v 3. štvrtroku 2010 zúčastnilo vyše 200 hlavných inštitucionálnych a súkromných investorov. Viac pozri napr.: <http://www.stavebne-forum.sk/sk/article/18226/brf-historicky-prvy-nulovy-prirastok-kancelarii-v-bratislave/>
- 14 Bratislavská kancelária Cushman & Wakefield je pobočkou zastúpenia spoločnosti v Českej republike a ponúka konzultačné služby v oblasti investičných predajov a nadobúdání v jednotlivých segmentoch komerčných nehnuteľností, venuje sa aj výskumu, oceňovaniu aj správe nehnuteľností (viac <http://www.cushwake.com/cwglobal/jsp/localHome.jsp?Country=ca5500243&Language=EN>). CB Richard Ellis pôsobí na Slovensku od júna 2005. Poskytuje služby v oblastiach investičného poradenstva, prieskumu trhu, oceňovania nehnuteľností, poradenstva v oblasti priemyslu, retailu, kancelárskych priestorov a v rezidenčnej oblasti (viac http://www.cbre.sk/sk_sk). Colliers International pôsobí na Slovensku od roku 2003 a zameriava sa na poskytovanie odborných konzultačných služieb o nehnuteľnostiach. Pravidelne spracováva správy o ponuke kancelárií, retailu, priemyslu, pozemkov, investičných obchodov, ako aj ekonomickej situácie na Slovensku (viac <http://www.colliers.com/Markets/Bratislava/>).
- 15 Viac v: International Investment Atlas Summary 2011. Cushman & Wakefield, s. 14-16.

pomerne zložitý získať priamo cenový index založený na transakčných cenách za celý komplex tak rôznorodých skupín komerčných nehnuteľností.

Vychádzať z transakčných cien – to by mala byť jedna zo základných požiadaviek pri konštrukcii štvrťročného indikátora o cenách komerčných nehnuteľností. Ako prechodné, dočasné riešenie bude však pravdepodobne založené len na odhadoch cien komerčných nehnuteľností. Zámerom je, aby sa CPPI dal dezagregovať aj podľa jednotlivých kategórií komerčných nehnuteľností, ako kancelárske budovy, maloobchodné prevádzky, priemyselné nehnuteľnosti, nehnuteľnosti na bývanie vytvorené na komerčné účely a pod. Z pohľadu geografického pokrytia by bolo vhodné rozlišovať komerčné nehnuteľnosti, ktoré sa nachádzajú: v hlavnom meste, mimo hlavného mesta, vo veľkých a malých mestách. Avšak so zreteľom na dostupnosť vhodných zdrojov údajov, je pravdepodobné, že získavanie viac štruktúrovaných údajov o komerčných nehnuteľnostiach bude až dlhodobější aspiráciou.

Skúsenosti z konštrukcie reprezentatívnych indexov cien nehnuteľností sú v jednotlivých krajinách zatiaľ minimálne. Je to dôsledok tak nedostatočného záujmu o taký druh údajov v minulosti, ale sú za tým aj určité organizačno-technické problémy a tiež finančné nároky. V súčasnosti je CPPI vo väčšine európskych krajín prakticky nezostaviteľný prostredníctvom národných inštitúcií. V dlhšom horizonte by mal byť taký index konštruovaný podľa harmonizovaných metód a konceptov a v jednotlivých krajinách by sa mohol stať súčasťou pravidelných štatistických výstupov, avšak tieto práce sú v súčasnosti ešte len na začiatku. Pri ďalších krokoch prípravy konštrukcie CPPI by bolo účelné využiť predovšetkým doterajšie skúsenosti Eurostatu, ale aj zintenzívniť spoluprácu s ďalšími zainteresovanými inštitúciami v záujme zabezpečenia maximálne možnej synergie a úšetrenia nákladov.

STRUČNÁ CHARAKTERISTIKA TRHU NA SLOVENSKU

Trh s komerčnými nehnuteľnosťami má na Slovensku relatívne krátku históriu a jeho reálny vznik a následný vývoj bol podobne ako trh s bývaním v rozhodujúcej miere determinovaný meniacou sa ekonomicou situáciou. Postupne rastúca výkonnosť ekonomiky od prvých rokov nového tisícročia zdynamizovala aj slovenský trh s nehnuteľnosťami. Celosvetová finančná kríza a ekonomicá depresia však dosť zásadne pribzdili aktivity na trhu s bývaním aj na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami. Dianie na slovenskom realitnom trhu obvykle kopíruje trendy v západných krajinách, ale približne s polročným až ročným oneskorením.

Miera pozornosti venovaná jednotlivým lokalitám v rámci strednej a východnej Európy je značne diferencovaná. Najžiadanejšou destináciou, najmä v oblasti kancelárskych priestorov, zostáva naďalej Varšava. Ďalšími sú Kyjev, Praha, Moskva, Bukurešť a záujem neopadáva ani v prí-

pade pobaltských metropol (Riga, Tallin, Vilnius). Pokiaľ ide o juh, ten sa zväčša berie iba ako ich druhotná voľba a investorom imponujú Sofia, Ľubľana, Belehrad či Atény. Slovensko sa nachádza skôr mimo hlavného zorného poľa hlavných inštitucionálnych a súkromných investorov do komerčných nehnuteľností¹³. Podľa odborníkov sa v poslednom štvrtroku 2010 trh komerčných nehnuteľností v krajinách strednej Európy odrazil od dna, ale v súvislosti s rokom 2011 sa neočakáva výraznejšia expanzia. Očakávané nižšie ekonomické rasty vo väčšine krajín evokujú skôr opatrnosť investorov aj bánk.

Na Slovensku neexistujú žiadne oficiálne zdroje údajov o trhu komerčných nehnuteľností. Súkromné konzultačné spoločnosti zhromažďujú údaje o počtoch, plochách a cenách prenájmov hlavne pokiaľ ide o kancelárske priestory, maloobchodné prevádzky a priemyselné objekty najmä v Bratislave a vo väčších mestách, pričom kvalita dostupných informácií je determinovaná aj zvoleným prístupom. NBS má určité informácie o trhu s komerčnými nehnuteľnosťami od spoločností CB Richard Ellis a King Sturge, ktoré sa zvyknú používať pri makroprudenciálnych analýzach. Problematike komerčných nehnuteľností sa venuje aj zoskupenie Bratislava Research Forum (BRF), ktoré združuje tri konzultačné spoločnosti v oblasti realitného poradenstva: Cushman & Wakefield, CB Richard Ellis a Colliers International¹⁴.

Podľa štúdie spoločnosti Cushman & Wakefield sa do segmentov komerčných nehnuteľností na Slovensku v roku 2010 investovalo viac ako rok predtým, ale predstavovalo to len zlomok investícií v okolitých krajinách. Pritom výnosnosť investícií do hlavných segmentov komerčných nehnuteľností je na Slovensku výhodnejšia ako vo väčšine okolitých krajín¹⁵.

Oživenie trhu komerčných nehnuteľností na Slovensku v 2. polovici 2010 by mohlo podľa odborníkov pokračovať aj v roku 2011. Oživenie by sa však malo týkať hlavne kvalitnejších kancelárskych priestorov kategórie A a skôr vo väčších mestách. Očakáva sa len minimálny prírastok nových plôch, čo sa môže prejaviť na rastúcom dopyte. Mohlo by to viesť k miernemu posilneniu pozície prenajímateľov a pozície nájomcov pri dohadovaní ceny môžu oslabnúť.

Na základe informácií poradenských spoločností bolo v Bratislave v roku 2010 celkovo 1,37 mil. m² kancelárskych plôch. Počas roka 2010 pribudlo vyše 56 tis. m² nových priestorov, avšak oproti roku 2009 to predstavovalo až 58 percentný pokles. Najvyššie mesačné nájomné sa pohybovalo na úrovni 14 až 17 €/m² a okrajové časti mesta ponúkali prenájom za 8 až 10 €/m². Celková miera neobsadenosti sa pohybovala do 10%, čo znamenalo zlepšenie oproti roku 2009.

Kým v 1. štvrtroku 2011 pribudlo v Bratislave aspoň necelých 12 tis. m² kancelárskych priestorov v nových a zrekonštruovaných objektoch, tak v 2. štvrtroku 2011 nepribudli žiadne nové kancelárske priestory, a tak ich celková ponuka zostala na nezmenenej úrovni takmer 1,4 mil. m².



Zhruba 60% z ponúkaných priestorov predstavuje najvyšší štandard. Miera neobsadenosti kancelárskych priestorov sa oproti prvému kvartálu 2011 znížila len nepatrne a aktuálne predstavuje 9,5 %. Očakáva sa, že do konca roka by mohlo pribudnúť približne ďalších zhruba 35 tis. m² nových kancelárskych plôch v dokončovaných projektoch. Transakcie s kancelárskymi priestormi dosiahli v 2. štvrtroku 2011 celkovú výmeru vyše 30 tis. m², čo je takmer trojnásobný rast oproti predchádzajúcemu štvrtroku, ale v porovnaní s relatívne silným 2. štvrtkom 2010 to znamená pokles o skoro 32 %. Dominantným nájomcom kancelárskych priestorov je stále IT sektor. Kancelárske priestory predstavujú významný, relatívne stabilný a pomerne perspektívny segment v rámci trhu s komerčnými nehnuteľnosťami.

Segment obchodných priestorov dosiahol na Slovensku ku koncu roku 2010 celkový objem 934-tisíc m², z toho 372 tis. m² v Bratislave. Vlni pribudlo 121 tisíc m² obchodných priestorov a na rok 2011 sú naplánované projekty v objeme 179 tisíc m². V 1. polroku 2011 nepribudli žiadne významnejšie maloobchodné priestory, ale vo výstavbe je vyše 100 tisíc m², z čoho najväčšiu časť tvorí Aupark v Košiciach s 31 tis. m² prenajímateľnej plochy.

Slovenský trh s maloobchodnými priestormi začína dosahovať hodnoty nasýtenia, ktoré sú podobné vyspelým ekonomikám. Rýchlosť nasýtenia trhu maloobchodnými priestormi v mestách a regiónoch prebehla rast príjmov obyvateľstva. Rastúca konkurencia núti prenajímateľov nielen pružne reagovať na požiadavky nájomníkov, ale zvyšuje tiež nároky na atraktivitu a celkovú kvalitu existujúcich nákupných centier. Priemerná cena za m² maloobchodného priestoru v Bratislave je 40 €/m². V roku 2011 sa čakáva stabilizácia trhu s maloobchodnými priestormi, čo umožní aj nájomníkom rokovať o výhodnejších nájmoch¹⁶.

Trh priemyselných nehnuteľností zaznamenal v 1. polroku 2011 znaky oživenia. Celková rozloha priemyselných nehnuteľností dosiahla na Slovensku v závere polroka vyše 1 mil. m², pričom priemerná miera neobsadenosti bola na úrovni len 2,5%, čo predstavuje najnižšiu hodnotu v celej strednej Európe. Je to aj vďaka tomu, že väčšina priemyselných priestorov sa v poslednom období stavia na kľúč pre konkrétnych nájomcov. Najvyššie nájomné sa v prípade priemyselných priestorov pohybuje na úrovni 3,20 až 5,50 €/m² za mesiac v závislosti od lokality a kvality daných nehnuteľností¹⁷.

Ani nie rok od začatia výstavby spoločnosť Dachser otvorila koncom júna 2011 v priemyselnom parku v Lozorne logistické centrum pre strednú a východnú Európu, takzvaný Eurohub Bratislava. Na ploche 64 tis. metrov štvorcových bude centrum poskytovať klientom logistické riešenia šité na mieru v oblasti pozemnej prepravy a skladovania.¹⁸

Vývoj slovenského trhu s komerčnými nehnuteľnosťami v prvom polroku 2011 charakterizovala predovšetkým dominancia bratislavského re-

giónu a pomerná diferencovanosť v jednotlivých segmentoch. Pokračoval trend rastu investičných aktivít a celkový objem investícií v roku 2011 by mohol podľa odborníkov prekonať aj predpovede zo začiatku roka. Opatrne sa aktivizujú domáci investori a pozitívne je hodnotený najmä návrat zahraničných investorov. Zároveň však treba dodať, že celkové transakčné aktivity na trhu komerčných nehnuteľností stále nedosahujú päťročný priemer.

Orientačná mozaika slovenského trhu s komerčnými nehnuteľnosťami bola zložená hlavne z dostupných parciálnych správ jednotlivých súkromných poradenských a konzultačných spoločností o štvrtročnom vývoji jednotlivých segmentov komerčných nehnuteľností.

ZÁVER

Realitný trh je pomerne silno determinovaný ekonomickou výkonnosťou, a to predurčuje jeho cyklický vývoj. V čase konjunktúry trh nehnuteľností významným spôsobom podnecuje rast výkonnosti celej ekonomiky. Výraznejšie pozitívne impulzy pre ekonomický rast zvykne vydávať trh s komerčnými nehnuteľnosťami ako trh s nehnuteľnosťami na bývanie aj vzhľadom na jeho relatívne vyššiu váhu na trhu s nehnuteľnosťami. Na druhej strane sú však s trhom komerčných nehnuteľností spojené relatívne vyššie riziká pre finančnú stabilitu ako s trhom nehnuteľností na bývanie. Uvedené porovnania naznačujú, že zvýšená pozornosť, ktorú problematike trhu komerčných nehnuteľností začínajú venovať relevantné medzinárodné inštitúcie, je opodstatnená.

Rastúca spoločenská objednávka na informácie o komerčných nehnuteľnostiach však naráža na absenciu dostupných, spoľahlivých a medzinárodne porovnateľných údajov o jednotlivých segmentoch na trhu komerčných nehnuteľností. Európske inštitúcie vyvíjajú významnú iniciatívu na zmapovanie aktuálneho stavu a hľadania efektívneho riešenia na získanie potrebných údajov aj pre konštrukciu spoločného ukazovateľa o vývoji cien komerčných nehnuteľností. V roku 2010 vznikol projekt, ktorý má za cieľ v prvom kroku vytvoriť štvrtročný index cien komerčných nehnuteľností (CPPI) za eurozónu. Z dlhodobého hľadiska je cieľom položiť základy na pravidelné zostavovanie harmonizovaných národných CPPI (založených na transakciách) podľa jednotlivých krajín eurozóny. Skúsenosti z konštrukcie reprezentatívnych indexov cien nehnuteľností sú v jednotlivých krajinách zatiaľ minimálne a na Slovensku v podstate žiadne.

V podmienkach Slovenska zatiaľ neexistujú žiadne oficiálne zdroje údajov o trhu komerčných nehnuteľností. Agenda komerčných nehnuteľností je predmetom záujmu viacerých súkromných poradenských a konzultačných spoločností, ktoré zhromažďujú hlavne údaje o plochách a cenách prenájmov hlavne pokiaľ ide o kancelárske priestory, maloobchodné prevádzky a priemyselné objekty najmä v Bratislave a vo väčších mestách. Rozsah a kvalita dostupných informácií je determinovaná

16 Podrobnejšie pozri: <http://www.stavebne-forum.sk/sk/article/19472/vo-vystavbe-je-140-tisic-m2-nakupnych-centier/>

17 Viac pozri napr. <http://www.stavebne-forum.sk/sk/article/19754/trh-priemyselných-realit-v-prvom-polroku-2011-ozil/>

18 V novom logistickom centre sa nachádza prekládková hala pre priemyselné tovary s rozlohou 3 565 metrov štvorcových a administratívna budova s rozlohou 1 800 metrov štvorcových využiteľnej podlahovej plochy. Bratislavský Eurohub je druhým v rámci pozemnej prepravnej siete spoločnosti Dachser a vytvára priame spojenie do 14 krajín prostredníctvom 19 importných a exportných služieb a je priamo napojený na Eurohub Überherrn v Nemecku. V auguste 2011 k týmto dvom eurohubom pribudne tretí vo francúzskom Clermont-Ferrande.

Literatúra:

1. Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures. ECB, December 2008.
2. Financial Soundness Indicators – Compilation Guide, IMF, March 2006.
3. Haibin Zhu: The importance of property markets for monetary policy and financial stability. BIS, 2003.



aj zvoleným prístupom konkrétneho referujúceho subjektu.

V procese hľadania vhodného zdroja potrebných údajov o trhu komerčných nehnuteľností v európskom priestore môžu byť užitočné aj rôzne podnety z jednotlivých krajín na vhodné typy zdrojov údajov a tiež využitie doterajších skúse-

ností BIS, ktorá už rieši projekt s podobným zameraním. Získavanie medzinárodne porovnateľných údajov o cenách komerčných nehnuteľností a konštrukcia ukazovateľov na základe jednotnej celoeurópskej metodiky aj za jednotlivé krajiny je proces, ktorý bude pravdepodobne trvať ešte niekoľko rokov.

INFORMÁCIE

Pozvánka na vedecké kolokvium

Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici a Univerzita Nancy 2 organizujú 12. októbra 2011 vedecké kolokvium s názvom **Vplyv posilneného bankového dohľadu na banky a investorov v kontexte krajín eurozóny.**

Vedecké kolokvium sa koná pod záštitou Národnej banky Slovenska a Francúzskeho veľvyslanectva na Slovensku. Otvorí ho francúzsky atašé pre vedeckú, technickú a univerzitnú spoluprácu prof. Rachid Makhloufi, úvodné prednášky prednesú guvernér Národnej banky Slovenska doc. Ing. Jozef Makúch, PhD., a prof. Alain Buze-

lay z Univerzity Nancy 2. V popoludňajšej časti vedeckého kolokvia vystúpia domáci a zahraniční experti z praxe i z akademickej pôdy. Toto kolokvium sa uskutoční pri príležitosti inštitucionalizácie Francúzsko-slovenského univerzitného inštitútu v Banskej Bystrici a otvorenia spoločného študijného programu „Finančné riadenie a európsky priestor“ na Ekonomickej fakulte UMB.

Viac informácií o podujatí možno získať od tajomníčky podujatia Ing. Žanety Lacovej, PhD., na adrese zaneta.lacova@umb.sk a na webovej stránke fakulty www.ef.umb.sk.

Analýza súčasnej slovenskej legislatívy v poisťovníctvom sektore z pohľadu smernice o Solventnosti II.

Národná banka Slovenska vypracovala analýzu súčasného stavu regulácie poisťovníctva z perspektívy smernice o Solventnosti II. Hlavnými cieľmi tejto analýzy bolo najmä identifikovať:

- možnosti vnútroštátnej úpravy niektorých aspektov podnikania v poisťovníctve,
- potrebné legislatívne zmeny súvisiace s transpozíciou nových ustanovení smernice o Solventnosti II,
- rekodifikované ustanovenia smernice o Sol-

ventnosti II, ktoré bude potrebné dôslednejšie transponovať do slovenskej legislatívy a

- právne normy, ktoré budú tvoriť nové regulačné prostredie.

Plné znenie analýzy, ktorú Banková rada Národnej banky Slovenska dňa 23. augusta 2011 zobrala na vedomie, je zverejnené na internetovej stránke NBS: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohľad/ORM/Poistovnictvo/Analiza_sucasnej_slovenskej_legislativy_z_pohladu_Solventnosti_II.pdf.