

**Prof.dr.sc. JOSIP TICA, redoviti profesor na Katedri za makroekonomiju i  
gospodarski razvoj,  
Ekonomski fakultet u Zagrebu**

## **TRŽIŠTE NEKRETNINA - OČEKUJEMO LI NEKRETNINSKI BALON?**

### **Uvod**

U ovoj analizi daje se pregled stopi rasta indeksa cijena nekretnina i usporedba kretanja cijena nekretnina sa osnovnim indikatorima ponude i potražnje kao što su BDP, kamatne stope, indeks građevinskih troškova, broj izdanih odobrenja za građenje i slično. Rezultati ukazuju na činjenicu kako je su nakon 2015. godine cijene nekretnina počele rasti, te kako je navedeni rast koincidirao sa rastom BDP-a, padom kamatnih stopa na stambene kredite, ali isto tako i sa snažnim padom loših kredita u građevinarstvu i sektoru stanovništva. U posljednjem razdoblju nakon 2017. godine stopa rasta cijena stambenih nekretnina ubrzava iznad stope rasta BDP-a i navedeno ubrzanje se vremenski poklapa sa čišćenjem portfelja poslovnih banaka, subvencijama na stambene kredite i prestankom rasta deviznih depozita u poslovnim banaka.

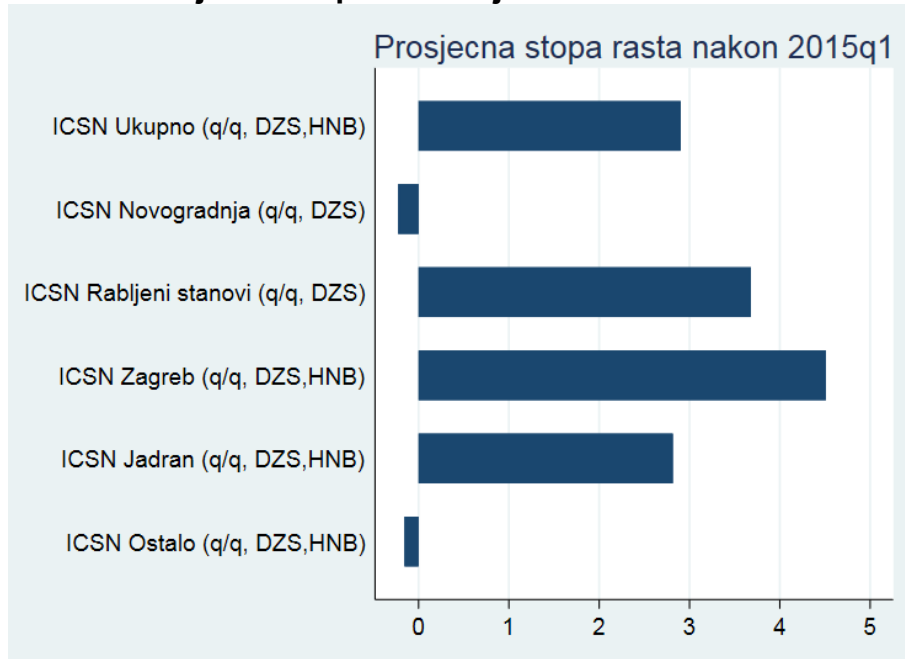
Rad ima tri dijela, u prvom se analizira kretanje cijena stambenih nekretnina, u drugom se paralelno uspoređuje kretanje cijena sa ostalim makroekonomskim determinantama ponude i potražnje, a u posljednjem dijelu je dan zaključak po pitanju održivosti stope rasta nekretnina.

### **Kretanje cijena nekretnina**

Oporavak stambenog tržišta je počeo početkom 2015. godine neposredno nakon prvih pozitivnih stopa rasta BDP-a iz kraja 2014. godine. Trenutna razina cijena je prema indeksu stambenih nekretnina i dalje ispod razine iz prvog kvartala 2009. godine, ali je rast u razdoblju nakon prvog kvartala 2015. godine u većini kategorija bio izuzetno snažan.

Indeks cijena stambenih nekretnina (ICSN) za cijelu Hrvatsku je od 2015. godine prosječno rasta po godišnjoj stopi rasta od 2,9%. Međutim, kada usporedimo stope rasta prema potkategorijama, možemo uočiti veliki stupanj heterogenosti. Međugodišnja stopa rasta za Zagreb je od prvog kvartala 2015. godine bila u prosjeku 4,5%, dok je za jadransku Hrvatsku zabilježen prosjek od 2,8%. Relativni odnos rasta cijena stambenih nekretnina u Zagrebu i na Jadranu je očigledno znatno drugačiji od kretanja koja su se događala u razdoblju prije gospodarske krize iz 2008. godine kada je stopa rasta cijena stambenih nekretnina bila znatno veća na Jadranu.

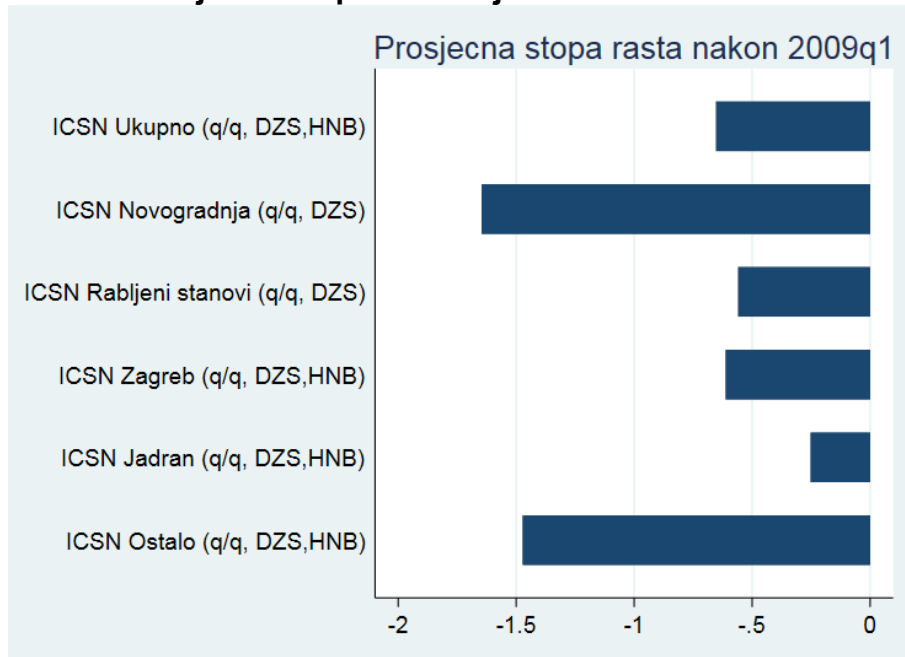
**Slika 1: Prosječne stope rasta cijene stambenih nekretnina od početka 2015.**



Izvor: DZS (2019)

Stope rasta cijena stambenih nekretnina u ostatku Hrvatske su i dalje i prosjeku negativne (-0,2%) čak i kada se promatra samo razdoblje nakon 2015. godine. Također, kada promatramo cijene novih u odnosu na cijene starih nekretnina, zanimljiva je činjenica kako stare nekretnine rastu po godišnjoj stopi od 3,8% u prosjeku nakon 2015. godine, dok cijene novih nekretnina i dalje bilježe negativne stope rasta (-0,23%).

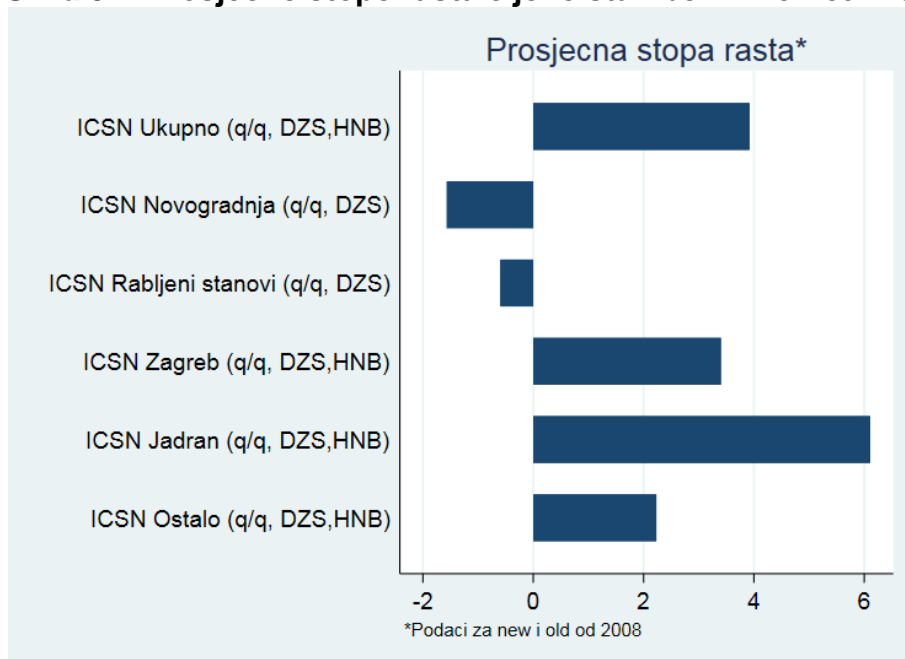
**Slika 2: Prosječne stope rasta cijene stambenih nekretnina od početka 2009.**



Izvor: DZS (2019)

Možemo dakle zaključiti promatrajući stope rasta stambenih nekretnina kako je oporavak tržišta nakon 2015. godine prvenstveno posljedica stopi rasta starih (rabljenih nekretnina) u Zagrebu. Navedena činjenica je posebno zanimljiva ako ju usporedimo s razdobljem prije 2008. godine kada su zabilježene najveće stope rasta cijena stambenih nekretnina na Jadranu.

**Slika 3: : Prosječne stope rasta cijene stambenih nekretnina od početka 1997.**



Izvor: DZS (2019), HNB (2019)

### Okvir za analizu

Postoje dva osnovna teoretska okvira za analiziranje problematike vezane uz cjenovne balone. Osnovni se bazira na pomičnom proširenom testu jediničnog korijena rolling (Augmented Dickey-Fuller test od (Phillips, Wu and Yu 2007)) u kojem se na statistički način analizira utjecaj prošle razine cijena nekretnina na brzinu rasta cijena nekretnina. Test se bazira na promatranju promjena u navedenom utjecaju i ima svoje intervale pouzdanosti. Kada utjecaj prošle razine cijena na stopu rasta opadne ili ima pozitivan predznak tijekom dužeg razdoblja pretpostavlja se formalna statistička definicija špekulativnog balona.

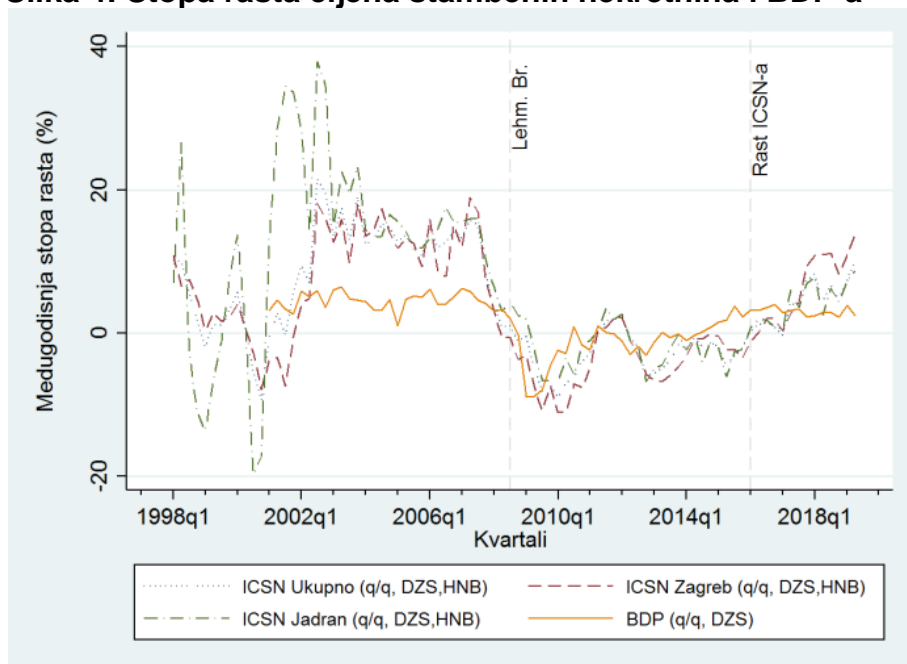
Drugi pristup se bazira na analiziranju čimbenika koji djeluju na potražnju i ponudu stambenih nekretnina na tržištu te se pokušava identificirati na koji način različiti makroekonomski agregati djeluju na cijene i mogu li objasniti kretanje cijena. U slučaju da standardne makroekonomske varijable ne mogu objasniti ono što se događa sa cijenama nekretnina zaključuje se kako se radi o neracionalnom ponašanju tržišta ili kako je došlo do problema u prikupljanju podataka/varijabli važnih za objašnjavanje cijena.

U ovoj analizi smo se odlučili za drugi pristup te ćemo usporediti kretanje cijena stambenih nekretnina s čimbenicima potražnje kao što su: BDP, kamatne stope na stambene kredite, masa stambenih kredita; te čimbenicima ponude kao što su: broj

izdanih odobrenja za građenje, indeks građevinskih troškova i broj loših kredita u poslovnim bankama.

Kada usporedimo godišnju stopu rasta (kvartal na kvartal) cijena stambenih nekretnina i stopu rasta BDP-a (Slika 4) postaje razvidno kako su obje stope rasta cijena dotaknule dno u 2010. ta da su se obje linije paralelno kretale kroz negativno područje sve do kraja 2016. Nakon toga, stopa rasta cijena nekretnina se odljepljuje od stope rasta BDP-a i nastavlja rasti po puno većim, gotovo trostruko većim stopama rasta tijekom 2017., 2018. i 2019. godine.

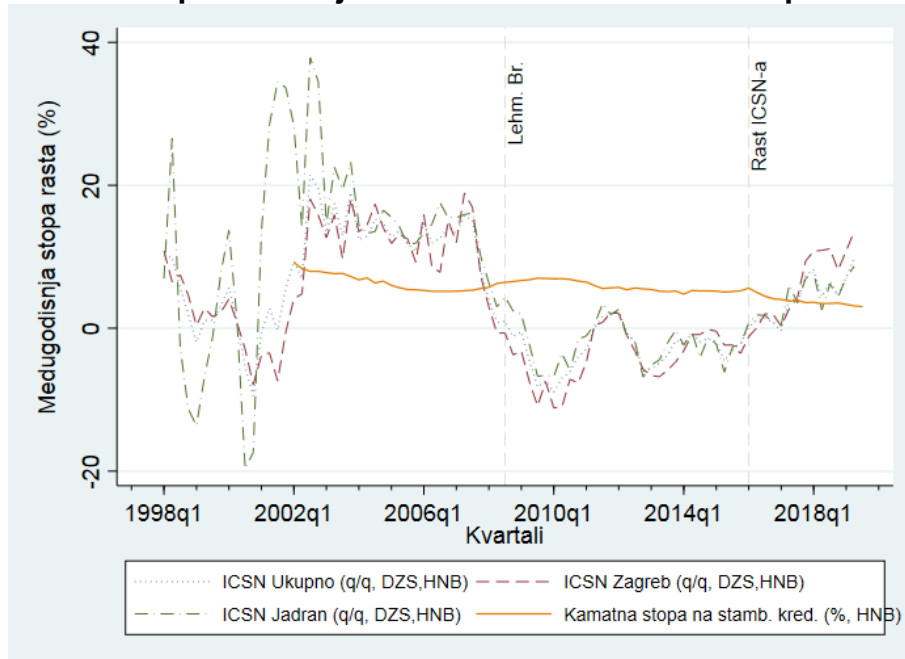
**Slika 4: Stopa rasta cijena stambenih nekretnina i BDP-a**



Izvor: DZS (2019), HNB (2019) i Eurostat (2019)

Usporedimo li kretanje ICSN-a sa kretanjem kamatnih stopa na stambene kredite, očigledno je kako je točno u trenutku kada je započeo rast cijena nekretnina došlo do ozbiljnijeg spuštanja kamatnih stopa na stambene kredite i kako navedeni trend u kretanju serije traje i dalje. Nakon 2016. godine trend pada kamatnih stopa se nastavio, ali nije bilo nikakvih promjena koje bi mogle same od sebe objasniti rast ICSN-a.

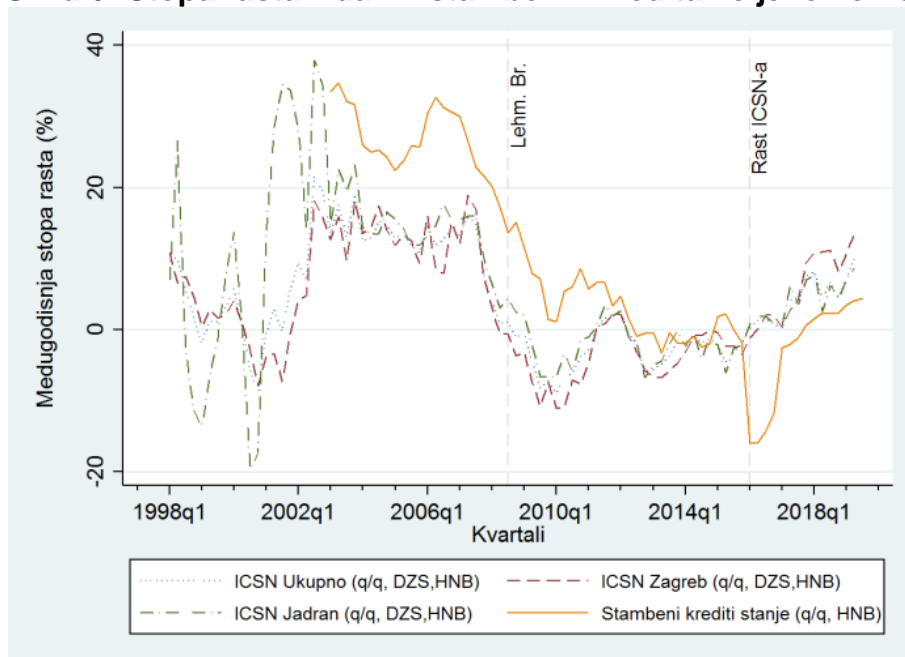
**Slika 5: Stopa rasta cijene nekretnina i kamatna stopa na stambene kredita**



Izvor: DZS (2019), HNB (2019)

Usporedimo li cijene sa izdanim stambenim kreditima postaje razvidno kako je uzletu cijena stambenih nekretnina prethodio izuzetno veliki pad izdanih stambenih kredita tijekom 2016. godine kada je stopa rasta bila negativna i iznosila preko -15%. Nakon navedene korekcije mase izdanih kredita dolazi do oporavka i stope u početku postaju manje negativne, a nakon 2017. prelaze u pozitivnu zonu i počinju značajnije rasti. Navedeni prelazak mase izdanih stambenih kredita se može dovesti u svezu sa Zakonom o subvencioniranju stambenih kredita koji je stupio na snagu u 2017. godini (NN 2017/65). Snažan pad izdanih stambenih kredita tijekom 2015. i 2016. je vrlo vjerojatno posljedica čišćenja loših kredita iz portfelja poslovnih banaka.

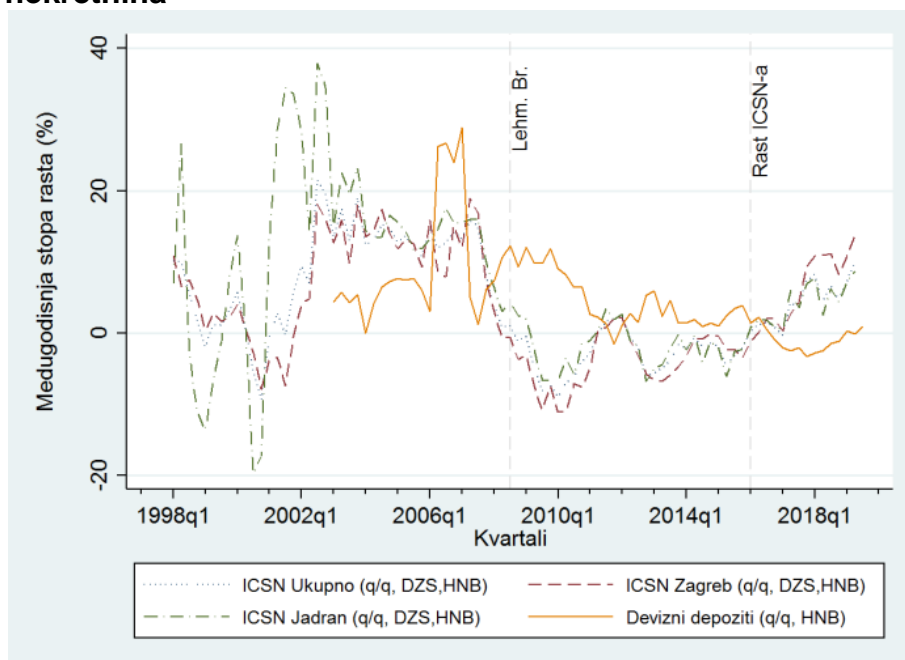
**Slika 6: Stopa rasta izdanih stambenih kredita i cijene nekretnina**



Izvor: DZS (2019), HNB (2019)

Slika 7 prikazuje tzv. efekt restrukturiranja portfelja stanovništva. Naime, padom kamatnih stopa na štednju na razine blizu nule, dogodio se lom u seriji rasta deviznih depozita u poslovnim bankama. Upravo tijekom 2015. i 2016. godine kada počinje rast cijena nekretnina dolazi prestanka rasta deviznih depozita u poslovnim bankama i stopa postaje negativna. Stanovništvo je očigledno počelo tražiti alternativne financijske instrumente za ulaganje, te je rast deviznih oročenja prestao prvi puta od kada se vodi statistika. Dobar dio sredstava koji nije oročen se prelio u druge oblike depozita, tako da su ukupni depoziti i dalje nastavili rasti, ali je očigledno kako je kratkoročni najam postao zanimljiva alternativa štednji u bankama po nultim kamatnim stopama. U kojoj mjeri su navedeni procesi značajni u ovome trenutku nemamo spoznaja, ali je zanimljiva i informacija kako je rast cijena najma u sveučilišnim gradovima za stan veličine 50 m<sup>2</sup> između 2013. i 2017. godine iznosio od 10 do 20% (Njuškalo 2017).

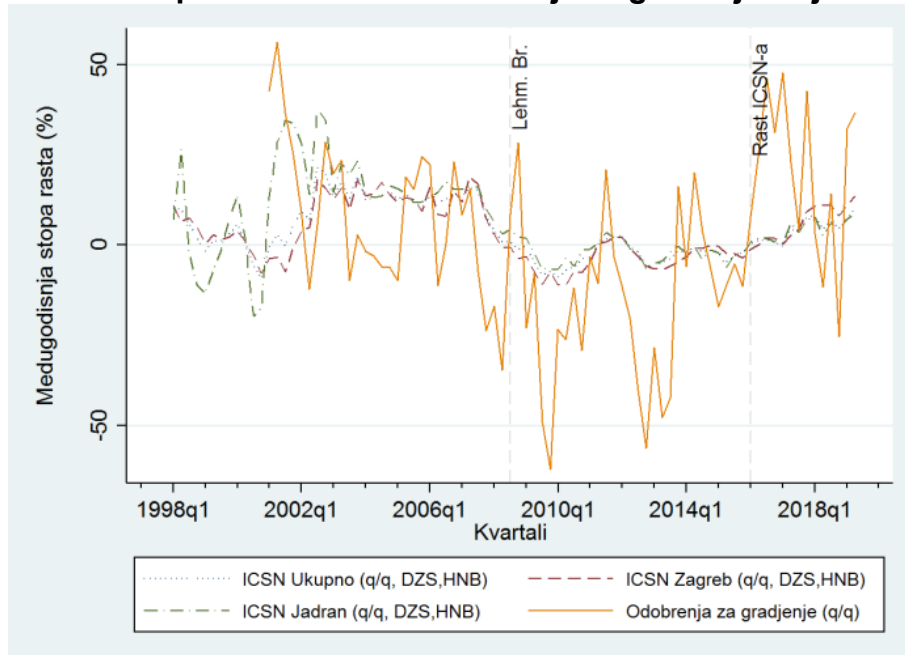
**Slika 7: Stopa rasta deviznih depozita u poslovnim bankama i indeksa cijena nekretnina**



Na strani ponude na stambenom tržištu treba biti oprezan iz razloga što novosagrađeni stanovi predstavljaju samo manji dio ukupnih transakcija na stambenom tržištu (manje od pola i bliže trećini u prosjeku) te je stoga nužno podatke o izdanim odobrenjima za građenje uzeti kao marginalni čimbenik ponude. Navedeno postaje još jasnije kada imamo na umu kako je ukupan broj stanova u Hrvatskoj veći od 2,3 miliona jedinica, a npr. novogradnje se kreće u rasponu od 15.000 do 25.000 stanova godišnje.

Promotrimo li kretanje izdanih odobrenja za građenje razvidno je kako stopa rasta jako koleba i nestabilnija je, ali isto tako da je poprimila pozitivan trend u 2015. godini. Visina stopi rasta izdanih odobrenja za građenje nakon 2015. godine je usporediva sa stopama rasta odobrenja za građenje iz pretkriznog razdoblja iako treba imati na umu kako se jedan dio ovoga razdoblja poklapa i sa procesom legalizacije pa je moguće da je i navedeni proces djelovao na ovu statistiku (NN 2012/86).

**Slika 8: Stopa rasta izdanih odobrenja za građenje i cijene stambenih nekretnina**

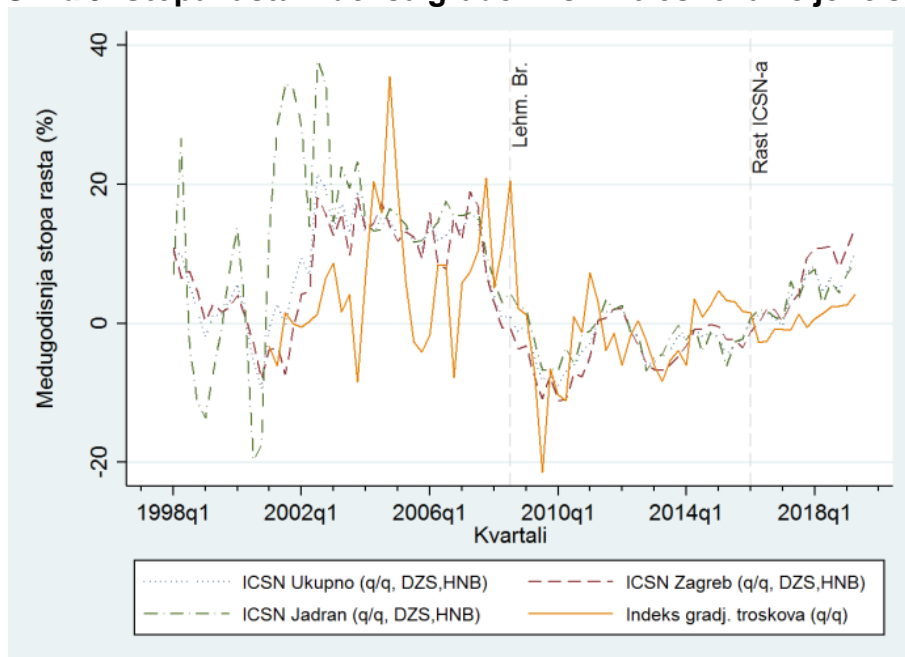


Izvor: DZS (2019), HNB (2019) i Eurostat (2019)

Slika 9 prikazuje odnos stope rasta indeksa građevinskih troškova i ICSN-a. Iz prikazanoga je razvidno kako su troškovi građevinske industrije rasli prije 2015., da bi u trenutku uzleta cijena nekretnina počeli padati. U posljednjih nekoliko godina ponovno bilježe pozitivne stope rasta, ali su navedene stope rasta višestruko manje od stopa rasta po kojima rasta cijene stambenih nekretnina. Sukladno tome, samo djelomično možemo objasniti rast cijena sa troškovima. Također važno je imati na umu kako troškovi građevinske industrije ne uključuju cijenu zemljišta nego se baziraju na prosječnim cijenama isporučenih radova u industriji.



**Slika 9: Stopa rasta indeksa građevinskih troškova i cijene stambenih nekretnina**



Izvor: DZS (2019), HNB (2019) i Eurostat (2019)

Slijedeći događaj koji je vremenski koincidirao sa porastom stopa rasta cijena nekretnina je bio značajan pad loših kredita u sektoru građevinarstva. Udio loših plasmana banaka je počeo bilježiti negativne stope rasta tijekom 2015. godine, a tijekom 2017. je pao do stopama od -20% kao posljedica čišćenja portfelja u financijskom sektoru. Pad navedenog indikatora se nastavio po sve većim stopama pada sve do kraja promatranog razdoblja (Slika 10).

**Slika 10: Stopa rasta udjela loših kredita u ukupnim plasmanima u sektoru građevinarstva i indeksa stambenih nekretnina**



Izvor: DZS (2019), HNB (2019) i Eurostat (2019)

### **Zaključak**

Možemo na kraju zaključiti kako je rast cijena stambenih nekretnina dva to tri puta veći od rasta BDP-a u Hrvatskoj. Osim rasta BDP-a možemo uzroke tražiti u subvencijama na stambenom tržištu, čišćenju portfelja loših kredita u poslovnim bankama, ali isto tako u činjenici kako je više nego izvjesno da devizna štednja jedno vrijeme neće biti ozbiljna klasa za ulaganje građanima sa viškom imovine te će dobar dio navedenih ulaganja biti usmjeren u nekretnine za dugoročan ili kratkoročan najam. Navedeno je posebno interesantno, ako imamo na umu činjenicu kako je nakon 2013. godine i eksplozije ekonomije dijeljenja u Hrvatskoj došlo i do naglog razvoja turizma u gotov svim urbanim središtima.

Navedeno naravno ne znači da smo ušli u sferu špekulativnog balona, ali isto tako treba imati na umu da su gotovo svi navedeni efekti koji su uzrokovali zagrijavanje tržišta u svojoj biti kratkoročnog ili u najgorem slučaju srednjoročnog karaktera. Kamatne stope ne mogu biti bitno niže nego što su danas. Čišćenje portfelja poslovnih banaka je jednokratni proces koji će ohrabriti kreditore, ali će se brzo iscrpiti. Restrukturiranje portfelja kućanstava s velikim iznosima štednje je pogonjeno rastom turizma u Zagrebu, rastom cijene najma u sveučilišnim centrima, ali ne može trajati vječno. U jednom trenutku će rast cijena nekretnina dovesti prinose od najma na razinu koja je usporediva sa kamatom na štednju korigiranu za rizik i to će zaustaviti restrukturiranje.

Povrh svega navedenog subvencioniranje stambenih kredita u uvjetima uzleta tržišta će podizati cijene periodički sa svakim novim programom subvencioniranja, pritisak na rast cijena će se nastaviti sve dok raste program, ali isto tako s obzirom na jako slab rast domaćeg gospodarstva navedeno znači da će mlade obitelji sve teže dolaziti do stanove i kupovati sve manje stanove tako da će cijena možda i rasti, ali će volumen trgovanja u jednom trenutku početi opadati.

Osim programa subvencioniranja najveći rizik na tržištu predstavlja i monetarna politika Europske središnje banke (ECB) i Hrvatske narodne banke (HNB). Naime, u trenutku oporavka eurozone, doći će do porasta kamatnih stopa ECB-a koji će se preliti na Hrvatsku. U navedenom trenutku će doći i do prelijevanja navedenih kamatnih stopa i na Hrvatsku te će biti izazovno na tržištu pratiti restrukturiranje imovine kućanstava u suprotnom smjeru od stambenog tržišta ka deviznoj štednji. Isto tako, reakcije Guvernera HNB-a ukazuju kako će središnja banka sa instrumentima koje ima na raspolaganju reagirati kako bi spriječila rast cijena stambenih nekretnina ili mase stambenih kredita.

### **Literatura:**

Njuškalo (2017), Cijene najma rastu u svim većim gradovima u Hrvatskoj, Njuškalo blog, dostupno na: <https://blog.njuškalo.hr/dom-i-vrt/cijene-najma-rastu-u-svim-vecim-gradovima-u-hrvatskoj> (Pristupano: 24.11.2019.)

Phillips, Peter C. B., Yangru Wu, and Jun Yu, 2007, Explosive behavior in the 1990s NASDAQ: when did exuberance escalate asset values? Working Paper.

HNB (2019) Statistika, dostupno na: <https://www.hnb.hr> (Pristupano: 20.11.2019.)

DZS (2019) Priopćenja o cijenama, dostupno na: <https://www.dzs.hr> (Pristupano: 20.11.2019.)

Eurostat (2019) Statistical database, dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Pristupano: 20.11.2019.)

NN (2012), Zakon o postupanju s nezakonito izgrađenim zgradama, Narodne novine broj 86.

NN (2017), Zakon o subvencioniranju stambenih kredita, Narodne novine broj 65.