Heritage
Real Estate
Think Tank

INDEKS HRE

Indeks koniunktury
na rynku nieruchomości

Warszawa, wrzesień 2022

Szanowni Państwo,

Trudniejszy dostęp do kredytów mieszkaniowych dla części osób oznacza konieczność zakupu mieszkania mniejszego lub położonego dalej od centrum miasta. Jednak utrudnienia w dostępie do kredytów są barierą nie tylko przy realizacji marzeń o pierwszym czy większym mieszkaniu. Mniej oczywistą konsekwencją jest to, że obserwowany od końcówki 2021 roku spadek zdolności kredytowej utrudnia również sytuację na rynku najmu. Na nim o lokale coraz częściej muszą bowiem konkurować także rodacy, którym banki odmówiły kredytu, a i bez tego ofert na rynku najmu brakuje.

Sytuacja na rynku kredytów mieszkaniowych ogranicza też skalę nowych inwestycji, a więc oddala nas od celu jakim jest zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych w Polsce. Druga połowa 2022 roku upłynie nam bowiem pod znakiem wyraźnego spadku liczby budowanych mieszkań. Deweloperzy nie tylko rozpoczynają mniej inwestycji, dostosowując ofertę do zmieniającego się popytu, ale też sami mają problem ze zdobyciem finansowania. Co więcej, dotkliwie doświadczyły ich ostatnie wzrosty cen materiałów budowlanych oraz koszty robót wykonawczych.

Problem w tym, że mieszkania, których budowa dziś zostanie zaniechana, nie będą oddawane do użytkowania za około 2 lata. Zamiast więc zaspokoić nie tylko niezaspokojone, ale nawet rosnące (w wyniku migracji) potrzeby mieszkaniowe w naszym kraju, to sektor budownictwa mieszkaniowego został w Polsce wyraźnie zahamowany.

Za to z punktu widzenia zagranicznych funduszy inwestycyjnych skokowy wzrost poziomu czynszów oraz deprecjacja złotego podniosły atrakcyjność rodzimego sektora mieszkań na wynajem. Po chwilowym ograniczeniu skali tego rodzaju inwestycji w najbliższych kwartałach można się spodziewać kolejnych głośnych transakcji. Ich skalę może jednak ograniczać wzrost stóp procentowych w strefie euro, co przekłada się na wyższe oprocentowanie wolne od ryzyka. Nie powinniśmy mieć jednak złudzeń - zagraniczne fundusze inwestycyjne wciąż będą w Polsce uszczuplać ofertę mieszkań na sprzedaż. Pozostają one bowiem aktywne na rynku i poszukują projektów czy firm, które mogłyby przejąć. Trzeba mieć świadomość, że już nawet samo podejście do stołu negocjacyjnego powoduje zdjęcie danego projektu z rynku – fundusze zazwyczaj nie chcą kupować pojedynczych mieszkań, wolą nabyć całe budynki lub osiedla. Lokale nie mogą więc trafić do sprzedaży, póki trwają negocjacje.

Tradycyjnie najdotkliwiej i najszybciej niedobory mieszkaniowe widać na rynku najmu, na którym oferta jest relatywnie niewielka, a od lat przeważająca większość mieszkań nie spełnia standardów europejskich i jest po prostu przeludniona. Efektem splotu kilku czynników jest dziś bardzo przebrana oferta wolnych lokali na wynajem. W związku z tym, że takich mieszkań brakuje, to też gwałtownie wzrosły stawki czynszów. Mają na to wpływ przede wszystkim: dwucyfrowa inflacja, rosnące oprocentowanie kredytów, napływ migrantów i trudniejszy dostęp do „hipotek". A to wszystko działo się jeszcze przed gorącym sezonem najmu studenckiego. Problem jest poważny, bo z dostępnych danych wynika, że na rynku najmu oferta jest znacznie mniejsza niż w ostatnich latach. W dużych miastach, gdyby zsumować wszystkie pokoje z unikalnych ofert mieszkań na wynajem, to okazałoby się, że przeciętnie na jeden pokój przypada 13 studentów. Dwa lata temu wynik ten był o ponad połowę niższy.

Efektem zamrożenia nowych inwestycji może być za to problem ze zbyt małą liczbą dostarczanych na rynek mieszkań za około 2 lata. W dającej się przewidzieć przyszłości może to doprowadzić do sytuacji, w której popyt na mieszkania znacząco przekroczy ich podaż. Scenariusz taki jest możliwy, jeśli faktycznie Rada Polityki Pieniężnej (RPP) szybko zakończy cykl podwyżek stóp procentowych, ale też w perspektywie kilku kwartałów przejdzie do ich obniżek. Ta kumulacja czynników każe sądzić, że okres malejącej dynamiki wzrostów cen mieszkań, a tym bardziej ich ewentualnych skromnych korekt nie będzie trwać długo.

Konsekwencje społeczne realizacji takiego scenariusza mogą okazać się jednoznacznie negatywne. Poziom cen, rosnące czynsze, jak i utrudnienia w dostępie do kredytów powodują, że o „cztery kąty" jest znacznie trudniej. Nie ma ponadto pewności, czy spodziewana recesja faktycznie doprowadzi do korekty cen mieszkań, a nawet jeśli by do niej doszło, to byłaby bardzo płytka. Trudno o większą przecenę w obliczu gwałtownie rosnących czynszów najmu, skokowych wzrostów kosztów budowy oraz dwucyfrowej inflacji, przed którą nieruchomości zwykły w dłuższym terminie chronić. Nie możemy też zapominać o fakcie, że potrzeby mieszkaniowe w Polsce wyraźnie wzrosły w wyniku napływu Ukraińców do Polski. To nie pozostaje bez wpływu na popyt na mieszkania i jest czynnikiem cenotwórczym – zarówno na rynku najmu, jak i na rynku transakcji zakupu na własność. Rynki te stanowią bowiem system naczyń połączonych. Popyt mieszkaniowy ze strony migrantów generowany jest z oszczędności, jak i z dochodów otrzymywanych w Polsce. Te są spore, bo aktywność zawodowa ludności napływającej w ostatnich miesiącach jest, na tle doświadczeń innych krajów, rekordowo wręcz wysoka.

Trzeba ponadto mieć świadomość, że wyczekiwana od lat korekta cen mieszkań i tak nie rozwiązałaby problemu dostępności nieruchomości. Przecież ewentualna przecena w obliczu zakręcenia kurków z kredytami nie pozwoli rodakom na realizację marzeń o zakupie pierwszego mieszkania. Za to z każdym miesiącem rośnie grono osób, które muszą wstrzymywać się z decyzją o zakupie. Gdy w końcu kredyty mieszkaniowe zaczną być szerzej dostępne, to fala chętnych na zakup zderzy się z ograniczoną ofertą wynikającą z dzisiejszego zahamowania procesów inwestycyjnych. Tym bardziej warto teraz rozważyć sensowną interwencję rządu lub regulatora, która miałaby na celu ułatwienie dostępu do mieszkań. Uważamy, że przyszedł już czas na to, aby złagodzić zalecenia UKNF, które w bieżącym roku utrudniły dostęp do kredytów. Godnym wprowadzenia jest też pomysł tanich kredytów dla młodych zasygnalizowany przez Prezesa Jarosława Kaczyńskiego. Warto jednak przy jego uszczegóławianiu wziąć pod uwagę zarówno nasze, jak i światowe osiągnięcia oraz doświadczenia, aby – jeśli na rynek mają trafić pieniądze budżetowe – były one jak najefektywniej wydane i nie powodowały presji na wzrost cen nieruchomości.

Podtrzymujemy ponadto naszą prognozę, w myśl której na koniec 2022 roku ceny mieszkań będą o od 7% do 12% wyższe niż pod koniec 2021 roku. Kolejne kwartały powinny przynieść wolniejszą dynamikę zmian cen, przy której nie wykluczamy nawet płytkiej korekty. Jeśli ponadto spełnią się klarujące się dziś scenariusze, to spodziewamy się, że w trakcie 2024 roku ceny mieszkań dobrną do poziomu aż o 20% wyższego niż ten z początku 2022 roku.

Zachęcamy do zapoznania się z prognozami, które sformułowaliśmy na najbliższe kwartały oraz do lektury pełnej wersji raportu dotyczącego najnowszego odczytu Indeksu HRE.

W załączonym raporcie poruszamy ponadto tematy:

- Skutków napływu uchodźców z punktu widzenia rynku mieszkaniowego,
- Zmian zdolności kredytowej Polaków,
- Cen mieszkań i prognoz dotyczących dalszych ich zmian,
- Rządowych pomysłów dla rynku mieszkaniowego,
- Skali akcji kredytowej,
- Kondycji gospodarstw domowych,
- Kondycji sektora budownictwa mieszkaniowego,
- Sytuacji na rynku najmu,
- Inwestycji realizowanych przez fundusze na rynku mieszkaniowym,
- Długoterminowych prognoz dotyczących poziomu stóp procentowych w Polsce.

Michał Cebula, Prezes HRE Think Tank

Dostęp do kredytów największym hamulcowym rynku mieszkaniowego

Znaczne utrudnienia w dostępie do kredytów hipotecznych są druzgocące dla możliwości realizacji mieszkaniowych aspiracji. Skoro trudniej jest kupić, to niedoszli nabywcy szukają swojego nowego adresu na rynku najmu. Tam oferta od miesięcy jest przebrana, a stawki czynszów gwałtownie wzrosły. Zakręcenie kurków z kredytami powoduje też spadek liczby budowanych mieszkań. Odbić się to może ich sporym niedoborem za około 2 lata.

Najnowsze dane na temat cen mieszkań sugerują wciąż dwucyfrowe wzrosty w porównaniu do sytuacji z 2021 roku. Na te informacje bardzo często patrzymy jak na barometr sytuacji w mieszkaniówce. Niestety z każdego barometru należy umieć korzystać. Choć ceny mieszkań istotnie w ostatnim czasie wyraźnie rosły, to spadająca liczba zawieranych transakcji sugeruje, że koniunktura w mieszkaniówce wyraźnie się osłabiła. Tak właśnie należy interpretować spadek liczby sprzedawanych mieszkań rzędu 30-40% względem roku 2021[1].

I znowu nie możemy pozostawić tej informacji bez kontekstu. Przecież rok 2021 był dla rynku mieszkaniowego okresem pod wieloma względami rekordowym. Te bezprecedensowo dobre wyniki są dziś dla nas bazą porównawczą – to do nich odnosimy najnowsze dane o sprzedaży kredytów czy mieszkań, co może niekiedy mylnie potęgować ocenę skali ochłodzenia koniunktury.

Wycinkowe dane nie dają pełnego obrazu

Aby rzetelnie ocenić sytuację na rynku mieszkaniowym, należy patrzeć na wiele danych płynących z tego rynku. Pojedyncze wskaźniki potrafią wprowadzać w błąd. Dlatego w ramach prowadzonego od lat badania HRE Think Tank bazuje na 25 wskaźnikach diagnozujących zmiany cen mieszkań, kondycję gospodarstw domowych, koniunkturę w sektorze budownictwa i sytuację banków ze szczególnym uwzględnieniem sfery kredytów hipotecznych. Wszystkie one

wspólnie służą nam do tego, aby wyliczyć jeden wskaźnik, który pokazuje koniunkturę w mieszkaniówce, ale też ostrzega zarówno przed nadmiernym rozgrzaniem rynku, jak i może wskazywać na potencjalną zapaść w sektorze.

Chcesz wiedzieć więcej? Dokładny opis indeksu – tego, jak go liczymy i co bierzemy pod uwagę - zamieściliśmy w aneksie metodologicznym.

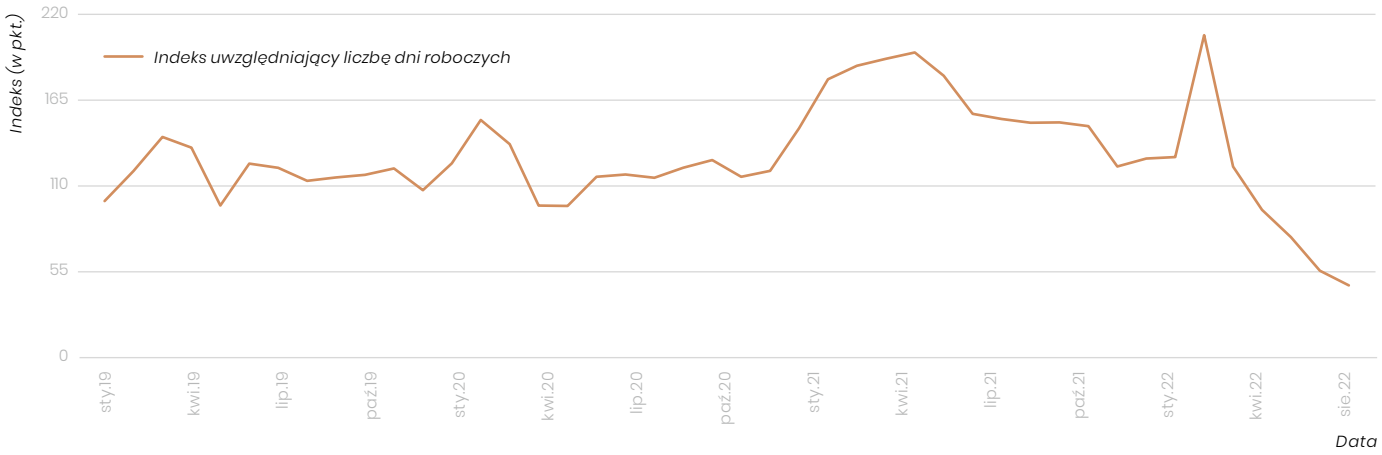
Wyraźny spadek zdolności kredytowej z nadzieją na poprawę

Szczególnie złe dane napływają do nas ze strony sektora bankowego. Jest to pokłosie podwyżek stóp procentowych, ale też zaleceń wydanych przez UKNF. Przypomnijmy, że w marcu 2022 roku urząd nakazał bankom m.in. badanie zdolności kredytowej przy założeniu, że stopy procentowe pójdą w górę jeszcze o 5 pkt. proc. Wcześniej bufor na podwyżki stóp wynosił 2,5 pkt. proc. Skutkiem tej regulacji było jeszcze mocniejsze ograniczenie dostępu do kredytów mieszkaniowych w momencie, w którym stopy procentowe i tak już wyraźnie szły w górę. W efekcie banki zostały zmuszone do zakręcenia kurków z kredytami. W takich okolicznościach nasz subindeks badający sytuację w sektorze bankowym zanotował najniższy wynik w historii. Sugeruje on wręcz zapaść w segmencie kredytów hipotecznych. Ocenę bieżącą potęguje fakt, że słabe dane z drugiego kwartału 2022 roku porównujemy w tym wypadku do rekordowo dobrych danych z drugiego kwartału roku wcześniejszego.

Na najświeższy odczyt negatywnie wpłynęły: zmniejszone wypłaty kredytów, utrudnienia w dostępie do hipotek czy obniżanie się salda kredytów mieszkaniowych w odniesieniu do PKB. I choć niektóre banki w obliczu spadku popytu na kredyty starają się amortyzować negatywne zmiany, to obniżanie marż kredytowych, liberalizacja podejścia do badania zdolności kredytowej (np. uwzględnianie wpływów z 500+), czy nawet sytuacja na rynku pracy (rosnące wynagrodzenia i zatrudnienie) nie są w stanie utrzymać popytu na „hipoteki".

Indeks popytu na kredyty mieszkaniowe (sty'19 = 100 pkt.)

Szacunki HRE Investments oparte o dane BIK



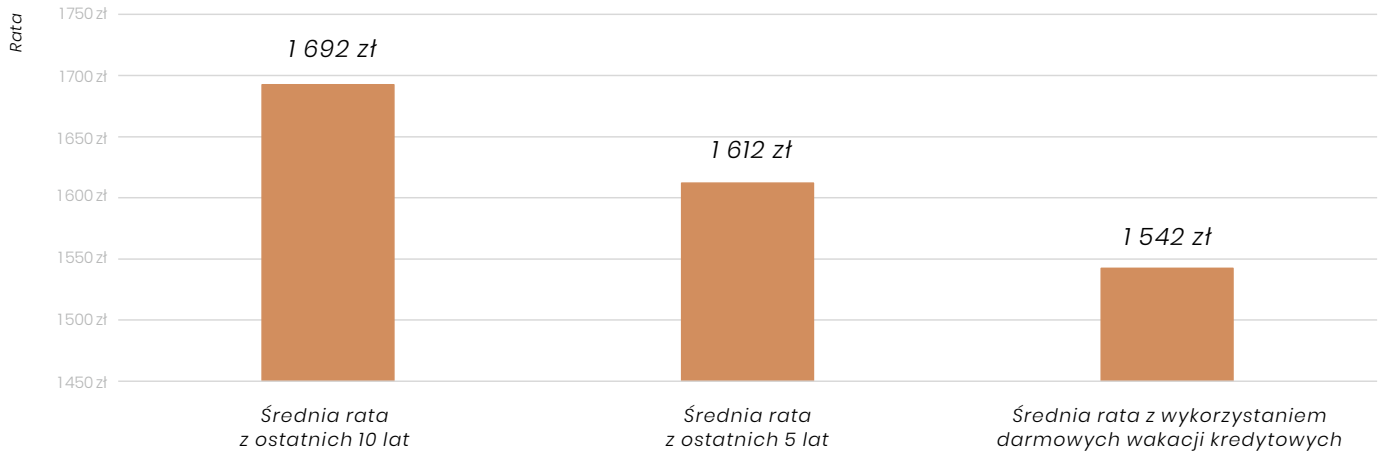
Pogorszenie koniunktury w tym zakresie było co prawda przez nas oczekiwane, jednak skala ochłodzenia jest zaskakująca. Dane na temat popytu na kredyty z sierpnia 2022 roku pokazują najniższy wynik od 2008 roku[2]. Zakładamy, że w perspektywie najbliższych miesięcy sytuacja zacznie się poprawiać.

Aby tak się stało, zadość stać się musi obietnicom szybkiego kresu cyklu podwyżek stóp procentowych. Już sama taka zmiana spowodować może korektę notowań wskaźnika WIBOR (od niego zależy koszt kredytów o zmiennym oprocentowaniu) i notowań wskaźnika IRS (od niego zależy koszt kredytów ze stałym oprocentowaniem). To ważne z punktu widzenia rodaków, którzy chcieliby zaciągnąć kredyt mieszkaniowy, bo niższe oprocentowanie powoduje wzrost zdolności kredytowej. Stanowcza informacja o zakończeniu cyklu podwyżek dałaby też solidniejsze podstawy do podejmowania decyzji o zaciągnięciu długoterminowego kredytu. Jeśli będzie to powiązane z utrzymaniem się dobrych danych z rynku pracy, to może oznaczać stopniowe odbudowywanie się zdolności kredytowej Polaków, a więc też skłonności do zadłużania się.

Przykład działania tego mechanizmu mieliśmy już w sierpniu 2022 roku. Wtedy to po raz pierwszy od 6 miesięcy w górę poszła zdolność kredytowa trzyosobowej rodziny dysponującej dwiema średnimi krajowymi. Banki zadeklarowały, że w tym konkretnym przypadku chciałyby pożyczyć na zakup mieszkania kwotę 413 tysięcy złotych. To o 16 tysięcy więcej niż miesiąc wcześniej. Przypomnijmy jednak, że jeszcze we wrześniu 2021 roku rodzina z naszego przykładu mogła zadłużyć się na zakup mieszkania na kwotę 700 tysięcy złotych. Najnowszy wynik jest o 41% niższy. Gdybyśmy ponadto w ramach naszego badania nie uwzględniali rosnących wynagrodzeń (na podstawie danych o pensjach w przedsiębiorstwach[3]), to spadek zdolności kredytowej względem sytuacji sprzed cyklu podwyżek stóp procentowych mógłby wynosić około 50%. Efekt tego jest taki,

Przeciętna rata kredytu na 25 lat i 300 tys. zł (marża 2,6%)

Szacunki HRE Investments na podstawie danych stooq.pl i patria.cz (13.06.2022)



że część potencjalnych kupujących nie jest dziś w stanie pozwolić sobie na zakup mieszkania, a pozostali decydują się na zakup mniejszego metrażu lub lokum położonego w tańszej lokalizacji.

Warto przypomnieć, że jeszcze we wrześniu 2021 roku 25-letni kredyt zaciągnięty na 300 tysięcy złotych wiązał się z ratą na poziomie około 1,4 tys. zł miesięcznie. Dziś co prawda posiadacz takiego długu musi co miesiąc oddawać do banku prawie 2,6 tys. zł, ale ulgę dać mu może skorzystanie z wakacji kredytowych. Jeśli wierzyć formułowanym w trakcie tworzenia tego raportu przewidywaniom, to wspomniana rata znacznie już nie wzrośnie.

Z notowań kontraktów terminowych wynika, że w drugiej połowie 2023 roku stopy procentowe zaczną w Polsce spadać, co może pozytywnie wpłynąć na koniunkturę w mieszkaniówce.

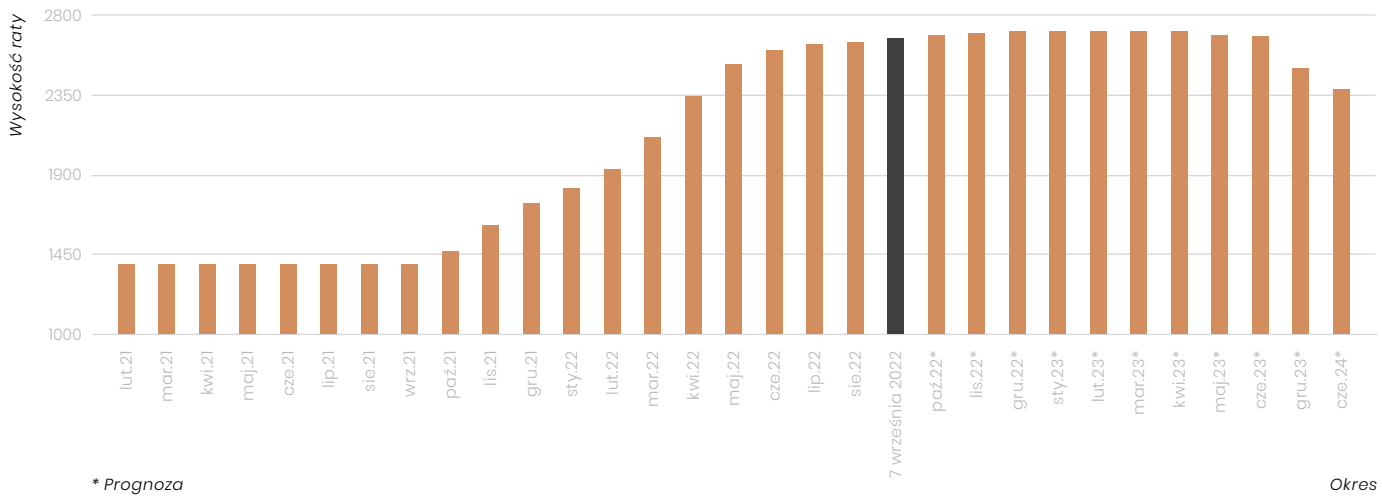
O ile uda się ujarzmić inflację, utrzymując przyzwoitą kondycję gospodarki i dobrą sytuację na rynku pracy, pozwoliłoby to już w perspektywie kilku kwartałów na realizację przynajmniej części odkładanego dziś popytu na mieszkania.

Nadzieja na poprawę w obszarze kredytów mieszkaniowych leży też w potencjalnej interwencji rządu (zapowiedź tanich kredytów mieszkaniowych dla młodych). Istnieje też szansa na cofnięcie marcowych zaleceń wystosowanych do banków przez UKNF. Jest to szczególnie zasadne w przypadku kredytów ze stałym oprocentowaniem.

Chodzi tu oczywiście o wcześniej wspomniane zalecenia, wedle których banki podczas badania zdolności kredytowej muszą zakładać, że stopy procentowe pójdą w górę jeszcze o 5 pkt. proc., a nie o 2,5 pkt. proc. Regulacja ta tym bardziej straci sens, jeśli Rada Polityki Pieniężnej ogłosi kres podwyżek stóp procentowych.

Rata kredytu zaciągniętego na 25 lat i 300 tys. zł (marża 2,6%)

Szacunki HRE Investments na podstawie danych stooq.pl i patria.cz (08.09.2022)



Ostre hamowanie nowych inwestycji

Słabe dane z rynku kredytowego nie zdążyły się jeszcze przełożyć w pełni na koniunkturę w sektorze budownictwa mieszkaniowego. Ten w drugim kwartale 2022 roku śrubował bowiem kolejne historyczne maksima. Powodem są dane na temat szybko rosnących kosztów budowy oraz informacje o dużej liczbie budowanych mieszkań.

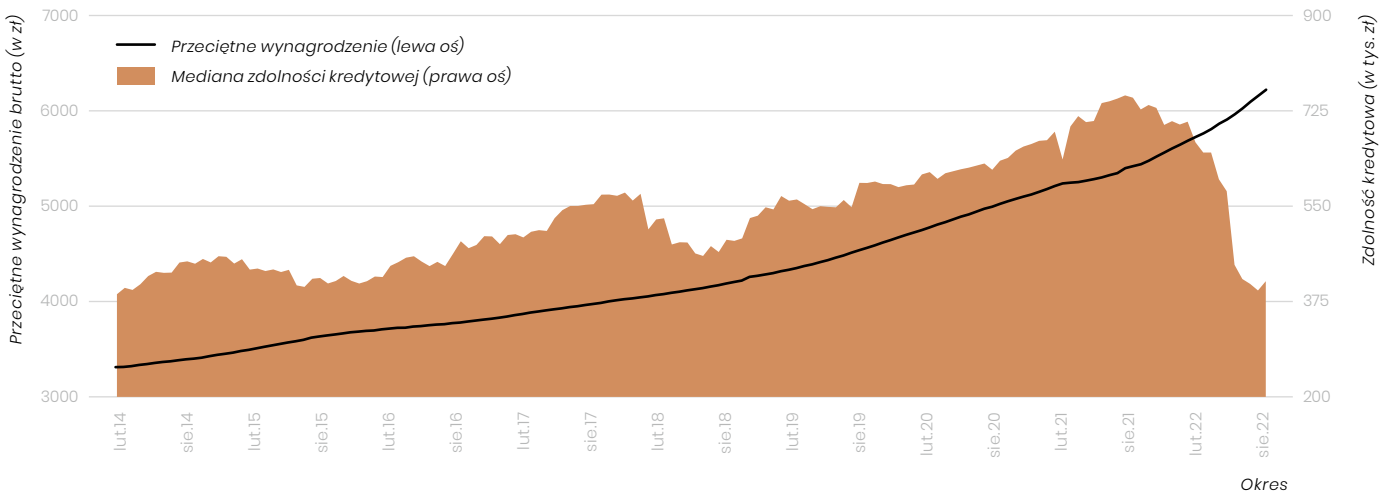
Częściowo tak dobry wynik był zasługą zaszłości historycznych (ocena koniunktury w sektorze budownictwa charakteryzuje się pewną bezwładnością), ale też zbiegu okoliczności. Przecież drugi kwartał 2022 roku był ostatnim, w którym deweloperzy mogli uniknąć nowych regulacji zapisanych w ustawie deweloperskiej (np. składek na Deweloperski Fundusz Gwarancyjny). W efekcie firmom zależało na uzyskiwaniu pozwoleń na budowę i rozpoczynaniu inwestycji przed nastaniem lipca 2022 roku.

Już widać, że pierwszy miesiąc działania znowelizowanej ustawy przyniósł zmianę w danych opisujących sytuację w budownictwie mieszkaniowym. Doszło do wyraźnego spadku liczby mieszkań, których budowę deweloperzy rozpoczęli (-44% r/r) oraz na których budowę dostali pozwolenia (-17% r/r)[4]. Sierpniowe dane były jeszcze gorsze. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęli deweloperzy spadła o 63% (r/r). W kolejnych kwartałach wpłynie to na gorsze odczyty subindeksu budownictwa. I choć perspektywa normalizacji koniunktury w mieszkaniówce może cieszyć, to trzeba pamiętać, że mniejsza aktywność deweloperów oznacza też ograniczanie dopływu gotowych mieszkań w 2024 roku.

Na ocenę koniunktury w mieszkaniówce wpływają też szybko rosnące koszty robocizny i materiałów budowlanych. Najświeższe dane pokazują dużą dynamikę zmian. W ciągu roku wynagrodzenia cieśli, hydraulików, elektryków czy malarzy poszły w górę o od 13% do ponad 25%[5]. Do tego dochodzi wzrost

Mediana zdolności kredytowej 3-os. rodziny z dochodem na poziomie dwóch średnich krajowych (dług w PLN)

Opracowanie HRE Investments na podstawie ankiet przeprowadzanych w bankach. Wynagrodzenie ważone zatrudnieniem aktualizowane co miesiąc na podstawie danych GUS o przeciętnych pensjach i zatrudnieniu w przedsiębiorstwach.



cen materiałów. Ten w sierpniu 2022 roku był szacowany przeciętnie na około 25% w skali roku[6]. I choć dynamika tego wzrostu kosmetycznie wyhamowała względem danych przytaczanych w poprzednim raporcie (34% r/r – dane za kwiecień 2022 roku), to mamy do czynienia ze znacznie wyższym poziomem kosztów niż przed rokiem.

Z jednej strony problemy na rynku nośników energii mogą sugerować, że materiały budowlane dalej będą drożeć (w ich produkcji surowce energetyczne są często kluczowe). Z drugiej jednak strony mamy pogorszenie koniunktury w Polsce i na świecie. To znowu daje szanse na tonowanie dynamiki wzrostów cen materiałów budowlanych. Warto też zauważyć, że w otoczeniu gwałtownie rosnących kosztów budowy liczne kończące się ostatnio przetargi straciły rację bytu i należy je rozpisać na nowo. Z punktu widzenia części inwestorów daje to szansę na podjęcie współpracy z „uwolnionymi" w ten sposób ekipami budowlanymi.

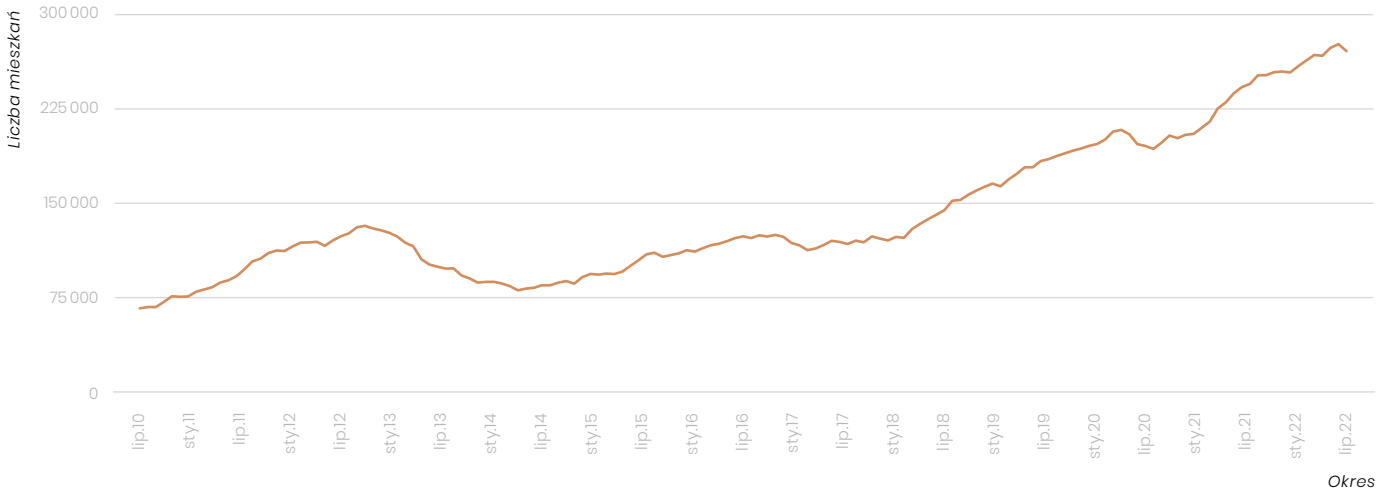
Polacy nie czują się pewnie mimo rosnących pensji

Niewielkie pogorszenie zauważyliśmy też w obszarze, w ramach którego badamy kondycję gospodarstw domowych. Jest to niewielka zmiana, ale i tak warta odnotowania.

Zderzają się tu dwie główne siły. Z jednej strony jest to wysoka inflacja. Ta w ostatnich kwartałach coraz mocniej uderzała po kieszeniach polskie gospodarstwa domowe. To powoduje bardzo słabe oceny bieżącej koniunktury. Z drugiej strony na rynku pracy mamy za to sytuację, która wciąż sprzyja temu, aby rodacy mieli coraz większe przychody. Dane za lipiec 2022 roku pokazują wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw o 15,8% (r/r) oraz rosnącą liczbę osób zatrudnionych (o 2,3% r/r)[7].

Mieszkania pozostające w budowie przez deweloperów

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych GUS



Utrzymanie dobrej dynamiki funduszu płac jest ważne dla oceny sytuacji gospodarstw domowych w kolejnych kwartałach. Sygnały płynące ze strony władz monetarnych oraz państwowych sugerują, że właśnie dobra kondycja rynku pracy połączona z doraźnymi rozwiązaniami proponowanymi przez rząd mają stanowić ochronę przed skutkami inflacji. Takie otoczenie sprzyja spłacaniu kredytów, które Polacy przez ostatnie lata zaciągnęli. Dlatego obserwujemy spadek wskaźników obrazujących zadłużenie gospodarstw domowych. Ta zmiana – o ile będzie kontynuowana – poprawi ocenę kondycji gospodarstw domowych.

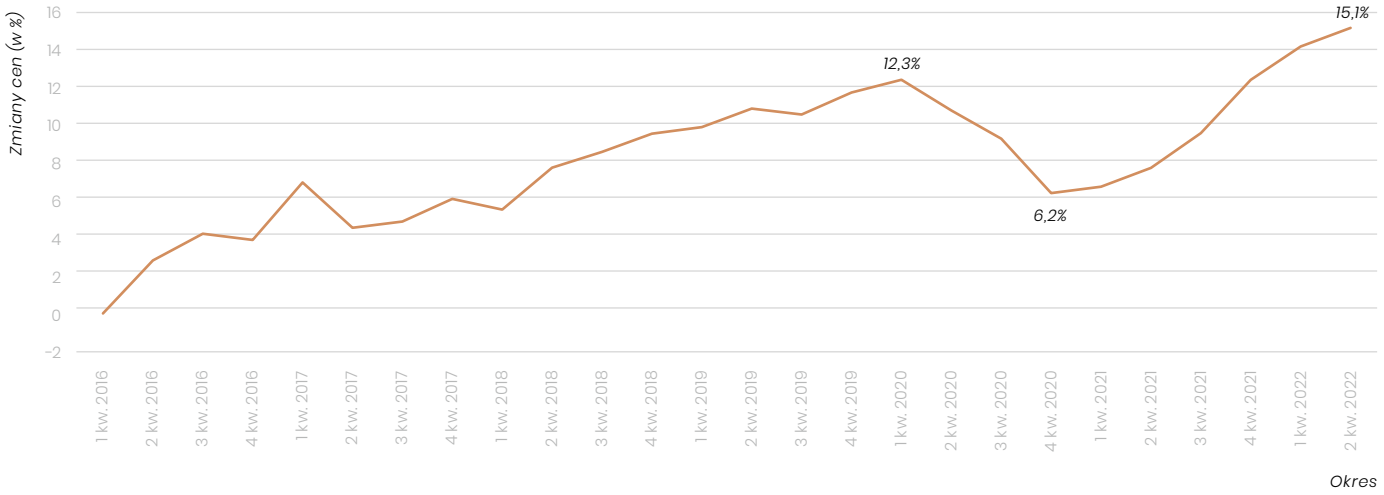
Ceny mieszkań rosną w ujęciu realnym

Do pełnego obrazu sytuacji na rynku mieszkaniowym potrzebujemy jeszcze danych na temat cen nieruchomości. Subindeks, w ramach którego badamy sytuację w tym obszarze, zanotował nieznacznie wyższy wynik niż w pierwszym kwartale 2022 roku. W tym wypadku również zderzają się bardzo mocne siły. Z jednej strony mamy dane za drugi kwartał, z których wynika, że w największych miastach mieszkania były o 15,1% droższe niż przed rokiem[8]. Otoczenie rynkowe sugeruje jednak, że ta dynamika zmaleje. Ponadto w związku z wysokim odczytem inflacji doszło też do zniwelowania wzrostów cen mieszkań w ujęciu realnym.

Warto mieć przy tym świadomość, że dane historyczne (zarówno z Polski, jak i ze świata) sugerują istnienie mocnego powiązania pomiędzy poziomem inflacji i nominalnymi cenami nieruchomości. Właśnie dlatego rynek mieszkaniowy jest często uznawany za bezpieczną przystań. Szczególnie dziś chęć ochrony kapitału przed inflacją może być jednym z ważnych argumentów przemawiającym za inwestowaniem na tym rynku. Trzeba mieć jednak świa-

Zmiany cen mieszkań używanych w 7 miastach (w ujęciu r/r)

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych NBP



domość, że mechanizm ten działa tym lepiej, im dłuższy jest horyzont inwestycyjny. Z szacunków HRE Investments opartych o dane z 15 rynków rozwiniętych wynika, że zakup mieszkania na wynajem na co najmniej 10 lat daje nam niemal pewność zysku wyższego niż inflacja. Efekt tej inwestycji jest oczywiście lepszy, jeśli mieszkanie nie stoi puste, ale jest wynajmowane.

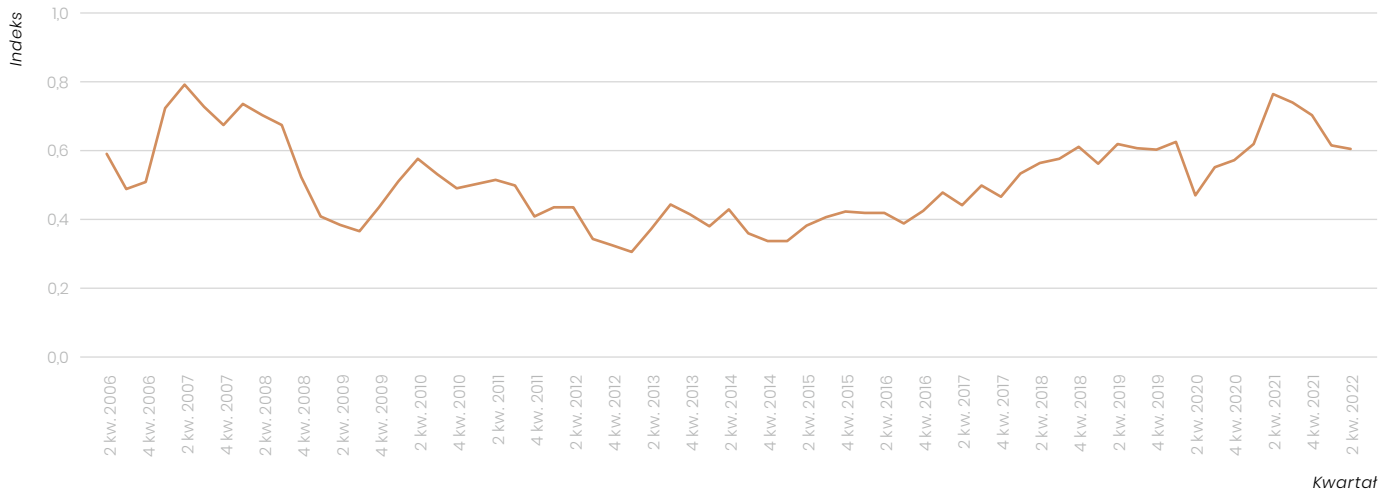
Rok 2022 pod znakiem pogorszenia koniunktury w mieszkaniówce

Biorąc pod uwagę 25 wskaźników z obszaru budownictwa, cen mieszkań, kondycji gospodarstw domowych i sektora bankowego – oszacowaliśmy wartość indeksu koniunktury na rynku mieszkaniowym za drugi kwartał 2022 roku na 0,605.

Prosta interpretacja tego wyniku jest taka, że ocena koniunktury w mieszkaniówce w drugim kwartale 2022 roku wciąż pozostaje w obszarze pozytywnym (odczyt powyżej 0,5 pkt.). W naszej ocenie koniunktura plasuje się wyraźnie poniżej górnych progów ostrożnościowych (pierwszy - 0,85 pkt., drugi - 0,9 pkt. i trzeci - 0,95 pkt.), które mogłyby sugerować przegrzanie rynku. Najnowszy odczyt indeksu jest ponadto wyraźnie niższy niż pod koniec 2021 roku. Zmiana ta wynika przede wszystkim z sytuacji na rynku kredytowym, który po rekordowo dużym popycie w trakcie 2021 roku podlega bardzo wyraźnemu schłodzeniu. Ma to przełożenie na wyraźny spadek liczby zawieranych transakcji w porównaniu do sytuacji z 2021 roku. Należy jednak pamiętać, że wtedy popyt na mieszkania był nienaturalnie wysoki. Wspierała go realizacja odroczonego popytu, który kumulował się w 2020 roku, a więc w pierwszym roku epidemii, podczas którego banki wyraźnie zakręciły kurki z kredytami. Dziś już wiemy, że działanie to było nadmiernie restrykcyjne i przyniosło chwilowe załamanie

Indeks koniunktury na rynku nieruchomości HRE Think Tank

Opracowanie HRE Think Tank



na rynku budowlanym, a potem gwałtowny przyrost popytu, gdy dostęp do kredytów został ponownie ułatwiony. Efektem były bardzo szybkie wzrosty cen mieszkań. Istnieje ryzyko powtórzenia się podobnego mechanizmu na przestrzeni najbliższych lat.

Przy tym warto podkreślić, że nie obserwujemy zjawisk wskazujących na trwałe nierównowagi na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Bieżąca sytuacja sugeruje jednak schładzanie koniunktury, czego emanacją jest spadek liczby zawieranych transakcji, a efektami pobocznymi malejąca liczba inwestycji wprowadzanych na rynek, dodatkowa presja popytowa na rynku najmu i kumulowanie się niezaspokojonego popytu ze strony kupujących, którzy zostali okresowo wypchnięci z rynku.

Możliwa przerwa we wzrostach cen mieszkań

Kompleksowa diagnoza bieżącej sytuacji na rynku mieszkaniowym jest dla nas podstawą do budowania prognoz na najbliższe kwartały. Bierzemy ponadto pod uwagę dostępne dziś predykcje, ale też zjawiska, których wystąpienie można z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć. Na tej podstawie niezmiennie prognozujemy, że pod koniec 2022 roku ceny mieszkań w największych miastach w Polsce będą o od 7% do 12% wyższe niż pod koniec 2021 roku. W 2022 roku zakładamy jednak spadek liczby zawieranych transakcji względem bardzo wysokiego poziomu z 2021 roku i to o około 20-30%.

W 2023 roku hamowanie wzrostów cen mieszkań powinno być kontynuowane. W efekcie na koniec 2023 roku spodziewamy się stabilizacji cen w ujęciu r/r (w przedziale od -5% do +5%). Nie wykluczamy przy tym możliwości drobnej korekty. Ta jest bardziej prawdopodobna w przypadku mieszkań większych. Wprost wynika to z trudnego dostępu do kredytów. Stan ten wielu osobom uniemożliwia zakup większego metrażu lub zamianę posiadanego obecnie lokum. Lepszej sytuacji spodziewamy się za to w przypadku mieszkań mniejszych, które częściej są przedmiotem zainteresowania ze strony inwestorów, ale też łatwiej sfinansować ich zakup nawet w okresie trudniejszego dostępu do kredytów mieszkaniowych. Aby ten scenariusz się ziścił, to obserwowanemu spadkowi podaży musi towarzyszyć spadek popytu, jak również wyraźny spadek presji kosztowej w sektorze budownictwa mieszkaniowego. Bez tego ostatniego elementu stabilizacja cen, a tym bardziej ich korekty, wydają się mało prawdopodobne. Zakładamy przy tym również, że Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z zapowiedziami powinna rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych dopiero pod koniec 2023 roku.

> Jeśli ponadto spełnią się dziś klarujące się scenariusze, to spodziewamy się, że w trakcie 2024 roku ceny mieszkań dobrną do poziomu aż o 20% wyższego niż ten z początku 2022 roku. Tak wyglądać może nasza przyszłość, jeśli nie dojdzie szybko do rządowej interwencji na rynku mieszkaniowym. Załamanie na rynku kredytowym już dziś skutkuje bowiem znacznym spadkiem liczby rozpoczynanych inwestycji. Jest to strategia, którą deweloperzy wykorzystują, aby bronić marż. Z drugiej natomiast strony zakładamy w tym scenariuszu, że po krótkotrwałej recesji koniunktura w gospodarce się poprawi i będzie to szło w parze z obniżkami stóp procentowych już w 2023 roku.

Nieoczekiwane konsekwencje załamania akcji kredytowej

Wspomniane wcześniej utrudnienia w dostępie do kredytów mieszkaniowych niosą za sobą daleko idące skutki. Jasne jest, że efektem bezprecedensowo ostrego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej oraz zaleceń, w ramach których UKNF poprosił banki, aby te jeszcze mocniej przykręciły kurki z kredytami, jest ww. drastyczny spadek zdolności kredytowej. To powoduje, że osoby, które w normalnych warunkach kupowałyby dziś mieszkania lub zamieniały posiadane lokale na inne – np. większe, nie mogą tego zrobić. Ich potrzeby mieszkaniowe pozostają niezaspokojone i zasilają tzw. popyt potencjalny. Zmieni się to dopiero wtedy, gdy dostęp do kredytów mieszkaniowych zostanie ułatwiony.

Najwcześniej na ruch w tym kierunku mamy szansę w perspektywie co najwyżej kilku miesięcy, jeśli zgodnie z zapowiedziami zakończy się cykl podwyżek stóp procentowych przez RPP. Jeszcze bardziej jest to możliwe w 2023 roku, gdy spodziewany jest początek cyklu obniżek stóp procentowych.

> Póki co konsekwencje zacieśniania polityki monetarnej wyraźnie ograniczają popyt na większe mieszkania zgłaszany przez nabywców posiłkujących się kredytem, a premiują deweloperów mających w ofercie relatywnie tańsze mieszkania (np. kompaktowe i na obrzeżach miast). Trzeba przy tym pamiętać, że kredyty hipoteczne odpowiadają za około 30-40% pieniędzy trafiających na rynek mieszkaniowy[9].

	Szanse	Zagrożenia
Szanse i zagrożenia dla rynku mieszkaniowego	Ujemne realne oprocentowanie lokat i kredytów (skorygowane o inflację) Rządowy program wsparcia Napływ imigrantów Poszukiwanie ochrony przed inflacją Dobra sytuacja na rynku pracy Wzrost rentowności wynajmu Rychły koniec cyklu podwyżek stóp procentowych	Ograniczenie akcji kredytowej (UKNF) Szybki, niekontrolowany rozwój sektora PRS Niedostateczna podaż mieszkań Wzrost kosztów budowy Spadek optymizmu Polaków Spadek liczby rozpoczynanych inwestycji

Mieszkań na wynajem starczy dla co 13 studenta

To jednak nie są jedyne konsekwencje załamania na rynku kredytowym. Fakt, że zakup nieruchomości na kredyt stał się dla części obywateli niemożliwy, powoduje też dodatkową presję na rynek najmu. Niedoszli nabywcy zasilają bowiem grono potencjalnych lokatorów. Problem w tym, że nie jest to jedyny czynnik powodujący wyraźny wzrost popytu na mieszkania. W ostatnich miesiącach mieliśmy przecież do czynienia z powrotem studentów i pracowników do miast oraz do potężnego napływu uchodźców do Polski. Efektem tego już w lipcu 2022 roku był przeciętny wzrost stawek za wynajem o około 20-25% w gronie największych miast.

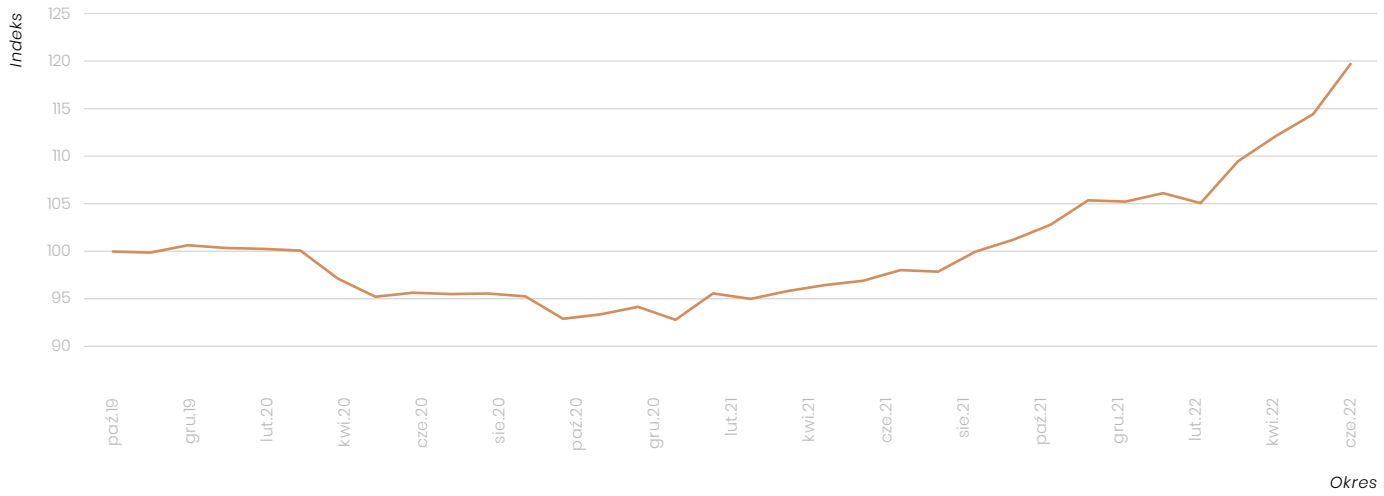
Bardzo prawdopodobne, że skala tego wzrostu jeszcze zyska na dynamice. Nie możemy przecież zapomnieć o tym, że dostępne w momencie pisania tego raportu dane na temat poziomu czynszów wciąż nie uwzględniają podwyżek charakterystycznych dla sierpnia i września. Wtedy to tradycyjnie na rynku widzimy wzmożoną aktywność najemców szukających lokum na nowy rok akademicki.

Co prawda w sierpniu tradycyjnie rośnie też zasób unikalnych ofert mieszkań na wynajem (właściciele ogłaszają posiadane lokale po zakończeniu aktualnych umów), ale i tak liczba ofert szacowana pod koniec sierpnia 2022 roku na 60 tysięcy jest bardzo mała. Dla porównania w analogicznym miesiącu w 2021 roku dostępnych było prawie 96 tysięcy unikalnych ofert mieszkań na wynajem, a w 2020 roku było ich aż 125 tysięcy[10].

Na bieżącą sytuację na rynku najmu składa się kilka elementów. Popyt na najem wzrósł w dużej mierze ze względu na potężną falę migracji po napaści Rosji

Indeks stawek ofertowych najmu (paź'19 = 100 pkt.; 10 miast)

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych bankier.pl i otodom. Średnia dla trzech klas powierzchni mieszkań (0-38 m kw., 38-60 m kw. i 60-90 m kw.). Dane dla Bydgoszczy, Gdańska, Katowic, Krakowa, Lublina, Łodzi, Poznania, Szczecina, Warszawy i Wrocławia.

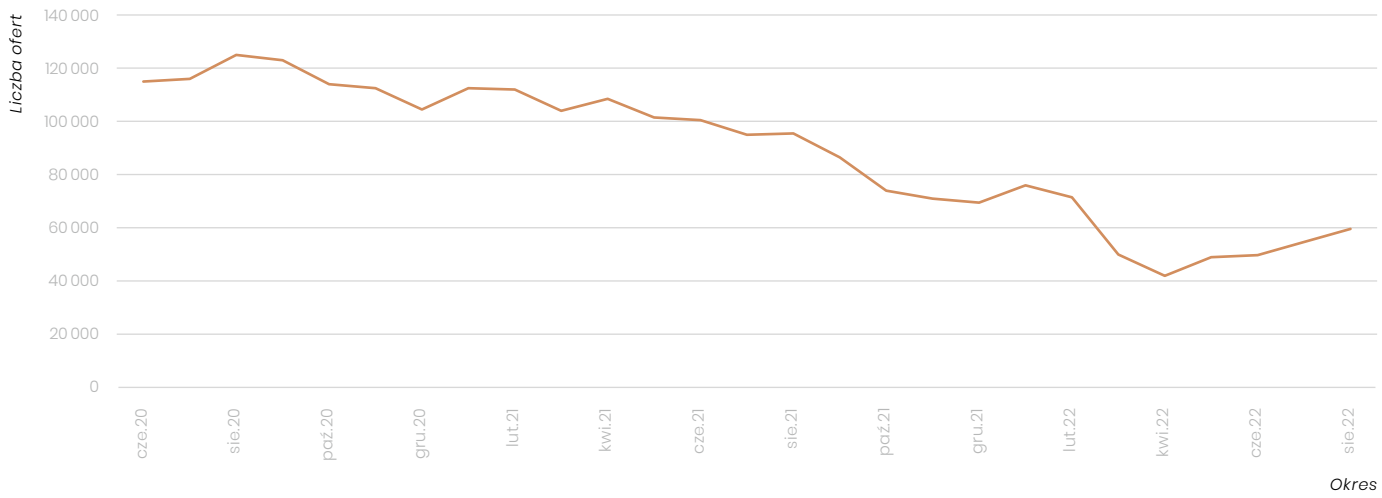


na Ukrainę. Nie bez znaczenia jest też fakt, że rodacy, którym banki odmawiają kredytów mieszkaniowych, nie mają często wyboru i swoje potrzeby mieszkaniowe zmuszeni są zaspokajać na rynku najmu. Już sam wzmożony popyt w normalnych warunkach przekładałby się na wyższe stawi za najem. Potęguje to jeszcze fakt, że właściciele mieszkań chcą przerzucać na najemców rosnące koszty utrzymania nieruchomości (pokłosie inflacji) lub wyższe raty kredytów mieszkaniowych (pokłosie podwyżek stóp procentowych).

W poszczególnych miastach sytuacja na rynku najmu wcale nie wygląda lepiej. Stawki czynszu są nawet o kilkadziesiąt procent wyższe niż przed rokiem, a liczba unikalnych ogłoszeń o chęci wynajęcia lokalu jest niepokojąco mała. Gdyby zsumować liczby dla 11 miast wojewódzkich, to okazałoby się, że w ramach unikalnych ogłoszeń na najemców czeka prawie 31 tysięcy mieszkań o łącznej liczbie pokoi na poziomie około 67 tysięcy[11]. Dla porównania w miastach tych studiuje ponad 900 tysięcy osób[12]. To sugeruje, że na jedną izbę przeznaczoną na wynajem przypada ponad 13 studentów. Jest to niepokojący wskaźnik, który w obliczu od lat utrzymującego się wysokiego wskaźnika przeludnienia mieszkań na wynajem[13] rodzi obawy o poziom czynszów i spadek standardu mieszkaniowego na rynku najmu w Polsce. Przy tym należy pamiętać, że to w sierpniu i wrześniu dochodzi do podpisania bardzo wielu umów najmu. Nowe ogłoszenia często przestają być aktualne w przeciągu godzin, a nie tylko dni. Dopiero dane na temat liczby unikalnych ofert pod koniec września dadzą nam obraz sytuacji i odpowiedź na pytanie, na ile popyt przerósł na tym rynku podaż.

Liczba unikalnych ofert mieszkań na wynajem w Polsce

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych Unirepo i olxdata.azurewebsites.net



Liczba unikalnych ofert i średnia cena ofertowa w miastach wojewódzkich

	1-pokojowe		2-pokojowe		3-pokojowe		4 lub więcej pokoi	
Miasto	**Liczba ofert**	**Śr. cena ofertowa**	**Liczba ofert**	**Śr. cena ofertowa**	**Liczba ofert**	**Śr. cena ofertowa**	**Liczba ofert**	**Śr. cena ofertowa**
Bydgoszcz	274	1 300 zł	480	1 800 zł	191	2 434 zł	69	3 519 zł
Gdańsk	475	2 258 zł	1473	2 884 zł	533	3 853 zł	109	5 351 zł
Katowice	427	1 406 zł	676	2 053 zł	290	2 745 zł	53	3 953 zł
Kraków	1057	1 908 zł	2247	2 618 zł	940	3 657 zł	246	6 006 zł
Lublin	236	1 659 zł	561	2 065 zł	308	2 445 zł	72	2 844 zł
Łódź	740	1 568 zł	1009	1 998 zł	374	2 648 zł	85	4 245 zł
Poznań	650	1 700 zł	1072	2 380 zł	487	2 917 zł	107	3 786 zł
Rzeszów	174	1 430 zł	435	1 852 zł	325	2 144 zł	43	3 378 zł
Szczecin	351	1 752 zł	628	2 330 zł	283	2 975 zł	76	4 218 zł
Warszawa	1715	2 253 zł	4940	3 273 zł	2690	4 988 zł	1260	7 877 zł
Wrocław	607	2 110 zł	1265	2 977 zł	547	3 784 zł	163	5 965 zł

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych Unirepo

Zahamowanie nowych inwestycji oznacza problemy za 2 lata

Niekorzystna sytuacja na rynku kredytów mieszkaniowych ogranicza też skalę nowych inwestycji, a więc oddala nas od celu jakim jest zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych w Polsce. Najnowsze dane sugerują, że w sierpniu deweloperzy rozpoczęli budowę o 63% mniejszej liczby mieszkań niż przed rokiem. Otrzymali oni też o 14% mniej pozwoleń na budowę[14]. Niestety wszystko wskazuje na to, że cała druga połowa 2022 roku upłynie nam pod znakiem wyraźnego spadku liczby budowanych mieszkań. Deweloperzy zaczynają mniej inwestycji, dostosowując ofertę do zmieniającego się popytu, ale też sami mają problem ze zdobyciem finansowania, a do tego bardzo negatywnie doświadczyły ich ostatnie zawirowania na rynku materiałów budowlanych oraz wykonawstwa.

Po części deweloperzy ograniczają więc skalę prowadzonej działalności, aby bronić swoich marż. Coraz częściej problemem staje się jednak dostęp do bankowego finansowania. Oprocentowanie na poziomie kilkunastu procent w skali roku i wymaganie posiadania wysokiego wkładu własnego powodują, że wielu deweloperów również ma problem ze zdobyciem finansowania na nowe projekty mieszkaniowe, co dodatkowo ogranicza nową podaż. To, że dziś rozpoczynanych będzie mniej budów oznacza niestety, że za 2 lata wyraźnie mniej mieszkań będzie oddawanych do użytkowania. Jeśli zgodnie z zapowiedziami będziemy wtedy mieli do czynienia z niższymi stopami procentowymi niż dziś, to może skutkować wzrostem cen mieszkań. Chodzi o to, że rosnący popyt może zderzyć się z ograniczoną ofertą nieruchomości na sprzedaż.

Tani kredyt może złagodzić problemy

Tym większy sens ma zaanonsowana przez Prezesa Jarosława Kaczyńskiego idea dofinansowania do tanich kredytów dla młodych. Podobne rozwiązania różnym skutkiem działały lub działają np. w USA, Japonii, Francji, na Jamajce czy Malcie. Choć zostało podkreślone, że wciąż nie możemy mówić o jakiejś konkretnej propozycji czy tym bardziej deklaracji, to bez wątpienia pomysł wprowadzenia w Polsce systemu kredytów mieszkaniowych o niskim oprocentowaniu jest wart głębszego rozważenia.

Bezwzględnie plusem takiego rozwiązania byłoby to, że młodzi mieliby możliwość zakupu własnego mieszkania w momencie, w którym koniunktura na rynku wyraźnie się pogorszyła, a więc też mogliby spokojnie podejmować decyzję o własnym „M" bez konieczności „ścigania się" z rosnącymi cenami czy liczną rzeszą innych kupujących. Narastający od kilku miesięcy spadek zdolności kredytowej nie tylko utrudnia realizację marzeń o pierwszym czy większym mieszkaniu. Zakręcone kurki z kredytami utrudniają przecież też sytuację na rynku najmu i dodatkowo ograniczają rozpoczynanie nowych inwestycji mieszkaniowych. Wprowadzenie programu preferencyjnych kredytów miałoby więc sens nie tylko społeczny, ale też wsparłoby sektor budownictwa mieszkaniowego, abyśmy nie zboczyli z drogi konsekwentnej walki o zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych w Polsce. Problem jest poważny, bo według naszych szacunków brakuje w Polsce wciąż około 2 milionów mieszkań.

Minusem ewentualnego programu dopłat do kredytów jest koszt tego rozwiązania – jeśli takich kredytów udzielanych byłoby po 50 tysięcy sztuk rocznie, to przy obecnych warunkach rynkowych i przeciętnej wartości długu na poziomie

co najmniej 300 tys. złotych, otrzymalibyśmy kwotę dopłat przekraczającą miliard złotych rocznie. Oczywiście w skali wydatków realizowanych przez budżet nie są to duże kwoty, ale i tak warto je optymalizować. Chodzi tu nie tylko o troskę o budżet państwa, ale też o to, aby rządowy program nie sprzyjał nadmiernie wzrostom cen nieruchomości.

Dofinansowanie ze wspólnej kasy byłoby przecież narastającym co roku obciążeniem dla budżetu państwa, bo coraz więcej kredytów z niskim oprocentowaniem wymagałoby dopłat. Do tego nie dałoby się sensownie oszacować wysokości tych kosztów w momencie budowania budżetu państwa. Koszt ten po prostu byłby zmienny i zależny od zmieniających się warunków rynkowych – dokładnie tak samo jak w przypadku działającego przed laty programu „Rodzina na Swoim". Ta zmienność kosztów, która była problemem dla Ministra Finansów, była też podawana jako powód zamiany mechanizmu programu „Rodzina na Swoim" na program bezpośrednich dopłat do kredytów w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych".

Jeśli jednak rządzący słusznie dojdą do wniosku, że należy wesprzeć nabywców relatywnie niedrogich, pierwszych mieszkań, oferując im tańsze kredyty, to nie należy zupełnie odrzucać dotychczasowych doświadczeń. Warto zastanowić się, czy programem tanich kredytów należy zastąpić obowiązujący, ale niedziałający program gwarancji kredytowych, czy raczej połączyć te idee.

W ocenie HRE Think Tank dobrym rozwiązaniem mogłoby być poszerzenie już uchwalonego programu kredytów bez wkładu własnego o rozwiązanie w postaci taniego kredytu.

To pozwoliłoby przezwyciężyć problem obniżonej zdolności kredytowej Polaków, który powoduje, że nie działa uchwalony w 2022 roku program rządowych gwarancji.

Dyskusyjny pozostaje jednak poziom preferencyjnego oprocentowania (zaproponowano 2%), który wydaje się szczególnie szczodry. Racjonalniejsze byłoby ograniczenie kosztów budżetowych i zaproponowanie trochę wyższego oprocentowania (np. nie więcej niż 3-5%), ale w połączeniu ze złagodzeniem zaleceń UKNF (obniżką buforu na podwyżki stóp procentowych) i dobrodziejstwami programu kredytów bez wkładu własnego. Ten jest bowiem dla budżetu znacznie tańszy niż dopłaty do kredytów. W ten sposób wydając te same pieniądze budżetowe, możliwe byłoby zaoferowanie preferencyjnych kredytów nawet kilka razy większej grupie osób.

Idea rządowego programu tanich kredytów, choć dziś jest na etapie wstępnie zaanonsowanego pomysłu, to wydaje się szczególnie potrzebna. Byłoby to rozwiązanie o charakterze antycyklicznym, które dziś mogłoby wesprzeć koniunkturę i podtrzymać aktywność w sektorze budownictwa mieszkaniowego, ale też ograniczyć ryzyko dynamicznych wzrostów cen w 2024 roku, gdy bez rządowej interwencji można spodziewać się zderzenia rosnącego popytu na mieszkania (konsekwencja obniżek stóp procentowych) z małą liczbą mieszkań oddawanych do użytkowania (następstwo spadku liczby rozpoczynanych obecnie inwestycji). W związku jednak z tym, że wejście w życie programu tanich kredytów jest wątpliwe, a implementacja tego rodzaju rozwiązania może okazać się czasochłonna, pominęliśmy ten aspekt w trakcie formułowania prognoz na najbliższe lata.

Kredytobiorcy nie muszą pozbywać się mieszkań

Dotychczas rządowej interwencji i pomocy w radzeniu sobie ze skutkami podwyżek stóp procentowych doczekali się natomiast posiadacze złotowych kredytów mieszkaniowych. Teoretycznie gwałtowny wzrost stóp procentowych mógł spowodować, że część właścicieli zmuszona byłaby sprzedać kupione mieszkania, o ile nie byliby w stanie regulować rat. Całe szczęście ryzyko to wydaje się zażegnane. Przede wszystkim jest to zasługa darmowych wakacji kredytowych. Przypomnijmy, że w ramach tego mechanizmu posiadacze złotowych kredytów mieszkaniowych w okresie od sierpnia 2022 roku do końca 2024 roku mogą poinformować banki, że nie będą płacić prawie połowy przypadających na ten okres rat (8 z 17). W zamian zupełnie bezpłatnie zobowiązania te są przenoszone na koniec okresu kredytowania.

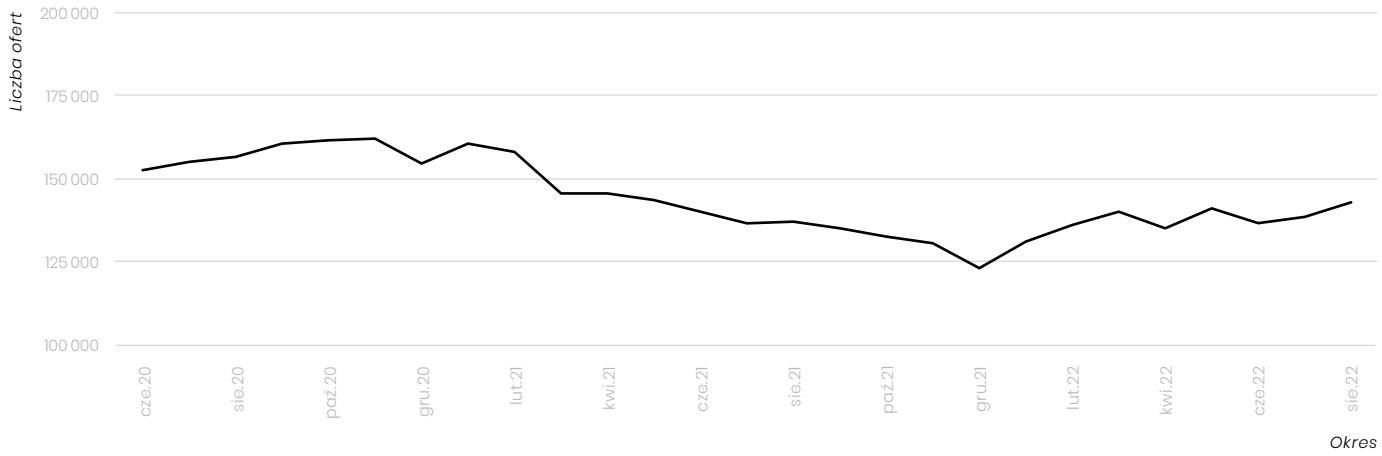
W ramach rządowego pakietu dla kredytobiorców podniesiono też budżet Funduszu Wsparcia Kredytobiorców. W momencie tworzenia tego raportu kredytobiorcy wciąż jeszcze czekają na rozporządzenie, które od 2023 roku spowodować ma zastąpienie stawki WIBOR (składnik większości kredytów mieszkaniowych) innym wskaźnikiem. Celem tego rozwiązania jest obniżenie oprocentowania złotowych kredytów mieszkaniowych. Największe szanse ma tu wskaźnik WIRD, którego notowania we wrześniu 2022 roku były niższe niż wspomnianego wcześniej WIBOR-u.

Ograniczona skłonność do sprzedaży mieszkań

Te wszystkie rozwiązania zebrane w pakiecie dla kredytobiorców odsuwają od nas ryzyko przymusowych decyzji o sprzedaży mieszkań przez część kredytobiorców, których najbardziej dotknęły konsekwencje podwyżek stóp procentowych. Jest to tylko jeden z czynników, który dziś ogranicza skłonność do sprzedaży mieszkań. Stan taki potwierdzają dane na temat liczby mieszkań wystawionych na sprzedaż.

Liczba unikalnych ofert mieszkań na sprzedaż

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych Unirepo



Dostępne informacje sugerują, że unikalnych ofert w ostatnim czasie nadmiernie nie przybyło. W obliczu wyraźnego spadku popytu należałoby się spodziewać wyraźnego wzrostu liczby ofert. Dane sugerują jednak, że nic takiego się nie stało[15], a więc zarówno kupujący, jak i sprzedający ograniczyli swoją aktywność.

Do sprzedaży mieszkań zniechęcać może też bezprecedensowa sytuacja na rynku najmu czyli rosnące stawki czynszów będące pokłosiem wykupienia oferty. W efekcie posiadane mieszkanie można dziś szybko i korzystnie wynająć. Przy szybko rosnących czynszach w ostatnim czasie wyraźnie wzrosła rentowność wynajmu.

Mieszkania uznawane są za sposób na inflację

Pozbycie się posiadanego lokum jest też dla wielu osób nieatrakcyjnym pomysłem w obliczu dwucyfrowej inflacji. Trudno się temu dziwić.

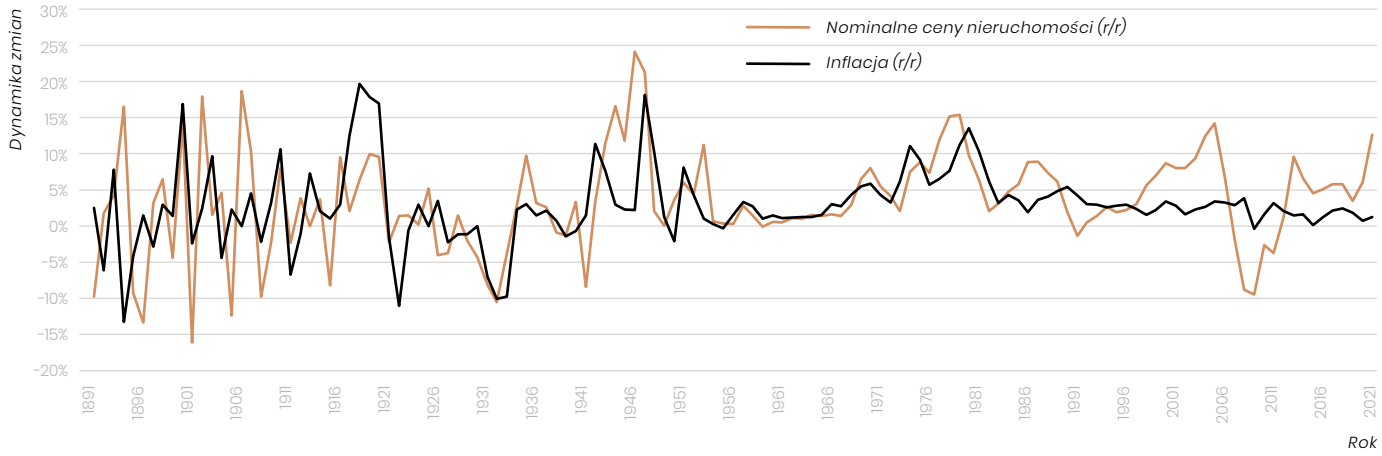
> Historia pokazuje, że okresy wzmożonej inflacji są często momentem, w którym ceny nieruchomości rosną, chroniąc w ten sposób zainwestowany w nie kapitał.

Potwierdzają to dane z rynku amerykańskiego z ostatnich 130 lat, które wyraźnie pokazują korelację pomiędzy zmianami cen nieruchomości i inflacją. Nawet więcej – w dłuższym terminie ceny nieruchomości zwykły rosnąć z przeciętną roczną dynamiką o 1-2 pkt. proc. wyższą niż ceny dóbr i usług (inflacja).

Wzrost cen dóbr i usług (inflacja) ma bowiem zupełnie przeciwne działanie niż zmiany poziomu stóp procentowych. Ten pierwszy sprzyja wzrostom cen mieszkań, te drugie je ograniczają.

Zmiany cen domów i dynamika inflacji w USA w latach 1891-2021

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych S&P/CoreLogic/Case-Shiller, BLS, Warren&Pearson, Grebler, Five-CityMedian, PHCPI



Dane za ostatnie lata sugerują, że w Polsce wzrost poziomu podstawowej stopy procentowej o 1 pkt. proc. powoduje spadek dynamiki wzrostu cen mieszkań o około 2,5-3 pkt. proc. w skali roku.

Zważywszy na fakt, że w drugim kwartale 2022 roku mieszkania w dużych miastach drożały przeciętnie o ponad 15%, to teoretycznie wzrost podstawowej stopy procentowej do poziomu 5-7% spowodowałby, że nieruchomości przestałyby drożeć.

Byłoby tak jednak w świecie, w którym przy okazji nie mielibyśmy do czynienia z galopującą inflacją. Ta w sierpniu 2022 roku wg wstępnych wyliczeń przekroczyła poziom 16%[16]. Prognozy sugerują, że w całym 2022 roku inflacja wyniesie około 14%, a w 2023 roku będzie to ponad 12%[17].

Historia uczy nas, że poziom inflacji ma wpływ na to, jak zmieniają się ceny mieszkań. Po części może wynikać to z faktu, że w otoczeniu wysokiej inflacji rosnąć powinny też koszty budowy, które są związane z cenami transakcyjnymi.

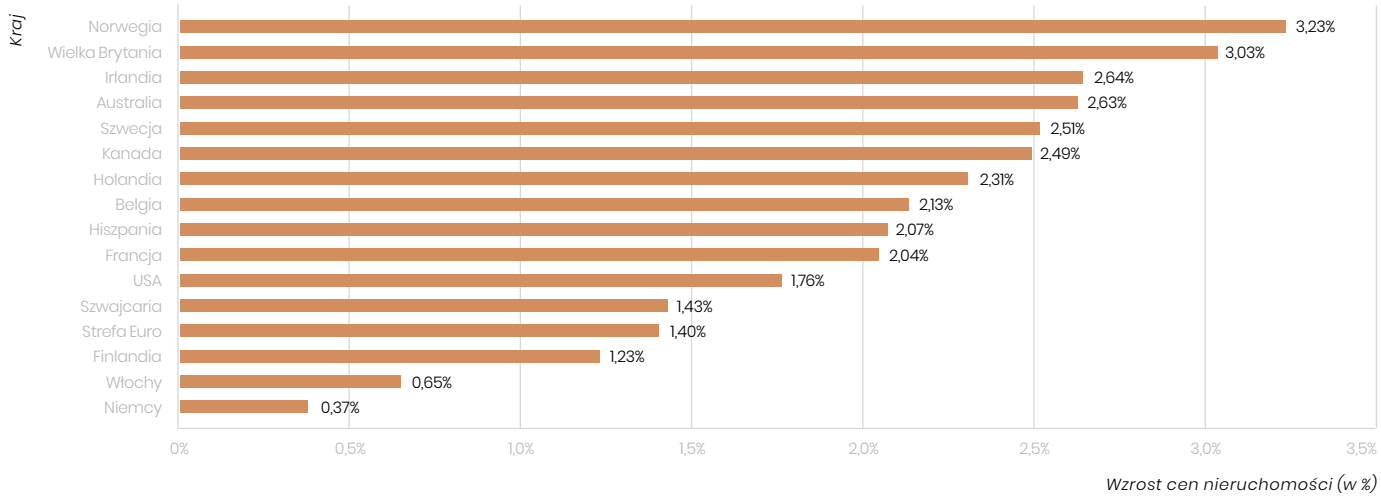
Ponadto nieruchomości są uznawane za bezpieczną przystań dla kapitału i naturalną tarczę przed inflacją. Efekt jest taki, że w ostatnich latach każdy dodatkowy punkt procentowy inflacji przekładał się przeciętnie na około 1,5 pkt. proc. dynamiki wzrostu cen mieszkań.

Lokaty na dłuższą metę nie są w stanie konkurować z mieszkaniami

W dłuższym terminie wzrost cen nieruchomości powyżej inflacji potwierdzają też dane z rynków rozwiniętych (Australii, Belgii, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Irlandii, Kanady, Niemiec, Norwegii, Szwajcarii, Szwecji, USA, Wielkiej

Średnioroczne realne wzrosty cen nieruchomości w latach 1975-2021 (w % ponad inflację)

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych BIS



Brytanii czy Włoch)[18], ale mechanizm ten na przestrzeni ostatnich lat można było zaobserwować również w Polsce. Niestety dane o naszym rynku mają znacznie krótszą historię.

Gdyby jednak ktoś w latach 2007-2021 inwestował w nieruchomości, akcje największych giełdowych spółek, obligacje lub lokaty, to najwyższą stopę zwrotu (128% nominalnie i 56% po uwzględnieniu inflacji) osiągnąłby inwestując w mieszkanie na wynajem w Warszawie. I wynik ten został osiągnięty pomimo wzięcia za punkt startowy momentu, w którym ceny mieszkań były niemal realnie najwyższe w historii.

Na tym tle 10-letnie obligacje skarbowe pozwoliły zrealizować realny zysk na przyzwoitym poziomie 33%, lokaty jedynie zachowały realną siłę nabywczą kapitału, a akcje największych spółek przyniosły po uwzględnieniu inflacji stratę na poziomie prawie 50%. Przy czym należy dodać, że w 2007 roku detaliczne papiery skarbowe były sprzedawane na znacznie lepszych warunkach niż obecnie, a lokaty w badanym okresie były przyzwoicie oprocentowane – szczególnie jeszcze przed wprowadzeniem podatku bankowego.

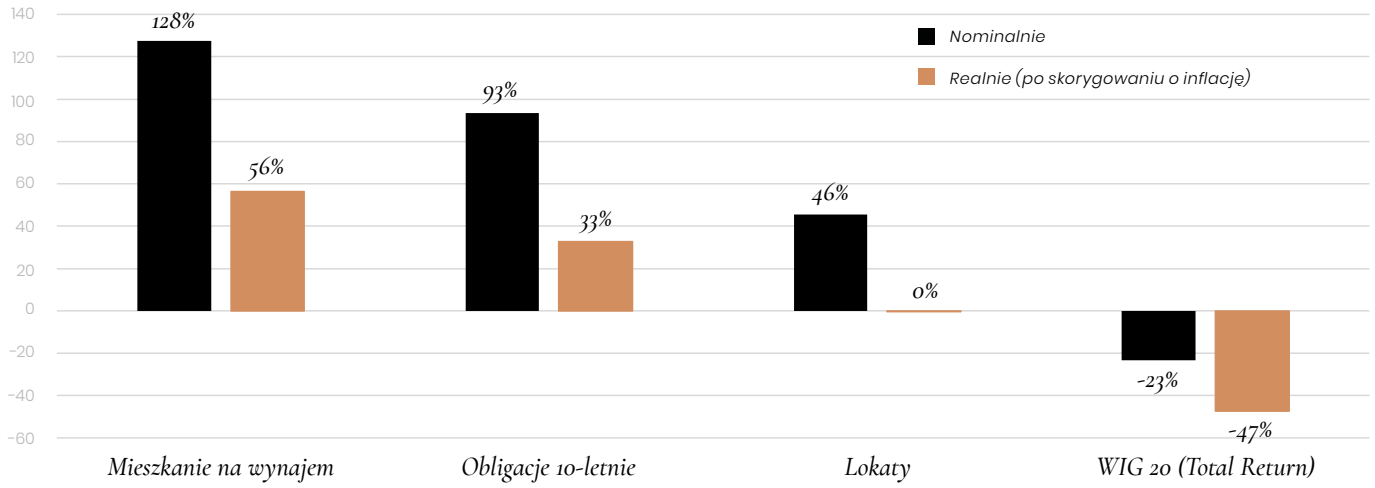
8 lat strat na lokatach

Niestety od wprowadzenia wspomnianej daniny niemal bez przerwy mamy do czynienia z bardzo słabymi realnymi wynikami lokowania pieniędzy w bankach. Już bowiem przeciętne, roczne lokaty zakładane na przełomie lat 2015/2016 przynosiły realną stratę. Stan ten trwa do dziś. Nawet więcej – kończące się dziś roczne lokaty dają najwyższe realne straty od co najmniej kilkunastu lat (za ten okres mamy dokładne, rzetelne dane na temat depozytów gospodarstw domowych).

Ile można było zarobić przez 15 lat, inwestując w różne aktywa?

(łączna stopa zwrotu po opodatkowaniu)

Szacunki HRE Investments na podstawie danych NBP, MF, stooq.pl z uwzględnieniem opodatkowania, a w przypadku mieszkania w Warszawie także kosztów transakcyjnych i przychodów z wynajmu z uwzględnieniem, że przez miesiąc w roku mieszkanie stoi puste.

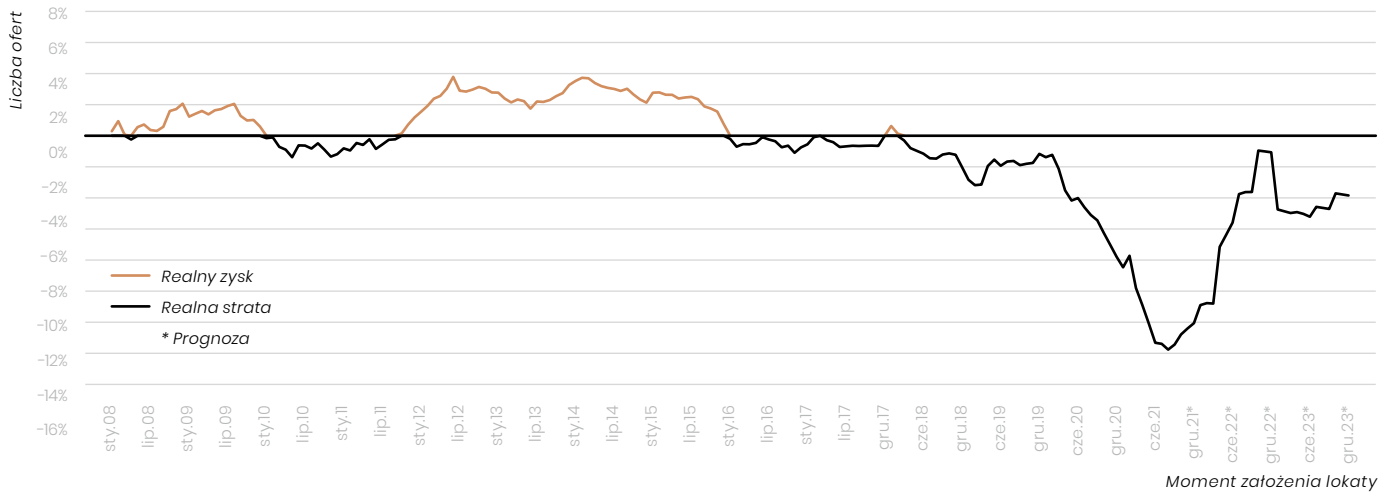


Z dzisiejszej perspektywy może już to powoli zaskakiwać, ale w sierpniu 2021 roku banki wciąż proponowały nam odsetki na przeciętnym poziomie 0,13%[19]. Dziś odbierając z banków pieniądze z takich depozytów otrzymuje się środki, za które można kupić znacznie mniej niż rok temu. Winne są tu nie tylko skromne oprocentowanie depozytów, ale też inflacja. Spójrzmy na szczegóły. Najnowszy odczyt inflacji (wstępny za sierpień) sugeruje, że ceny dóbr i usług kupowanych przez Polaków wzrosły w ciągu roku przeciętnie aż o 16,1%. To znaczy, że w okresie trwania lokat oprocentowanych na 0,13% (minus podatek) ceny w sklepach rosły ponad sto dwadzieścia razy szybciej niż banki dopisywały odsetki do oszczędności. Efekt tego jest taki, że jeśli w sierpniu 2021 roku powierzyliśmy bankowi 10 000 złotych na rok, to po wyjęciu tych pieniędzy mogliśmy za nie nabyć tylko tyle, co za około 8 620 złotych w dniu zakładania depozytu. Realna strata z rocznej inwestycji wyniesie w tym wypadku około 1 380 złotych. To najgorszy wynik od co najmniej 17 lat, czyli od kiedy dostępne są stosowne dane.

A gdyby i tego było mało, nic nie wskazuje, aby sytuacja miała się szybko odwrócić. Tak przynajmniej sugerują dostępne dziś prognozy. Wynika z nich, że realne straty będą problemem jeszcze w przypadku depozytów zakładanych w 2023 roku, które zapadać będą w roku kolejnym. Jedynym pocieszeniem jest to, że osoby, które zakładają lokaty dziś, mają szansę zanotować znacznie mniejszą realną stratę niż ci, którym lokaty kończyły się w trzecim kwartale 2022 roku. Najnowsze dane (za lipiec 2022 r.) sugerują bowiem, że przeciętne oprocentowanie rocznej lokaty wzrosło do około 5,1%. Najlepsze promocyjne depozyty bankowe przy spełnieniu dodatkowych wymagań pozwalają ponadto zarobić nawet ponad 7% w skali roku. Jeśli więc zgodnie z przewidywaniami inflacja będzie w kolejnych kwartałach wytracała swój impet, to realne straty na lokatach zakładanych w drugiej połowie 2022 roku nie powinny przekroczyć kilku procent. Niestety z dostępnych obecnie danych i projekcji (przy założeniu utrzymania tarczy antyinflacyjnej do końca 2023 roku) wyłania się

Realne wyniki posiadaczy rocznych lokat po uwzględnieniu podatku i inflacji (w %)

Szacunki HRE Investments na podstawie danych i prognoz NBP, patria.cz i GUS



mało optymistyczna prognoza dla oszczędzających. Wszystko wskazuje bowiem na to, że przeciętne roczne lokaty zakładane w latach 2022-2023 wciąż nie pozwolą uchronić siły nabywczej kapitału przed inflacją.

Wysokie oprocentowanie depozytów będzie trudne do utrzymania

Wiele wskazuje też na to, że banki mogą przestać aż tak walczyć o względy oszczędzających. Po części wynika to z faktu, że instytucje te sprzedają mniej kredytów, a więc potrzebują też mniej depozytów na finansowanie akcji kredytowej. Do tego na banki nałożonych zostało szereg dodatkowych kosztów (np. darmowych wakacji kredytowych, składki na fundusz wsparcia kredytobiorców czy dodatkowy fundusz wzmacniający odporność sektora). Koszty te chociaż w niewielkim stopniu mogą dotknąć deponentów w postaci niższego oprocentowania lokat i rachunków oszczędnościowych.

Ponadto prognozy i zapowiedzi sugerują, że ku końcowi ma się cykl podwyżek stóp procentowych. Ten dotychczas sprzyjał rosnącemu oprocentowaniu lokat. Gdy RPP przestanie podnosić stopy procentowe, to i banki stracą kolejny powód, dla którego w ostatnich miesiącach podnosiły oprocentowanie lokat i rachunków oszczędnościowych.

Trzeba mieć świadomość, że sytuacja na rynku depozytowym ma wpływ na koniunkturę w sektorze mieszkaniowym. Chodzi o to, że ktoś, kto rozważa zakup mieszkania na wynajem, może porównywać rentowność wynajmu (dziś szacowaną na 6-7% brutto, czyli około 5% netto) do oprocentowania lokat i rachunków oszczędnościowych. Te są dziś przeciętnie oprocentowane na 5-6% (4-5% po opodatkowaniu), choć najlepsze promocyjne oferty potrafią kusić stopą zwrotu na poziomie nawet ponad 7% w skali roku (5,5-6% po opodatkowaniu). To w oczywisty sposób może ograniczać skłonność do inwestowania w mieszkania na wynajem wśród bardziej zachowawczych inwestorów.

Przy tym specyfika mieszkań na wynajem i lokat jest zupełnie odmienna. Te drugie są zupełnie bezobsługowe i pozwalają zarabiać jedynie na odsetkach, z których 19% należy oddać fiskusowi. W przypadku mieszkań kosztem wyższego ryzyka i dodatkowego wysiłku związanego z organizacją wynajmu mamy możliwość zarabiania nie tylko na przychodach z czynszu (podatek w formie ryczałtu o stawce 8,5%), ale też na potencjalnym wzroście wartości nieruchomości (po 5 latach brak podatku). Ten ostatni jest tym pewniejszy, im dłuższy jest nasz horyzont inwestycyjny. Jak już wcześniej wspomniano historia rozwiniętych rynków uczy nas, że w dłuższym terminie sama strategia zakupu i trzymania mieszkania powinna dać zarobić realnie 1-2 pkt. proc. rocznie (ponad inflację).

Promocja na mieszkania w Polsce dla zagranicznych funduszy

W kontekście mniejszej liczby zawieranych transakcji sprzedaży mieszkań i dużego ruchu na rynku najmu nie możemy zapominać o aktywnych w Polsce funduszach inwestycyjnych. Otoczenie sprzyja bowiem jeszcze mocniejszemu wejściu tych podmiotów „nad Wisłę". Już w 2021 roku kapitał, który pompowały one na rodzimy rynek deweloperski odpowiadał wartości nawet około 20-30% zakupów realizowanych w biurach sprzedaży deweloperów w 7 głównych miastach. Skalę zawieranych dziś umów skutecznie ogranicza niepewność i rosnące koszty budów, które powodują, że pakietowa sprzedaż mieszkań jest dla deweloperów nadmiernym ryzykiem. Firmy te nie mogą wtedy podnosić

cen sprzedaży kolejnych lokali w odpowiedzi na rosnące koszty budów. W efekcie deweloperzy mogą być skłonni do sprzedaży pakietowej na późniejszym etapie realizacji projektu, a nawet dopiero po jego komercjalizacji (wynajęciu).

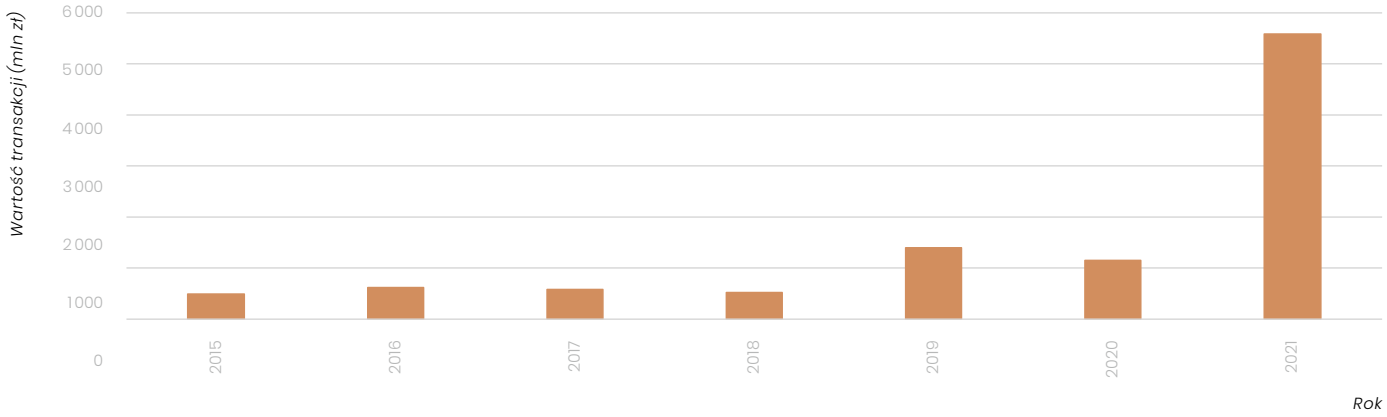
Z drugiej strony na rzecz funduszy inwestycyjnych działają dziś dwie bardzo dynamiczne zmiany – wzrost poziomu czynszów o 20-30% oraz spadek kursu złotego. Z punktu widzenia funduszu, który ma do zainwestowania kapitał denominowany w amerykańskiej walucie, nieruchomości w Polsce staniały o około 20%. Dlaczego? Jeśli za dolara we wrześniu 2021 roku trzeba było zapłacić około 3,8 złote, a na początku września 2022 roku 4,75 złote, to na blok mieszkalny wart 50 milionów złotych przed rokiem fundusz musiał wydać równowartość 13,2 mln dolarów, a przy wyższym kursie walutowym jest to już trochę ponad 10,5 mln dolarów. Koszt zakupu nieruchomości z punktu widzenia zagranicznego funduszu jest więc o 20% niższy, co z nawiązką niweluje podwyżki cen mieszkań, z którymi mieliśmy do czynienia w trakcie ostatnich miesięcy.

To jednak nie wszystko, z czego cieszyć się może fundusz inwestycyjny. Przez ostatnich 12 miesięcy czynsze najmu w Polsce wzrosły bowiem o około 20-30%. Jeśli więc rok temu fundusz inwestycyjny polował na nieruchomości dające 5% rentowności w skali roku, to dziś ta sama nieruchomość pozwoli czerpać zyski z najmu na poziomie 6,25% w skali roku. Wartość ta może wzrosnąć, jeśli już po dokonaniu inwestycji przez fundusz kurs złotego umocni się wobec dolara, chociaż zupełnie nie można też wykluczyć deprecjacji rodzimej waluty. Z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych ostatnie zmiany podniosły atrakcyjność inwestycji w mieszkania na wynajem w Polsce. Po chwilowym wstrzymywaniu się z decyzjami w tym obszarze może więc dojść do kolejnych dużych transakcji.

Ma to niestety też swoje złe strony. Konsekwencje nadmiernego i nieucywilizowanego zaangażowania funduszy inwestycyjnych na rynku mieszkaniowym pokazują nam chociażby przykłady Berlina czy Amsterdamu, gdzie doszło do wzrostu cen mieszkań, stawek czynszów i spadku liczby nowych inwestycji

Wartość transakcji na rynku PRS w Polsce (w mln zł)

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych JLL i informacji prasowych o ogłoszonych transakcjach na rynku PRS w Polsce



mieszkaniowych. Więcej na ten temat pisaliśmy w raporcie HRE Think Tank *Wpływ inwestycji instytucjonalnych na rynek mieszkaniowy. Rekomendacje dla Polski*. W naszej ocenie rząd powinien zadbać o to, aby inwestowany przez fundusze kapitał w miarę możliwości prowadził nie do wzrostu cen nieruchomości, ale do zasypywania deficytu mieszkaniowego, który można dziś szacować na 1,5 – 2 milionów lokali.

---

1) *Dane rynekpierwotny.pl*
2) *Dane BIK*
3) *Dane GUS*
4) *Dane GUS*
5) *Dane Eurostatu*
6) *Dane PSB*
7) *Dane GUS*
8) *Dane NBP (indeks hedoniczny)*
9) *Szacunki NBP*
10) *Dane Unirepo*
11) *Szacunki na podstawie danych Unirepo*
12) *Dane GUS*
13) *Dane Eurostat*
14) *Dane GUS*
15) *Dane Unirepo*
16) *Dane GUS*
17) *Projekcja NBP*
18) *Dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych za lata 1975-2021*
19) *Dane NBP*

Indeks HRE: aneks metodologiczny

Czym jest Indeks HRE Think Tank?

Indeks HRE to jeden wskaźnik, który w sposób syntetyczny pokazuje kondycję polskiego sektora mieszkaniowego. Aby obliczyć jego finalną wartość, musimy najpierw poznać dane m.in. na temat cen, wynagrodzeń, inflacji, PKB czy skali akcji kredytowej i tego jak dużo mieszkań jest w Polsce budowanych. Te dane poddajemy statystycznej obróbce i obliczamy najpierw wartości tzw. subindeksów. Te pokazują nam w sposób syntetyczny warunki, które panują w czterech kluczowych dla mieszkaniówki obszarach:

1) Cen mieszkań (badamy tu 7 wskaźników). Zwracamy uwagę na zmiany cen mieszkań, ale nie te nominalne, tylko uwzględniające zmianę poziomu cen w gospodarce. Powód jest prosty – z czasem kwota 5 czy 10 tysięcy złotych, za które można było kupić metr mieszkania, ma coraz mniejszą siłę nabywczą. To znaczy, że w sklepie możemy za nią kupić mniej. Sprawdzamy więc, jak realnie (a nie nominalnie) zmieniają się ceny mieszkań i czy wcześniej w historii mieliśmy już do czynienia z podobną dynamiką zmian. Ważne jest bowiem nie tylko to, ile w danym momencie za mieszkanie trzeba zapłacić, ale też to, czy ta cena szybko rośnie czy nie i czy wcześniej w historii mieliśmy już do czynienia z tak szybkimi zmianami cen, a tym bardziej jakie były następstwa takich, a nie innych zmian. Sprawdzamy tu też, jak ceny zmieniają się na tle rosnącej gospodarki naszego kraju oraz to, czy ceny są atrakcyjne z punktu widzenia inwestorów. Ci patrzą bowiem na rynek z trochę innej pespektywy niż przeciętny nabywca. Dla inwestora mniej ważne jest często to, ile zapłacić

trzeba za metr kwadratowy, a za to kluczowa jest rentowność inwestycji, czyli jaką część wartości nieruchomości można w ciągu roku zainkasować dzięki jej wynajmowaniu. Stworzyliśmy też model, dzięki któremu kontrolujemy bieżące odchylenie cen nowych mieszkań od długoterminowego poziomu równowagi. Dopiero te wszystkie elementy pozwalają nam na ocenę sytuacji w obszarze cen mieszkań i wskazanie, czy obserwujemy tu jakieś niepokojące zjawiska czy nie.

2) Budownictwa mieszkaniowego (badamy tu 8 wskaźników). Do oceny sytuacji w tym obszarze wykorzystujemy informacje na temat tego, jak dużo mieszkań buduje się w Polsce. Przyglądamy się danym na temat wydawanych pozwoleń, rozpoczynanych budów czy mieszkań oddanych do użytkowania. Ale to nie wszystko. Badamy też, ile mieszkań jest obecnie w budowie. Interesują nas tu przede wszystkim dokonania deweloperów, a nie dane na temat całego rynku. Powód jest prosty – oficjalne statystyki są „zaśmiecone" tysiącami budów trwających w nieskończoność – prowadzonych jedynie na papierze. Deweloperska „produkcja w toku" jest jednym z najważniejszych barometrów koniunktury w budownictwie mieszkaniowym. Sprawdzamy przy tym, jak świeże dane mają się do historii – czy np. dziś urzędy wydają relatywnie więcej, czy mniej decyzji pozwalających budować w Polsce mieszkania lub domy. Na tym jednak nie poprzestajemy. Ocenę kondycji sektora budownictwa mieszkaniowego wzmocniliśmy też o kontrolę kosztów budowy. Bierzemy przy tym pod uwagę zarówno koszty remontów istniejących nieruchomości, jak i ceny robót, czy łączne koszty odtworzenia związane z prowadzeniem nowych inwestycji mieszkaniowych. Założenie jest proste – w momencie, w którym koszty budowy szybko rosną, może to sygnalizować narastanie napięć na rynku budowlanym – szczególnie, gdy połączone jest to z niedoborami pracowników lub materiałów.

3) Kondycji gospodarstw domowych (badamy tu 5 wskaźników). Tu szczególnie patrzymy na to, jak ceny mieszkań zmieniają się na tle wynagrodzeń Polaków. Jest to o tyle ważne, że oderwanie się cen mieszkań od pensji stanowi bardzo ważną przesłankę podkopywania fundamentów rynku mieszkaniowego i tworzenia się na nim bańki spekulacyjnej. Badamy też to, jak duża część majątku Polaków jest finansowana kredytami mieszkaniowymi. Chodzi o to, że majątek przeciętnego Kowalskiego w przeważającej mierze jest zaklęty w „czterech ścianach". Sprawdzamy więc, na ile jest to zasługa pracy i oszczędności obywatela, a na ile marzenie o własnym domu jest finansowane kredytem. Jeśli kredytów byłoby zbyt dużo, to znaczyłoby, że rynek mieszkaniowy jest znacznie bardziej narażony na zawirowania związane z sytuacją na rynku pracy czy poziomem stóp procentowych. Nie zapominamy przy tym też o ocenie koniunktury dokonywanej przez samych obywateli. Polacy, którzy nie boją się o pracę, otrzymują solidne wynagrodzenie i z otwartą przyłbicą patrzą w przyszłość, są bardziej skłonni do zakupu nieruchomości. Ten optymizm jest w dużej mierze połączony z tym, ile Polacy zarabiają. Nie patrzymy przy tym jedynie na średnie wynagrodzenie, ale uwzględniamy też poziom zatrudnienia. Tym samym badamy, jak zmienia się cały fundusz płac, a więc ile pieniędzy faktycznie trafia do budżetów domowych rodaków. Jako element oceny kondycji gospodarstw domowych dodaliśmy też dane na temat tego, jak zmienia się popyt na kredyty mieszkaniowe. Wychodzimy tu z założenia, że tylko rodacy, którzy są pewni swego, są w stanie generować coraz większy popyt na hipoteki i odwrotnie.

4) Sektora bankowego (badamy tu 5 wskaźników). Przede wszystkim zwracamy tutaj uwagę na skalę nowej akcji kredytowej (hipoteki) – jej dynamikę i to jak rośnie łączne zadłużenie Polaków. W tym wypadku także patrzymy nie na war-

tości nominalne, ale realne, a więc takie uwzględniające utratę siły nabywczej w czasie (inflację). Zwracamy uwagę nie tylko na kwoty samego zadłużenia, ale też uwzględniamy, jak wartość ta ma się do PKB. W uproszczeniu chodzi o to, że wraz z tym jak gospodarka rośnie, a społeczeństwo się bogaci, stać nas na więcej kredytów mieszkaniowych. W związku z tym, że z biegiem lat przeciętny kredyt hipoteczny opiewa na coraz wyższą kwotę, postanowiliśmy badać nie tylko łączną wartość udzielonych kredytów, ale też liczbę udzielanych hipotek. W ramach badania sytuacji w sektorze bankowym sprawdzamy też, jak zmieniają się kryteria udzielania takich długów. Chodzi o to, czy banki ułatwiają dostęp do hipotek, czy może wręcz przeciwnie. Ważna jest dla nas przy tym dynamika tych zmian. Dopiero znając te wszystkie dane, jesteśmy w stanie ostrzegać np. przed zapaścią na ryku kredytowym lub wręcz przeciwnie – przed narastaniem baniek kredytowych, które stanowią duże zagrożenie dla stabilności sektora mieszkaniowego, a w skrajnym przypadku nawet całej gospodarki.

Znając już wyniki wszystkich tych czterech subindeksów, możemy w końcu obliczyć finalną wartość Indeksu Koniunktury na Rynku Nieruchomości HRE Think Tank. Nie jest to prosta średnia, ale średnia ważona. Powód jest prozaiczny. Każdy z obszarów badany z wykorzystaniem subindeksów ma inny wpływ na kondycję rynku mieszkaniowego w Polsce. O tym jak ważny jest każdy z tych obszarów zdecydował panel 15 naukowców oraz ekspertów związanych z rynkiem mieszkaniowym. To oni każdemu z obszarów nadali wagi. W efekcie uzyskujemy jeden wskaźnik, który w kompleksowy sposób pokazuje kondycję rodzimej mieszkaniówki. Sam indeks, jak i subindeksy mogą przyjąć wartość od 0 do 1.

Przy tym zarówno wartości zbyt niskie (0,15 i niżej), jak i zbyt wysokie (0,85 i wyżej) sugerują występowanie nierównowag – dotyczy to zarówno indeksu, jak i subindeksów. Podczas gdy wyniki wysokie sugerować mogą narastanie bańki spekulacyjnej (pierwszy próg ostrożnościowy na poziomie 0,85, drugi na poziomie 0,9 i trzeci 0,95), to wyniki niskie, sugerują zapaść na rynku mieszkaniowym (pierwszy próg ostrożnościowy 0,15, drugi na poziomie 0,1 i trzeci 0,05). Środkowa wartość (0,5) pokazuje za to sytuację neutralną. Gdy wskaźnik przyjmuje wartości wyższe, mamy do czynienia z dobrą koniunkturą, a poniżej wartości 0,5 możemy zaczynać mówić o dekoniunkturze.

Indeks koniunktury na rynku nieruchomości w II kwartale 2022 roku

Najważniejszym subindeksem dla kształtowania się indeksu rynku nieruchomości (IKRN) jest **subindeks cen nieruchomości** (IKRN_ceny). Zmienność subindeksu cen nieruchomości (IKRN_ceny) prezentowana jest na rysunku nr 1.

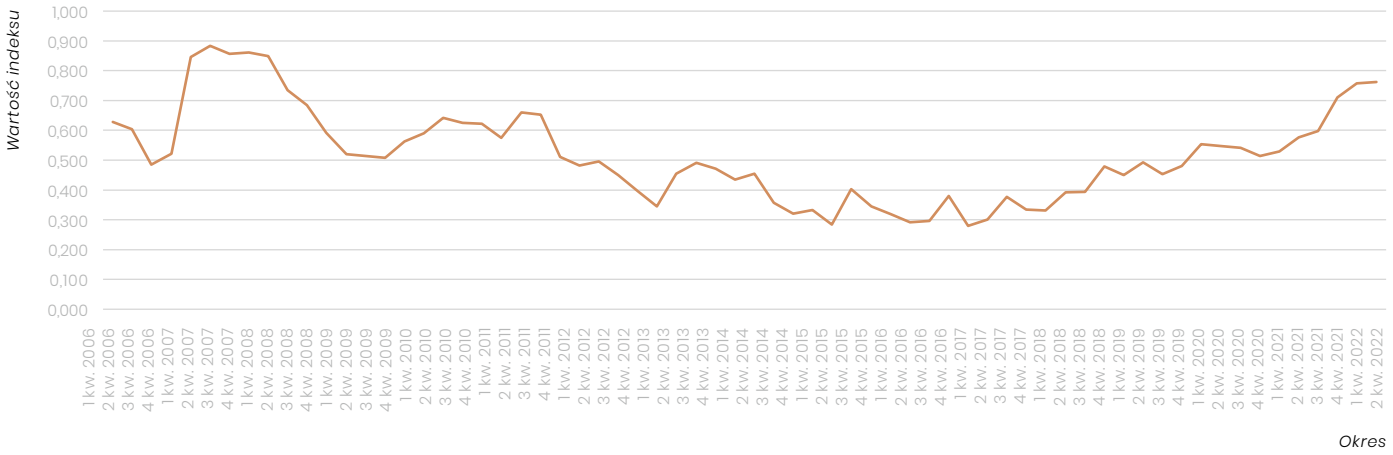
W II kwartale 2022 roku wzrost wartości subindeksu cen nieruchomości uległ znacznemu wyhamowaniu. Wskaźnik ten ukształtował się na poziomie **0,762** wobec 0,758 kwartał wcześniej. Nadal istotny wzrost subindeksu cen nieruchomości widoczny jest natomiast w ujęciu rocznym. W analogicznym okresie roku poprzedniego, tj. w II kw. 2021 roku analizowany subindeks kształtował się bowiem na poziomie 0,577.

Wyższa w porównaniu z I kw. 2022 roku wartość subindeksu cen nieruchomości wynikała przede wszystkim z dalszego wzrostu wskaźnika odnoszącego się do odchylenia cen nieruchomości na rynku pierwotnym od cen równowagi długookresowej. W II kw. 2022 r. wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,980 wobec 0,950 kwartał wcześniej.

Wzrost subindeksu cen nieruchomości determinowany był ponadto wyższymi wskaźnikami odzwierciedlającymi realny poziom cen nieruchomości, zarówno na rynku pierwotnym, jak i na rynku wtórnym. W przypadku rynku pierwotnego analizowany wskaźnik wzrósł z 0,970 w I kw. 2022 roku do 0,980

Rysunek 1.
Subindeks cen nieruchomości (IKRN_ceny) w latach 2006- II kw. 2022

Opracowanie HRE Think Tank



w II kw. br. Na rynku wtórnym wskaźnik ten ukształtował się natomiast na poziomie 0,990 wobec 0,980 kwartał wcześniej.

Ponadto w analizowanym okresie odnotowano wzrost wskaźnika odnoszącego się do relacji średnich cen na rynku pierwotnym i wtórnym do PKB. W II kw. 2022 roku wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,610, podczas gdy kwartał wcześniej kształtował się na poziomie 0,600.

Z drugiej strony wzrost subindeksu cen nieruchomości ograniczany był spadkiem wskaźników odnoszących się do rocznej realnej stopy wzrostu cen mieszkań na rynku pierwotnym oraz na rynku wtórnym. W przypadku rynku pierwotnego analizowany wskaźnik obniżył się z 0,920 w I kw. 2022 do 0,890 w II kw. br. Roczna realna stopa wzrostu cen mieszkań na rynku wtórnym mierzona zharmonizowanym indeksem hedonicznym wyniosła natomiast 0,730 wobec 0,760 kwartał wcześniej.

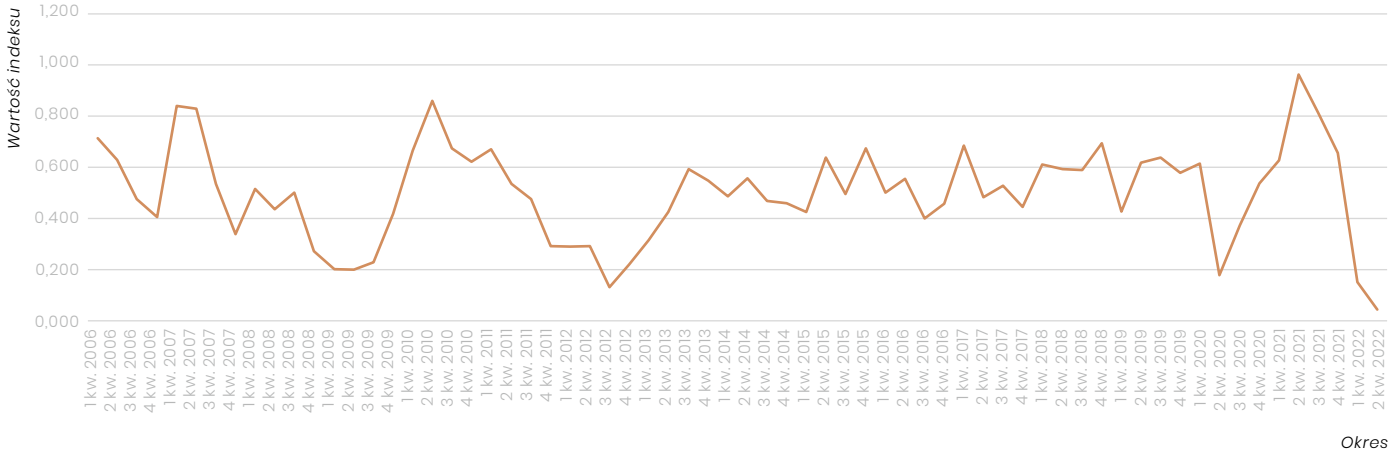
Drugim co do znaczenia subindeksem jest **subindeks sektora bankowego** (IKRN_banki). Zmienność omawianego subindeksu przedstawiono na rysunku nr 2.

W II kw. 2022 roku kontynuowany był istotny spadek wartości subindeksu sektora bankowego. Na koniec II kw. 2022 roku analizowany subindeks wyniósł **0,044** wobec 0,151 kwartał wcześniej oraz 0,963 w II kw. 2022 roku, tym samym osiągając historyczne minimum.

Spadek subindeksu sektora bankowego w II kw. 2022 roku determinowany był przede wszystkim istotnym spadkiem wskaźników odnoszących się do liczby i wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych. Wskaźnik odpowiadający stopie wzrostu liczby udzielonych kredytów mieszkaniowych obniżył się z 0,120 w I kw. 2022 roku do poziomu 0,0 w analizowanym kwartale. Podobnie wartość zerową osiągnął wskaźnik obrazujący roczną realną stopę wzrostu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych. Dla porównania w I kw. 2022 roku wskaźnik ten kształtował się na poziomie 0,190.

Rysunek 2.
Subindeks sektora bankowego (IKRN_banki) w latach 2006- II kw. 2022

Opracowanie HRE Think Tank



Spadkowi wskaźników odnoszących się do nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych towarzyszyła kontynuacja spadkowego trendu w zakresie wskaźnika obrazującego kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych przez banki. W II kw. 2022 roku odpowiedni wskaźnik wyrażony w percentylach wyniósł 0,070 podczas gdy kwartał wcześniej znajdował się na poziomie 0,210.

Ponadto w analizowanym okresie odnotowano spadek wskaźnika odnoszącego się do relacji zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych do PKB. Wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,300 wobec 0,320 kwartał wcześniej.

Nie zmienił się natomiast wskaźnik obrazujący roczną realną stopę wzrostu wolumenu zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych, utrzymując się w II kw. 2022 roku na historycznie niskim poziomie.

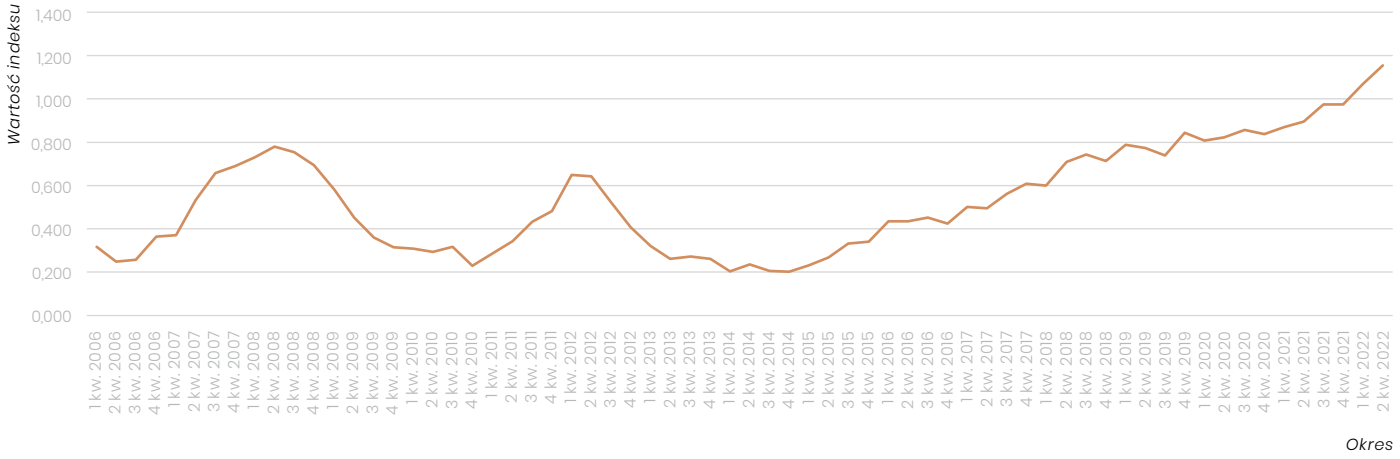
Trzecim co do znaczenia subindeksem jest **subindeks sektora budownictwa** (IKRN_bud). Zmienność analizowanego subindeksu prezentowana jest na rysunku nr 3.

W II kw. 2022 roku odnotowano natomiast dalszy wzrost subindeksu sektora budownictwa (IKRN_bud) w kierunku historycznych maksimów. Analizowany wskaźnik osiągnął poziom **1,155** (wobec 1,068 w I kwartale 2022).

Wzrost poziomu subindeksu budownictwa w II kw. 2022 roku wynikał przede wszystkim z wyższego poziomu wskaźnika cen usług utrzymania i naprawy mieszkań (wzrost z 1,280 w I kw. 2022 do 1,640 w II kw. 2022 roku). Dodatkowo w analizowanym okresie odnotowano wzrost wskaźnika odnoszącego się do poziomu cen materiałów do utrzymania i naprawy mieszkań z 0,890 w I kw. 2022 do 0,960 w II kw. 2022).

Rysunek 3.
Subindeks sektora budownictwa (IKRN_bud) w latach 2006-II kwartał 2022

Opracowanie HRE Think Tank



Na wzrost wartość analizowanego subindeksu oddziaływał ponadto wzrost wskaźnika odnoszącego się do cen wybranych obiektów budowlanych – z 1,110 w I kw. 2022 roku do 1,490 w II kw. 2022 roku.

W II kw. 2022 roku odnotowano również wzrost wskaźników obrazujących liczbę mieszkań pozostających w budowie, liczbę nowych pozwoleń na budowę mieszkań przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem oraz liczbę mieszkań oddanych do użytkowania. W okresie I kw. 2022 – II kw. 2022 wzrosty poszczególnych wskaźników kształtowały się następująco:

- Wskaźnik odnoszący się do liczby mieszkań pozostających w budowie wzrósł z 1,280 do 1,320.
- Wskaźnik odnoszący się do liczby nowych pozwoleń na budowę mieszkań przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem wzrósł z 1,090 do 1,170.
- Wskaźnik odnoszący się do liczby mieszkań oddanych do użytkowania wzrósł z 1,030 do 1,040.

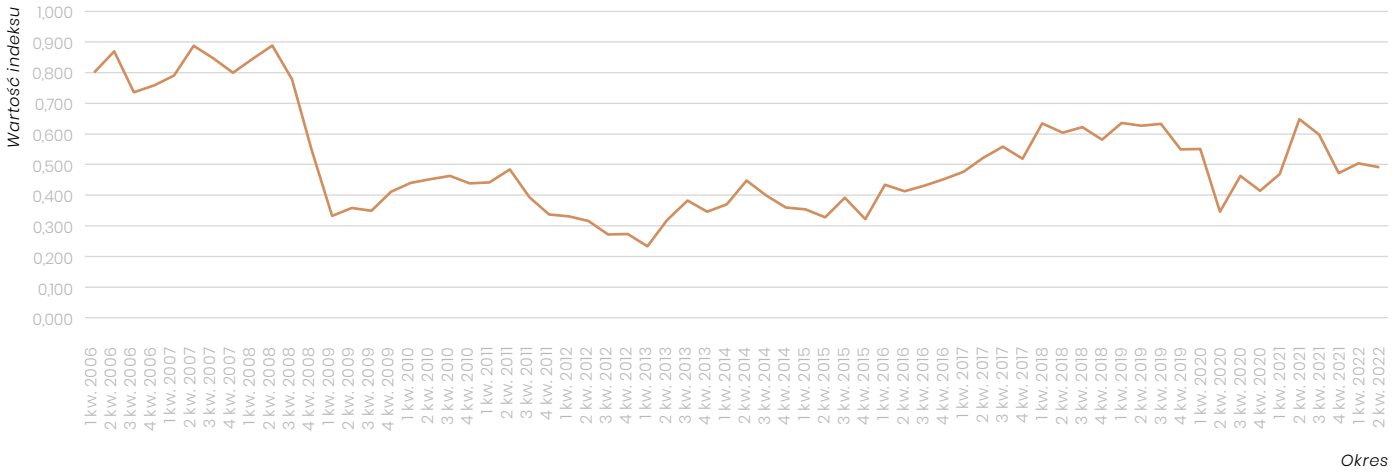
Wzrost subindeksu sektora budownictwa ograniczany był natomiast spadkiem wskaźnika liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto, liczonego jako 12-miesięczna suma krocząca (z 1,130 w I kw.2022 roku do 1,060 w II kw. br.).

Czwartym co do znaczenia (pod względem wagi) subindeksem jest **subindeks gospodarstw domowych** (IKRN_gosp). Zmienność analizowanego subindeksu prezentowana jest na rysunku nr 4.

W II kwartale 2022 roku odnotowano nieznaczny spadek subindeksu gospodarstw domowych. Wartość IKRN_gosp ukształtowała się na poziomie **0,492** wobec 0,504 kwartał wcześniej. Spadek analizowanego subindeksu odnotowa-

Rysunek 4.
Subindeks gospodarstw domowych (IKRN_gosp) w latach 2006-II kwartał 2022

Opracowanie HRE Think Tank



no także w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, kiedy to IKRN_gosp. wyniósł 0,648.

Spadek subindeksu gospodarstw domowych determinowany był niższym poziomem wskaźnika dotyczącego rocznej stopy wzrostu sumy realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,570 wobec 0,640 kwartał wcześniej.

Ograniczająco na obniżenie się analizowanego subindeksu wpływał natomiast nieznaczny wzrost wskaźnika odnoszącego się do poziomu relacji średnich cen na rynku mieszkaniowym do wynagrodzeń (z 0,580 do 0,590) oraz wskaźnika odnoszącego się do relacji aktywów gospodarstw domowych do zadłużenia z tytułu kredytów (z 0,850 do 0,860).

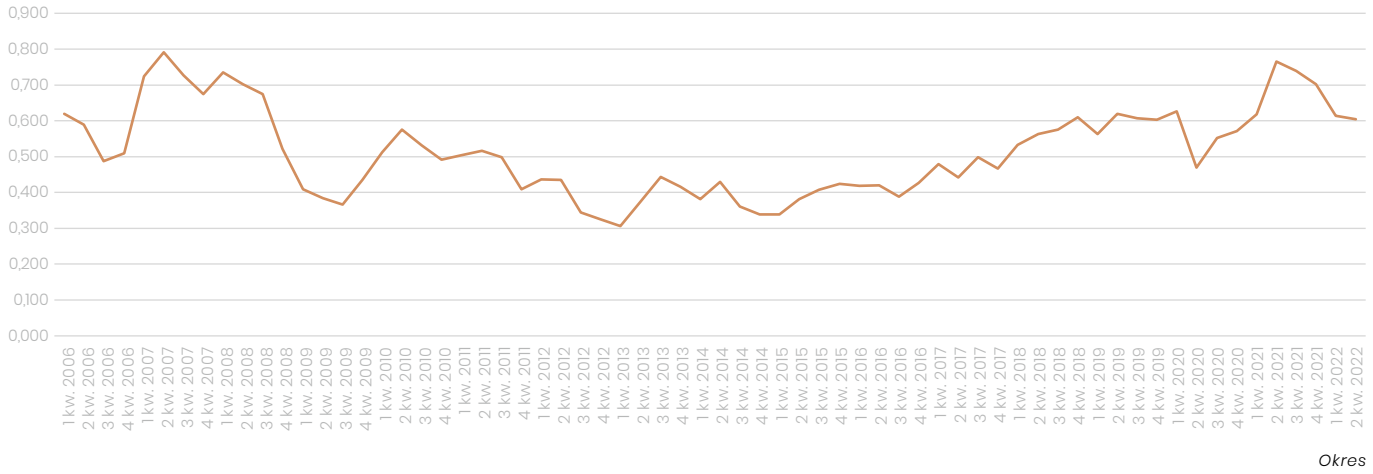
Pozostałe dwa wskaźniki wchodzące w skąd analizowanego subindeksu, tj. wskaźnik nastrojów konsumenckich mierzonych Bieżącym Wskaźnikiem Ufności Konsumenckiej oraz wskaźnik odnoszący się do popytu na kredyty mieszkaniowe kolejny kwartał z rzędu utrzymywały się na historycznym minimum.

Jak wspomniano wcześniej w niniejszym tekście, indeks końcowy koniunktury na rynku nieruchomości (IKRN) liczony jest jako średnia ważona subindeksów:

- cen nieruchomości (IKRN_ceny),
- sektora bankowego (IKRN_banki),
- gospodarstw domowych (IKRN_gosp) oraz
- sektora budownictwa (IKRN_bud).

Rysunek 5.
Indeks rynku nieruchomości (IKRN) w latach 2006- II kw. 2022

Opracowanie HRE Think Tank



Uwzględniając zmiany subindeksów oraz wagi nadane przez ekspertów, **indeks końcowy koniunktury na rynku nieruchomości** (IKRN) w II kwartale 2022 roku wyniósł **0,605** wobec 0,614 kwartał wcześniej. Dla porównania w analogicznym okresie roku poprzedniego (II kw. 2021) indeks końcowy kształtował się na poziomie 0,765. Zmienność IKRN w czasie przedstawiono na rysunku 5.

Nieznaczne obniżenie poziomu indeksu koniunktury na rynku nieruchomości determinowane było kwartalnym spadkiem dwóch spośród czterech subindeksów wchodzących w jego skład:

- subindeksu sektora bankowego (IKRN_banki) – z poziomu 0,151 w I kwartale 2022 do 0,044 w II kwartale 2022 roku;
- subindeksu gospodarstw domowych (IKRN_gosp) – z poziomu 0,504 w I kwartale 2022 do 0,492 w II kwartale 2022 roku,

Spadek wartości indeksu ograniczony był natomiast wzrostem:

- subindeksu cen nieruchomości (IKRN_ceny) – z poziomu 0,758 w I kwartale 2022 do 0,762 w II kwartale 2022 roku,
- subindeksu sektora budownictwa (IKRN_bud) – z poziomu 1,068 w I kwartale 2022 do 1,155 w II kwartale 2022 roku.

Tabela 1. Wartość Indeksu Koniunktury na Rynku Nieruchomości (IKRN) w II kwartale 2022 roku

	II kwartał 2021	**I kwartał 2022**	**II kwartał 2022**
Indeks koniunktury na rynku nieruchomości (IKRN)	**0,765**	**0,614**	**0,605**
IKRN_ceny	0,577	0,758	0,762
IKRN_banki	0,963	0,151	0,044
IKRN_gospodarstwa domowe	0,648	0,504	0,492
IKRN_sektor budownictwa	0,897	1,068	1,155

Opracowanie HRE Think Tank

Słowniczek

Subindeks IKRN_CENY

ceny.tran.pierw - numer percentyla w rozkładzie empirycznym realnych cen transakcyjnych rynku pierwotnego podzielone przez stałą równą sto

ceny.tran.wtorne - numer percentyla w rozkładzie empirycznym realnych cen transakcyjnych rynku wtórnego mierzonych zharmonizowanym indeksem hedonicznym podzielone przez stałą równą sto

ceny.sr2pkb - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika ilorazu średnich cen na rynku nieruchomości oraz PKB podzielone przez stałą równą sto

dyn.pierw - numer percentyla w rozkładzie empirycznym rocznej realnej stopy wzrostu cen mieszkań na rynku pierwotnym podzielone przez stałą równą sto

dyn.wtor - numer percentyla w rozkładzie empirycznym rocznej realnej stopy wzrostu cen mieszkań na rynku wtórnym mierzonych zharmonizowanym indeksem hedonicznym podzielone przez stałą równą sto

odw.premii.ryzyko - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika obrazującego odwrotność premii za ryzyko podzielone przez stałą równą sto

uhat - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika odchylenia cen nieruchomości na rynku pierwotnym od ceny równowagi długookresowej podzielone przez stałą równą sto

Subindeks IKRN_BANKI

NUKW.stopa - numer percentyla w rozkładzie empirycznym rocznej realnej stopy wzrostu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych podzielone przez stałą równą sto

WZKM.stopa - numer percentyla w rozkładzie empirycznym rocznej realnej stopy wzrostu wolumenu zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych podzielone przez stałą równą sto

zadl2pkb.perc - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika relacji zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w stosunku do PKB podzielone przez stałą równą sto

liczba.kredy.s.perc - numer percentyla w rozkładzie empirycznym stopy wzrostu liczby kredytów podzielone przez stałą równą sto

kryteria.kred.perc - numer percentyla w rozkładzie empirycznym zmiennej obrazującej kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych przez banki podzielone przez stałą równą sto

Subindeks IKRN_GOSPODARSTWA DOMOWE

bwuk - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika BWUK podzielone przez stałą równą sto

ceny2wynagr.perc - numer percentyla w rozkładzie empirycznym ilorazu średnich cen nieruchomości na rynku pierwotnym i wtórnym do przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia nominalnego brutto podzielone przez stałą równą sto

suma.wynagr.stopa - numer percentyla w rozkładzie empirycznym rocznej stopy wzrostu sumy realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw podzielone przez stałą równą sto

aktywa.fin.gosp.perc - numer percentyla w rozkładzie empirycznym ilorazu aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów i pożyczek udzielonych przez banki podzielone przez stałą równą sto

popyt.kredyty - numer percentyla w rozkładzie empirycznym zmiennej obrazującej popyt na kredyty mieszkaniowe podzielone przez stałą równą sto

Subindeks IKRN_BUDOWNICTWO

l.mieszk.rozp - numer percentyla w rozkładzie empirycznym liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto podzielone przez stałą równą sto

l.mieszk.w.bud - numer percentyla w rozkładzie empirycznym liczby mieszkań na sprzedaż i wynajem pozostających w budowie podzielone przez stałą równą sto

l.mieszk.oddanych - numer percentyla w rozkładzie empirycznym liczby mieszkań oddanych do użytkowania podzielone przez stałą równą sto

l.nowych.pozw - numer percentyla w rozkładzie empirycznym liczby pozwoleń wydanych na budowę mieszkań przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem podzielone przez stałą równą sto

hcpi.1 - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika cen materiałów do utrzymania i naprawy mieszkań podzielone przez stałą równą sto

hcpi.2 - numer percentyla w rozkładzie empirycznym wskaźnika cen usług utrzymania i naprawy mieszkań podzielone przez stałą równą sto

ceny.robot - numer percentyla w rozkładzie empirycznym cen wybranych obiektów budowlanych (tj. budynków i obiektów inżynierii lądowej i wodnej, w tym obiektów drogowych i mostowych) podzielone przez stałą równą sto

koszty.odtw - numer percentyla w rozkładzie empirycznym nakładów poniesionych przez inwestorów na budowę nowych budynków mieszkalnych (innych niż jednorodzinne i zbiorowego zamieszkania) w przeliczeniu na 1m2 powierzchni użytkowej budynku podzielone przez stałą równą sto

Heritage
Real Estate
Think Tank

Tel: +48 734 900 900, kontakt@heritagere.pl, www.heritagere.pl