

RYNEK NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

NOWE TRENDY



Cenatorium stale przetwarza i analizuje sygnały napływające z rynku. Wykonujemy różnorodne raporty, indeksy i analizy.

Dla większości naszych klientów najistotniejsza jest informacja o faktycznych, aktualnych cenach – w tym wycena konkretnych nieruchomości. Stanowi to również podstawę procesu hipotecznego, którego cyfryzacja jest jednym z filarów naszej działalności.

Wydarzenia ostatnich dwóch lat dobitnie uzmysławiają nam, że otaczająca nas rzeczywistość – w szczególności ta rynkowa – nie jest ani stabilna, ani niezmienna. Dlatego coraz bardziej palące stają się pytania o przyszłość rynku nieruchomości. Budowane teraz prognozy będą podstawą dalszej polityki banków, funduszy inwestycyjnych, deweloperów, publicznych instytucji odpowiedzialnych za mieszkalnictwo i całego otoczenia rynku.

Podobne prognozy budowane są od lat, w szczególności na bazie modeli ekonometrycznych, w oparciu o historyczne trendy i wskaźniki makroekonomiczne. Pierwszy okres pandemii pokazał, że takie modele – przynajmniej te nam znane – nie zadziałały, i chyba nikogo to nie dziwi. Całkowicie nowa sytuacja wywróciła znaną nam rzeczywistość do góry nogami.

W Cenatorium również pracujemy nad stworzeniem modelu, który zaprognozuje czego powinniśmy się spodziewać w kolejnych latach, ale jednocześnie mamy pełną świadomość, że na efekt składają się liczne czynniki, z których wielu nie da się ująć w tabelki, precyzyjnie przewidzieć, czy w ogóle skwantyfikować.

Dlatego oddajemy w Wasze ręce raport, zawierający przegląd najważniejszych trendów i zjawisk, z komentarzem naszych ekspertów i omówieniem prawdopodobnych scenariuszy. Proponuje on nowe, szersze spojrzenie na procesy definiujące rynek i porusza wątki, które nie są uwzględniane w innych znanych nam analizach. Jesteśmy pewni, że będzie pomocny dla wszystkich, którzy tak jak my próbują zrozumieć i przewidzieć kształt polskiego rynku nieruchomości w okresie nabierających tempa zmian.

Mateusz Chachulski i Grzegorz Ignaciuk

Zarząd Cenatorium

SPIS TREŚCI

I.	WSTĘP	3
II.	SCENARIUSZ NA ROK 2022 I KOLEJNE 3 LATA	5
III.	ANALIZA TRENDÓW CENOWYCH W POLSCE I W GŁÓWNYCH MIASTACH.....	11
IV.	POPYT I PODAŻ W KONTEKŚCIE LICZBY WYDAWANYCH POZWOLEŃ I REALNYCH STÓP PROCENTOWYCH (M3, INFLACJA I STOPY PROCENTOWE).....	24
V.	ANALIZA SYTUACJI W POLSCE NA TLE TRENDÓW NA INNYCH RYNKACH UE	36
VI.	WĘGRY JAKO PRZYKŁAD TRANSFORMACJI RYNKU NIERUCHOMOŚCI	40
VII.	CZY „REWOLUCJA FRANKOWA” DOPROWADZI DO KOLEJNEGO BOOMU NA RYNKU MIESZKANIOWYM NA SKALĘ LAT 2005-2007	48
VIII.	IMIGRACJA A RYNEK NIERUCHOMOŚCI	53
IX.	PODSUMOWANIE.....	57
X.	ANEKS	59

WSTĘP

Celem niniejszego raportu jest prognoza możliwych scenariuszy kształtowania się rynku nieruchomości w Polsce w najbliższych latach, zrealizowana na podstawie analizy ostatnich zmian na tym rynku, w kontekście wydarzeń i trendów obserwowanych zarówno w kraju, jak i w naszym globalnym otoczeniu, a w szczególności w innych krajach UE. Szczególnie skoncentrujemy się na tym, **co wydarzyło się na rynku węgierskim w ostatnich 20 latach**; nie jest przypadkiem, że Wing – wiodąca węgierska spółka działająca w sektorze nieruchomości – sfinalizowała zakup pakietu 56% akcji Echo Investment, a Cordia przejęła Polnord. Dodatkowo – niemiecki TAG, który buduje wyłącznie mieszkania na wynajem, podpisał w grudniu 2021 r. wstępną umowę zakupu 100% akcji Robyga.

Sądzymy, że fala pozwów o kredyty CHF (na koniec lipca 2021 r. w sądach było ponad 62.000 takich pozwów) wcześniej czy później może zostać rozstrzygnięta na korzyść kredytobiorców, a to, jeśli się wydarzy, powinno zaowocować kolejną falą zakupów na rynku nieruchomości i wzrostem cen. Dodatkowo obserwujemy program ugód, taki jak w PKO BP, z kwotą rezerw utworzoną przez bank na poczet tych ugód w wysokości PLN 6,7 mld. Kolejne banki, takie jak: **ING, Millenium, mBank czy BOŚ** dołączają się, uwzględniając że aktualna linia orzecznictwa sądów powszechnych jest dla nich coraz mniej korzystna. Naszym zdaniem ogólne korzyści dla kredytobiorców związane z masowym procesem zawierania ugód **przewyższą PLN 21 mld w ciągu maksymalnie 2 lat**. W prezentowanym scenariuszu zakładamy, że około 70% kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt w CHF, zgodzi się na ugodę z bankiem. Nie wiemy do końca jak zachowają się ci kredytodawcy, którzy skorzystają z ugód bankowych, ale zakładamy, że ci, którzy wygrają proces, będą mieli duży dylemat jak wykorzystać otrzymane środki. Okres oczekiwania na prawomocny wyrok wynosi obecnie 4-6 lat.

Jeśli spojrzeć na rynek węgierski w okresie ostatnich 20 lat, zmiany spowodowane przewalutowaniem kredytów w CHF rozpoczęte w 2005 r. odbiły się korzystnie na cenach węgierskich nieruchomości w późniejszych okresach i zaowocowały dużo wyższą dynamiką cen niż w Polsce. Według nas aktualnie najbardziej prawdopodobny scenariusz, jeśli chodzi o procesy sądowe, to ten opracowany przez KNF, który zakłada **zwrot wpłat rat kredytowych i odsetek do kredytobiorców. To by oznaczało, że kredytobiorcy mogliby liczyć na zwrot kwot w wysokości PLN 101,5 mld w okresie kolejnych 10 lat i to bez uwzględnienia kosztów odsetek karnych i różnic kursowych**. Przy założeniu, że tylko 30% kredytobiorców zdecyduje się na długotrwały proces sądowy i tak może to oznaczać **uzyskanie przez nich ponad PLN 45 mld i to w środkach pieniężnych** (już z uwzględnieniem odsetek karnych).

Jeszcze istotniejsze zmiany mają aktualnie miejsce w naszym otoczeniu makroekonomicznym związanym z najwyższą od 20 lat inflacją. Biorąc za przykład rynek nieruchomości w USA, ze względu na jego długą historię, możemy powiedzieć, że **w długim okresie (ponad 5 lat) nieruchomości zawsze dawały dobrą ochronę przed wysoką inflacją**. To nie znaczy, że ta ochrona jest idealna w takim sensie, że każdego roku wzrost cen nieruchomości jest wyższy niż inflacja w danym roku. Tym niemniej – w dłuższym okresie czas jest raczej sprzymierzeńcem właściciela nieruchomości.

Co dalej stanie się z tą ogromną pulą **oszczędności netto szacowanych na PLN 219 mld na koniec grudnia 2021 r.** zależy w głównej mierze od decyzji NBP i Rady Polityki Pieniężnej. Nie spodziewamy się, żeby realne stopy procentowe osiągnęły w najbliższym czasie poziom dodatni, co mogłoby skutkować odwrotem od nieruchomości i spadkiem cen. W sytuacji, gdy oprocentowanie osiągnie poziom 5%, część inwestorów może porzucić nieruchomości na rzecz oszczędności. Naszym zdaniem nie dotyczy to najzamożniejszych, ponieważ dla nich 5% wobec 9% inflacji nie będzie niczym atrakcyjnym.

Ostatnim istotnym aspektem jest rosnąca rola nieruchomości jako dobra inwestycyjnego. Jest to ważne w aspekcie **wejścia na rynek Polski inwestorów, którzy planują budować mieszkania wyłącznie na wynajem.** Obserwujemy **masowy wzrost napływu imigrantów, szczególnie tych wykwalifikowanych, z Ukrainy i Białorusi oraz – co zaskakujące – z innych krajów UE, takich jak Niemcy, Włochy czy Hiszpania.** Oba te elementy w pewnym stopniu zazębiają się i stymulują wzajemnie. Wzrost liczby mieszkań budowanych na wynajem powoduje, że imigranci będą mieli coraz więcej możliwości znalezienia właściwego lokum, w dobrym standardzie i z gwarancją mieszkania przez określony czas. Będzie to dla nich prawdopodobnie dużą zachętą do ściągnięcia całych rodzin i przeniesienia się do Polski na stałe. Z drugiej strony, rosnąca imigracja powoduje, że najem mieszkań będzie atrakcyjny dla dużych inwestorów instytucjonalnych; w związku z tym popyt na lokale powinien być stabilny.

Przy opracowywaniu raportu przyjęliśmy założenie, że nie dojdzie do dalszej eskalacji działań wojennych na Ukrainie. Ewentualna eskalacja może spowodować wysoką nieprzewidywalność i nieaktualność prognoz.

W kolejnych rozdziałach omówiono szczegółowo powyższe zagadnienia. Obszerniejsze rozdziały (III i IV) otrzymały indywidualne podsumowania, natomiast wnioski z całego raportu znajdują się w [Podsumowaniu](#) na końcu dokumentu. Zachęcamy jednak gorąco do zapoznania się z całym raportem.

Scenariusz na rok 2022 i kolejne 3 lata



Scenariusz na bieżący rok – pierwsze objawy spowolnienia bez konsekwencji dla cen nieruchomości

Uważamy, że bieżący rok nie tylko nie przyniesie spadków cen, ale pojawią się kolejne wzrosty na poziomie 5-10% w grudniu 2022 r. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Te wzrosty nie będą podyktowane presją popytową, ale raczej wzrostem cen materiałów budowlanych.



Źródło: Informacje prasowe Grupa PSB

Aktualnie można szacować, że dynamika cen materiałów budowlanych to średnio 24% r/r. W grudniu 2021 r. podwyżki odnotowano we wszystkich 20 grupach towarowych. I tak – jak wyliczono – płyty OSB zdrożały o 63%, izolacje termiczne o 57%, sucha zabudowa o 42%, dachy, rynny o 24%. Z kolei materiały z grupy ściany, kominy zdrożały o 23%, instalacje ogrzewania o 19%, izolacje wodochronne o 17%.

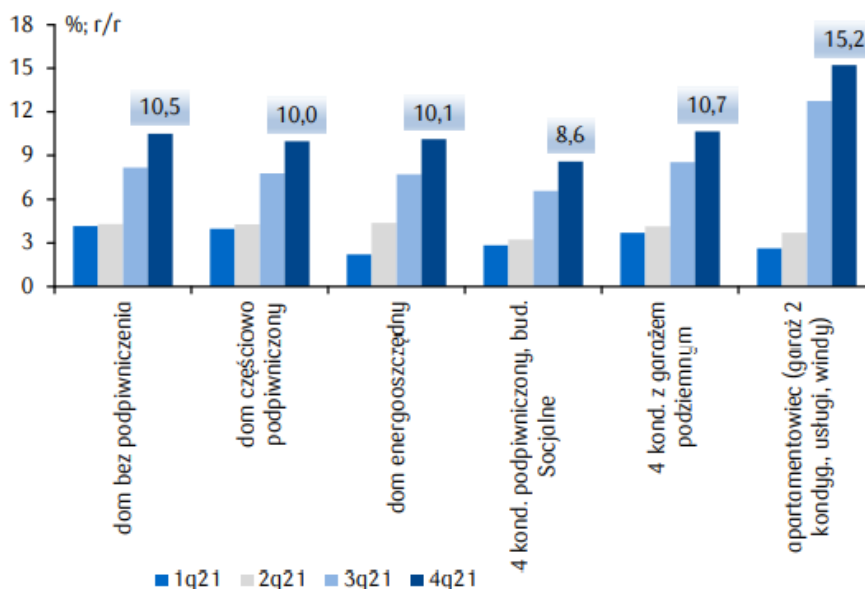
Zweryfikowaliśmy również, w jaki sposób wyższe koszty materiałów budowlanych przekładają się na wzrost kosztów budowy różnych typów budynków. Poniżej pokazany jest przykład dla budynku wielorodzinnego 4-kondygnacyjnego z garażem. W tym przypadku koszt budowy w 4Q21 wzrósł o 10,7% w stosunku do roku poprzedniego.

Koszty budowy budynków wielorodzinnych r/r	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Elementy konstrukcyjne	0,0%	-2,2%	0,1%	0,8%	0,7%	2,9%	10,9%	8,5%	4,8%	11,7%
Instalacje	0,1%	-1,4%	1,7%	2,7%	1,8%	3,0%	7,3%	6,0%	3,8%	6,8%
Koszty ogółem	0,0%	-2,1%	0,5%	1,2%	0,9%	2,9%	10,1%	8,0%	4,6%	10,7%

Źródło: Sekocenbud, Zeszyt 74/2021

Oczywiście koszty budowy zależą od typu budynku. Dlatego też – aby przedstawić zakres możliwych wzrostów cen, jakie zostaną odczute przez kupującego – zrobiliśmy porównanie różnych typów budynków. Właściwie w każdym przypadku wzrost cen budowy oscyluje wokół 10%, poza apartamentowcami, gdzie może on sięgać nawet 15%.

Dynamika kosztów budowy wybranych obiektów



Źródło: Sekocenbud, Zeszyt 74/2021

Generalnie wyższe koszty materiałów i wykonawstwa przełożą się naszym zdaniem na co najmniej od 5% do 10% wzrostu cen mieszkań w tym roku, przy założeniu, że część wzrostu zostanie zamortyzowana przez deweloperów. Być może będą oni zmuszeni obniżyć swoje marże operacyjne z ok. 20% obecnie do poziomu bliżej 10%, to jest na poziomie zbliżonym do poziomu inflacji przewidywanego na 2022 r. Gdyby deweloperzy nie zastosowali strategii obniżenia marży deweloperskiej, to wzrosty cen mieszkań musiałyby osiągnąć poziom 10%-15% w zależności od rodzaju budynku, tak żeby w pełni skompensować wzrost cen materiałów, energii i robocizny oraz gruntów. Naszym zdaniem taki scenariusz jest jednak mało realny ze względu na fakt, że już obecne ceny, wyższe o ok. 10% r/r, mocno ograniczyły popyt na nowe mieszkania. Drugą istotną kwestią jest wyższy poziom stóp procentowych, ale w tym przypadku ostateczny wpływ stóp na popyt jest uzależniony od dynamiki płac w całym roku.

Marże deweloperów będą spadać, amortyzując częściowo wzrost cen mieszkań

Pozostaje pytanie jak się zachowają deweloperzy w tej sytuacji i czy będą chcieli utrzymać swoje marże, czy też zejść z nich w celu podtrzymania sprzedaży. Pytanie jest też o skalę zmniejszenia marż deweloperskich, ponieważ w tych trudnych warunkach rynkowych i przy malejącej liczbie wydawanych pozwoleń na budowę szybka wyprzedaż posiadanych projektów deweloperskich nie musi być ich priorytetem.

Niemniej uważamy, że najbardziej prawdopodobny scenariusz to taki, że przeciętna marża operacyjna u dewelopera spadnie do 10%. Większy spadek jest raczej mało prawdopodobny (chyba że w sytuacji dużego kryzysu), bo deweloper musi mieć zdolność finansowania zakupu nowych działek chociaż częściowo kredytem, a do tego potrzebna jest zdolność kredytowa udowodniona przed bankiem.



Źródło: NBP; BIK, KNF

Wysoka dynamika udzielanych kredytów mieszkaniowych niewątpliwie ulegnie załamaniu ze względu na fakt, że dynamika cen mieszkań przewyższyła poziomy akceptowalny przez kupujących. **Przemawia to za istotnym osłabieniem rynku nieruchomości pod względem popytowym.** W okresie od grudnia 2020 r. do października 2021 r. można zaobserwować bardzo wysoką dynamikę udzielonych kredytów hipotecznych. Jest to o tyle niepokojące zjawisko, że szczyt w dynamice kredytów wystąpił w momencie, kiedy stopy procentowe były jeszcze bardzo niskie. Teraz, kiedy koszt kredytu ruszył w górę i za chwilę może osiągnąć nawet 6-7%, trzeba oczekiwać, że popyt na kredyt hipoteczny i mieszkania mocno spadnie, przynajmniej w pierwszej połowie 2022 r. Naszym zdaniem nie będzie to zjawisko trwałe, ponieważ wyższa dynamika wynagrodzeń w końcu powinna skompensować wyższy koszt kredytu, przy czym proces ten może potrwać ok. 12 miesięcy. Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że **spadek popytu na mieszkania**

wynikający z niższej akcji kredytowej będzie w głównej mierze dotyczył mieszkań w segmencie popularnym, gdzie kupującym jest przeciętny Kowalski.

Jeśli natomiast przyjrzeć się przyrostowi akcji kredytowej brutto, to mówimy tu o **wartości akcji kredytowej na poziomie PLN 94,6 mld do grudnia 2021 r., czyli o 49,5% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego**. To oznacza, że zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych mocno urosło, z tym że należy uwzględnić takie elementy, jak inflacja czy dynamika płac nominalnych, która wyniosła aż **11,2% w grudniu 2021 r.**

Scenariusz średnioterminowy na najbliższe 3 lata – recesja czy stagflacja

Naszym zdaniem w ciągu najbliższych 3 lat nastąpi kumulacja ryzyk gospodarczych związanych z nakładaniem się wielu niekorzystnych elementów. W największym skrócie to, co nas najbardziej niepokoi, to:

- wzrost cen energii i CO₂, który w ostatnich 2 latach przewyższał wzrost cen płac. Energia jako dobro pierwszej potrzeby może negatywnie wpływać na popyt na inne produkty w tym również inwestycyjne;
- gwałtowne pogarszanie się bilansu handlowego na skutek wzrostu cen surowców, w tym cen ropy naftowej i gazu ziemnego. Może to się przełożyć na silną deprecjację złotówki wobec innych walut;
- gwałtowny wzrost zadłużenia finansów publicznych oraz kwestia braku uruchomienia unijnego programu KPO. Może to ograniczyć napływ nowych inwestycji do Polski ze strony inwestorów, którzy mogą się obawiać konsekwencji sporu rządu z Komisją Europejską. W przypadku Polski jest to o tyle groźne, że nasze zadłużenie mocno wzrosło w okresie ostatnich 2 lat i to pomimo wysokiej inflacji i mocnego wzrostu PKB. To powoduje, że nasza gospodarka będzie niezwykle wrażliwa na wszelkie zmiany w otoczeniu makroekonomicznym, w tym w szczególności wzrost stóp procentowych w US;
- wysoka śmiertelność chorych związana bezpośrednio i pośrednio z Covid-19 (sytuacja służby zdrowia), oraz naturalne starzenie się społeczeństwa. Te dwa elementy spowodują ubytek siły roboczej, co jest o tyle ważne, że jesteśmy postrzegani jako rezerwuar taniej siły roboczej osób ze specjalistycznym wykształceniem. Tego naszym zdaniem nie da się zrekompensować imigracją – nawet wykwalifikowanej siły roboczej;
- wysoka inflacja, przy czym nie martwi nas sama inflacja (ponieważ pod pewnymi warunkami jest ona korzystna dla cen nieruchomości), a spóźniona reakcja NBP w kwestii walki z nią i podwyżek stóp procentowych. To może spowodować, że w pewnym momencie, jeśli inflacja nie zostanie opanowana, NBP będzie zmuszony do bardzo szybkich i dużych podwyżek stóp procentowych, które mogą zamrozić rynek nieruchomości na kilka miesięcy. Oczywiście mówimy o sytuacji, w której stopy procentowe wzrosną do poziomu powyżej inflacji.

Co to wszystko oznacza dla rynku nieruchomości? Wszystkie te ryzyka mogą być naszym zdaniem groźne w kontekście dynamiki sprzedaży nowych nieruchomości czy też poziomu płynności rynku

nieruchomości, przy czym żaden z tych czynników bezpośrednio nie wpływa na możliwość wystąpienia spadku cen nieruchomości. Dlaczego też, **jeśli te czynniki wystąpią jednocześnie, będziemy raczej mówić o stagflacji, a nie recesji.** Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia na początku transformacji gospodarczej w latach 90-tych, a konkretnie pomiędzy rokiem 1990 a 1995, kiedy borykaliśmy się z niskim wzrostem gospodarczym przy stosunkowo wysokiej inflacji. Zarówno wtedy, jak i dziś bardzo opłacało się inwestować w różnego typu nieruchomości – poza walutami krajów rozwiniętych jest to najlepsze zabezpieczenie własnego majątku.

W obecnej rzeczywistości gospodarczej ścierają się kwestie wysokiej inflacji, goniących ją płac i spowolniającej na skutek załamania się łańcucha dostaw gospodarki. Najprawdopodobniej większość banków centralnych w Europie Środkowo-Wschodniej oraz ECB nie będzie reagować nerwowo i raczej będzie ograniczać wzrost stóp procentowych do poziomów poniżej inflacji. To będzie naszym zdaniem błąd, który spowoduje nakręcenie się spirali inflacyjnej, szczególnie jeśli chodzi o poziom płac. Dopiero w drugim kroku, czyli za jakieś 6-12 miesięcy, ten błąd zostanie skorygowany przez gwałtowne podwyżki stóp procentowych.

Nasza opinia wynika po części z analizy zmian demograficznych, jakie obserwujemy w Europie, a które zostały spotęgowane przez epidemię Covidu. Według prognoz do roku 2025 populacja w Europie spadnie o ok. 2 mln osób, a liczba osób w wieku powyżej 60 lat wzrośnie ze 192 mln do 207 mln. To oznacza, że z europejskiego rynku pracy zniknie **ok. 17 mln pracowników w ciągu 5 lat lub ok. 3,4 mln pracowników co roku.** Te dane obejmują też kraje Europy Wschodniej oraz Rosję, czyli w teorii główny rezerwuar taniej siły roboczej dla Europy Zachodniej. Tak duży ubytek wykwalifikowanej siły roboczej musi się naszym zdaniem odbić na dynamice płac.

Podsumowując, zakładamy, że dynamika płac w okresie 36 miesięcy będzie w Polsce powyżej inflacji, co spowoduje utrzymanie dynamiki cen mieszkań również na poziomie powyżej inflacji.

Analiza trendów cenowych w Polsce i w głównych miastach



Ceny nieruchomości w Polsce

Ceny mieszkań w Polsce i ich potencjalna relacja z wynagrodzeniami i inflacją

Ceny mieszkań w Polsce na przestrzeni ostatnich 7 lat dosyć dynamicznie rosną, przy czym wzrost ten jest mniej spektakularny, niż w innych europejskich krajach i u naszych najbliższych sąsiadów: Niemców, Czechów i nawet Węgrów. Co do zasady w Polsce widać dużą korelację cen mieszkań z poziomem płac, co wydaje się bardzo uzasadnioną zależnością. Natomiast od wejścia Polski do UE nigdy nie mieliśmy do czynienia z tak wysoką inflacją, więc nie do końca wiadomo, jak się ona odbije na rynku nieruchomości. Doświadczenia innych rynków wskazują na to, że w dłuższych okresach (min. 5 lat) wzrost cen nieruchomości powinien przewyższać poziom inflacji, szczególnie w okresach kiedy ta inflacja jest wysoka.

Rynek pierwotny

Pomiędzy 3Q06 a 4Q21 średnia cena mieszkania w przeliczeniu na m² urosła w Warszawie o 107,5% a w pozostałych 6 największych miastach o 122,7%. Natomiast w średnich miastach, takich jak Zielona Góra, Bydgoszcz, czy Szczecin wzrost ten był dużo większy. Generalnie rynek pierwotny powinien szybciej reagować na zmiany otoczenia makroekonomicznego niż rynek wtórny. Dzieje się tak, gdyż na rynku pierwotnym działają w głównej mierze profesjonalne podmioty, które szybciej od pozostałych uczestników odbierają sygnały o zmianach popytu, cenach ziemi, materiałów budowlanych czy usług budowlanych.



Źródło: Cenatorium, NBP; *6 miast bez Warszawy obejmuje Gdańsk, Gdynię, Łódź, Kraków, Poznań i Wrocław

Jeśli chodzi o sytuację w 10 mniejszych aglomeracjach miejskich (Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra), to wzrost ten wyniósł aż 191,5% w analizowanym okresie, co wydaje się o tyle uzasadnione, że w dużych miastach jest więcej transakcji i większa płynność rynku nieruchomości, co pozwala tym rynkom szybciej reagować na zmieniające się otoczenie makroekonomiczne.

Rynek Wtórny

W przypadku rynku wtórnego pomiędzy 3Q06 a 4Q21 średnia cena mieszkania w przeliczeniu na m² urosła w Warszawie tylko o 81,1%, a w pozostałych 6 największych miastach o 127,1%. Jeśli chodzi o Warszawę, to ten wzrost jest zdecydowanie niższy niż dla rynku pierwotnego, co naszym zdaniem może wynikać z tego, że stare przedwojenne budynki stanowią bardzo mały % całości zabudowy w stosunku do innych, mniej zniszczonych podczas wojny miast takich jak Kraków, Wrocław czy Łódź.



Źródło: Cenatorium, NBP; *6 miast bez Warszawy obejmuje Gdańsk, Gdynię, Łódź, Kraków, Poznań i Wrocław

Dużo osób kupujących używane mieszkania nie bierze pod uwagę faktu, że podlegają one naturalnej amortyzacji. To zjawisko sprawia, że wzrost ich cen powinien być wolniejszy niż mieszkań nowych. Czasami jednak jest to zaburzone ze względu na koszt nowego wyposażenia zainstalowanego w używanym mieszkaniu, co z kolei jest trudne do wyceny.

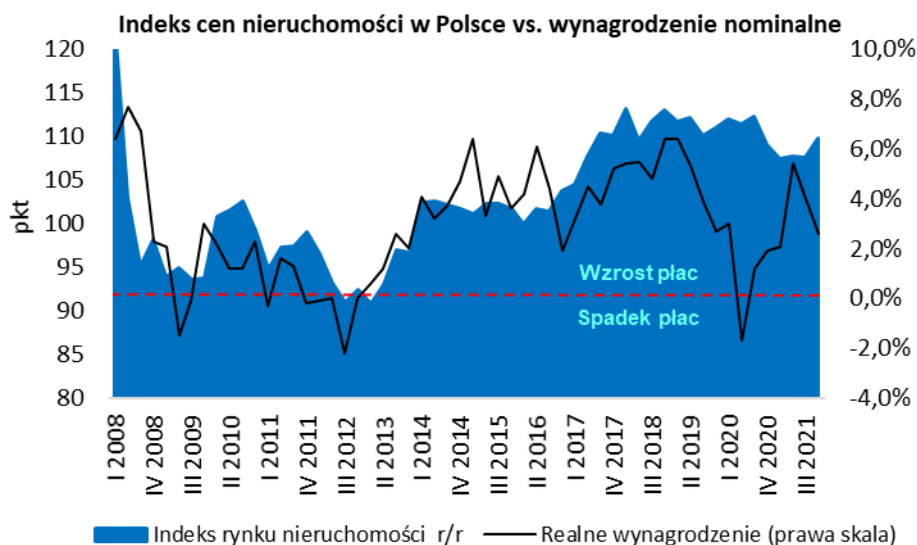
W przypadku 6 największych miast poza Warszawą dynamika cen na rynku wtórnym była jednak większa niż na rynku pierwotnym. Być może zadziałał tu jednak efekt unikalności, bo takie miasta jak Kraków, Łódź czy Wrocław charakteryzują się w przeciwieństwie do Warszawy dużymi obszarami starej przedwojennej zabudowy. W tych miastach bardzo duże obszary zajmują właśnie stare, zabytkowe kamienice, które zostały wyremontowane i stały się atrakcyjnymi lokalami do zamieszkania lub wynajmu.

W związku z tym siłą rzeczy nowe obiekty powstają głównie poza ścisłym centrum w dużo mniej atrakcyjnej lokalizacji. W przypadku Warszawy w ciągu ostatnich 20 lat wybudowano bardzo wiele nowych mieszkań w ścisłym centrum miasta. Dlatego też konkurencja ze strony starych odrestaurowanych obiektów była dużo mniejsza.

Jeśli chodzi o wzrost cen na rynku wtórnym w 10 mniejszych miastach, takich jak Zielona Góra, Bydgoszcz czy Szczecin, to wyniósł on 149,9%, czyli istotnie mniej niż w przypadku rynku pierwotnego. Tu ewidentnie zadziałała nasza obserwacja związana z amortyzacją.

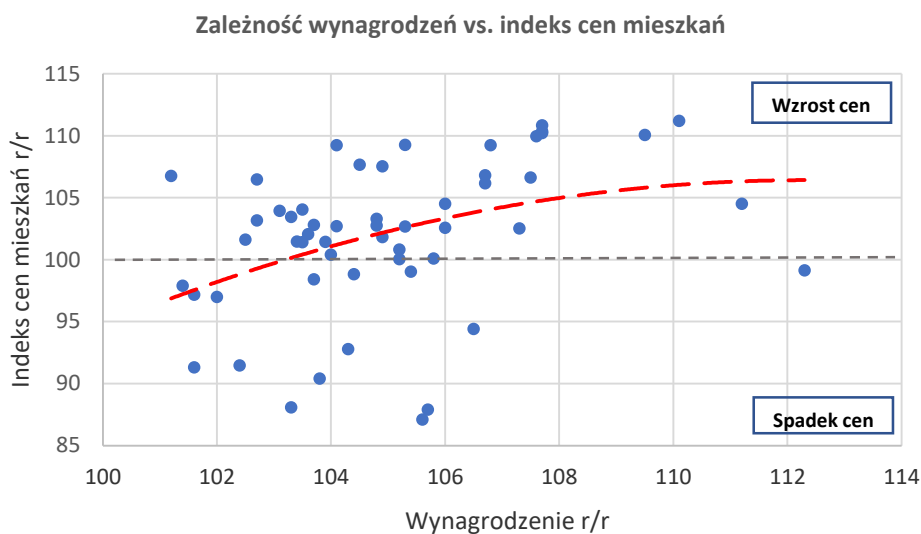
Ceny mieszkań a wynagrodzenie, inflacja czy bezrobocie

Naszym zdaniem **bezsposornie istnieje duża korelacja pomiędzy cenami mieszkań a wynagrodzeniem**, z tym że wynagrodzenie powinno być rozpatrywane raczej w kategoriach lokalnych niż ogólnopolskich bo może to istotnie zaciemniać obraz. Niemniej przeanalizowaliśmy również relację dynamiki cen nieruchomości oraz dynamiki płac z punktu widzenia całej Polski, zakładając że i tak największe miasta mają największy wpływ na analizowaną dynamikę płac.



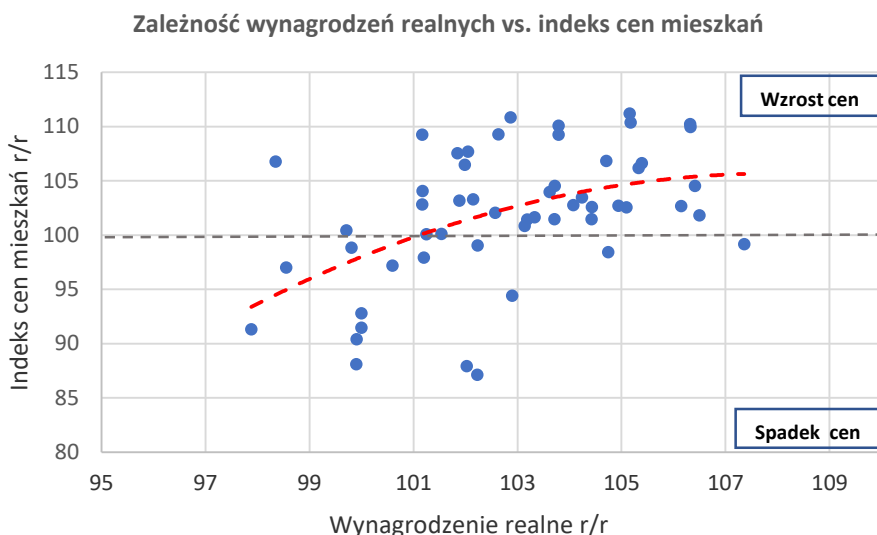
Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Ewidentnie od roku 2008 widać duży związek pomiędzy płacą a dynamiką cen mieszkań r/r, może poza kilkoma miesiącami pandemii w roku 2020. Nie mamy powodu sądzić, że ta korelacja ulegnie istotnemu zaburzeniu w przyszłości, aczkolwiek realny wzrost płac może chwilowo bardzo spowolnić ze względu na dużą inflację.



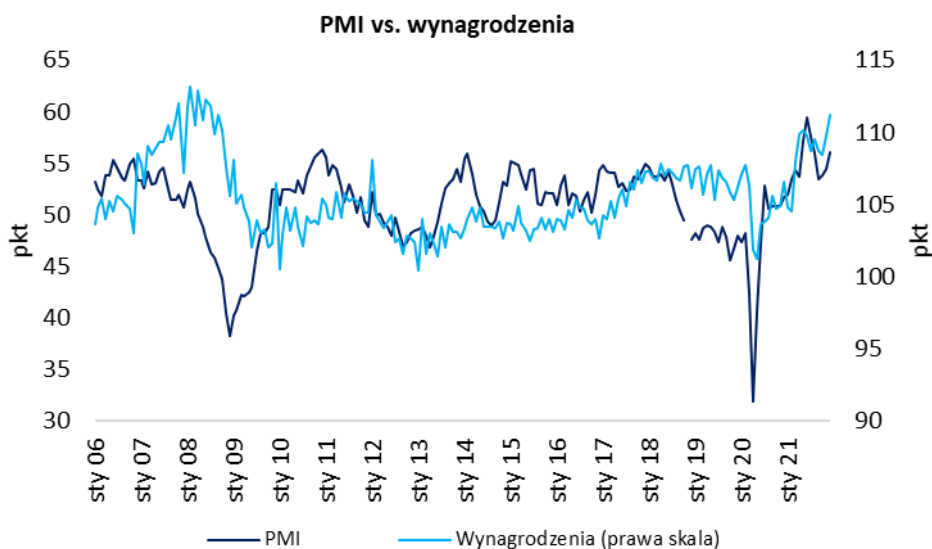
Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Na powyższym wykresie przeanalizowaliśmy zależność indeksu cen mieszkań od wynagrodzeń nominalnych w okresie ostatnich ponad 10 lat i też tu widać, że taka korelacja ma swoje uzasadnienie. Oczywiście w tym przypadku elementem zaburzającym jest inflacja.



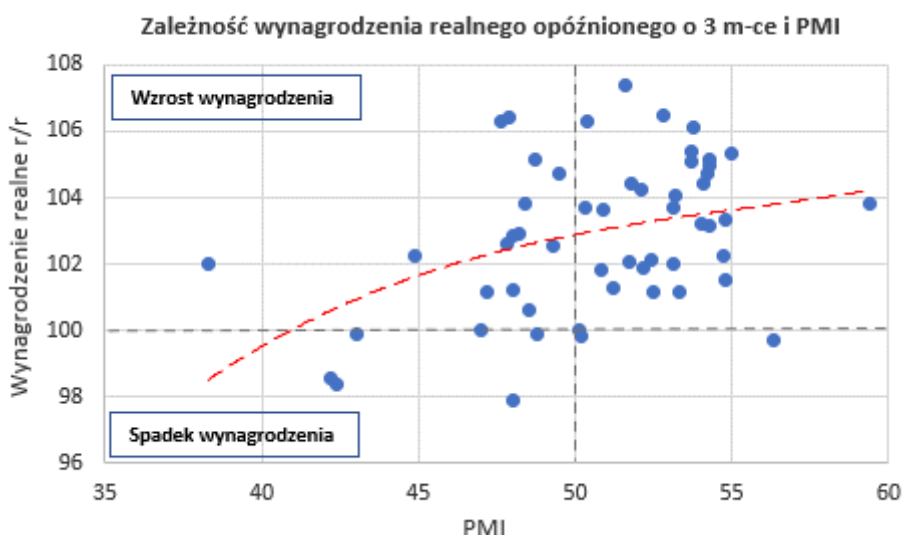
Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Rozpatrując wynagrodzenia realne, korelacja ta jest bardziej widoczna. To potwierdza naszą tezę, że najsilniejsza korelacja zachodzi pomiędzy dynamiką wynagrodzeń realnych (a nie nominalnych) a indeksem zmiany cen mieszkań r/r.



Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Biorąc pod uwagę fakt, że ceny mieszkań są bardzo dobrze skorelowane z wynagrodzeniem (realnym bądź nominalnym) warto by poszukać wskaźnika, który będzie wyprzedzający w stosunku do płac. Naszym zdaniem w takiej roli bardzo dobrze sprawdza się PMI, jako wskaźnik wyprzedzający dla kilku komponentów ekonomicznych, w tym wynagrodzeń. Jak widać na załączonym wykresie, korelacja pomiędzy PMI a wynagrodzeniami jest dosyć duża, z tym że dynamika wynagrodzeń reaguje z opóźnieniem na zmiany we wskaźniku PMI, co akurat w tym przypadku jest zaletą.



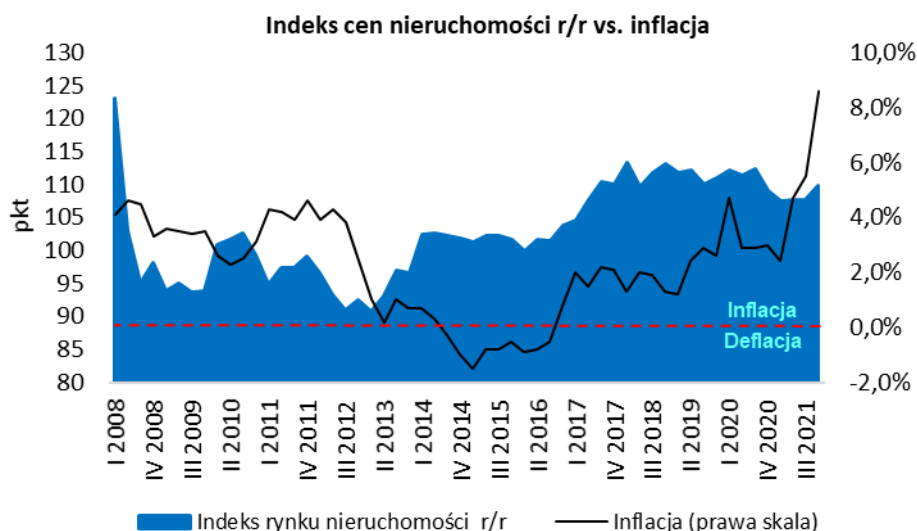
Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Ta dodatkowa analiza zależności pomiędzy PMI a wynagrodzeniem (przy czym wartość wskaźnika wynagrodzeń została przesunięta wstecz o 3 m-ce) pozwala stwierdzić, że

wskaźnik PMI z wyprzedzeniem kwartału dosyć dobrze przewiduje przyszłe zmiany płacy realnej. Aczkolwiek jest jeden minus: przez większość czasu wskaźnik PMI przebywa w widełkach 45-55 pkt. Jeżeli PMI znalazł się w tej wyższej połówce, czyli powyżej 50 pkt, to w 95% przypadków mogliśmy zaobserwować wzrost płacy realnej w okresie kolejnych 3 miesięcy. Natomiast przebywanie w przedziale 45-50 pkt nie oznacza automatycznie, że dynamika płacy realnej będzie blisko zero, tylko że będzie średnio niższa o ok. 1,9 pp. (czyli spada do ok. 1,5% vs. 3,4%).

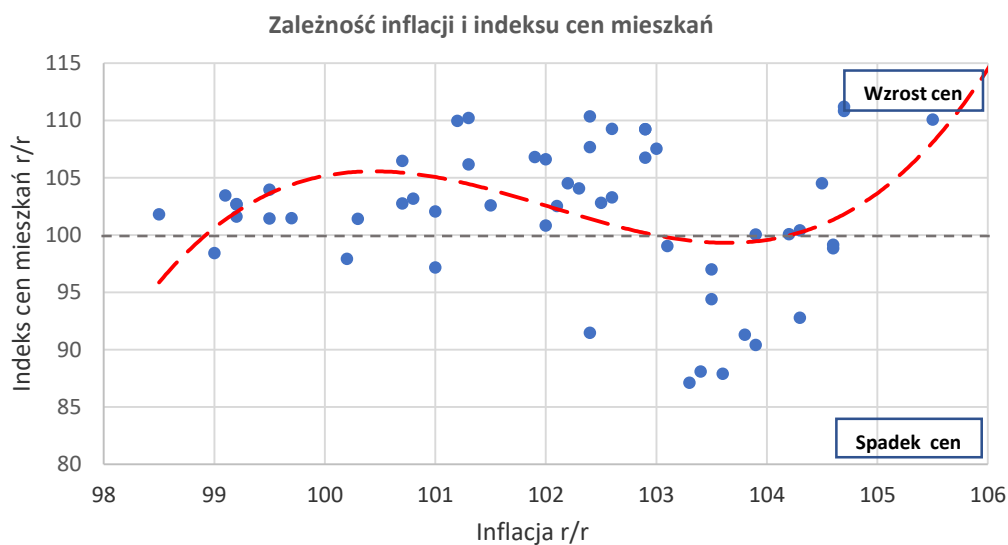
Inflacja

Bardzo wysoka inflacja pojawiła się stosunkowo niedawno, więc ciągle nie do końca wiemy jak to wpłynie na dynamikę cen mieszkań. Dodatkowo taki poziom inflacji, czyli 8,6% w grudniu 2021 r., nie był notowany od ponad 20 lat, więc ciężko szukać tu jakichś analogii.



Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Niemniej, jeśli poszukiwać jakiejś odpowiedzi na to pytanie, to po pierwsze – wydaje się, że inflacja będzie sprzyjać wzrostom cen nieruchomości, bo inwestorzy szukają schronienia dla tracących na wartości oszczędności, w sytuacji gdy lokaty bankowe są nisko oprocentowane w stosunku do inflacji. Po drugie – koszty budowy są bezpośrednio powiązane z inflacją poprzez ceny materiałów, energii oraz płac. Po trzecie – sprawdziliśmy, że na rynkach dojrzałych, takich jak USA, ceny nieruchomości w dłuższych okresach zawsze rosły szybciej niż inflacja.

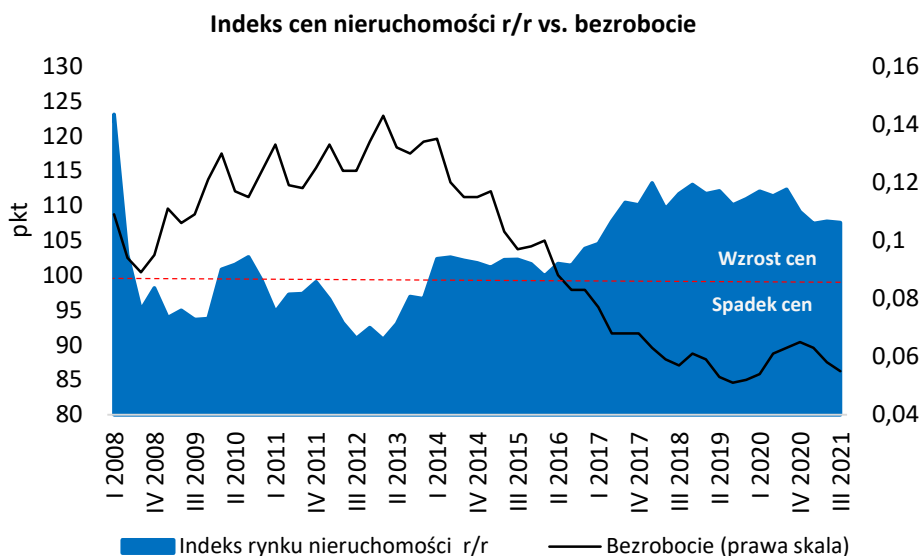


Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

W krótszych okresach ciężiej jest potwierdzić wpływ inflacji na ceny mieszkań, ponieważ nie zawsze udaje się tak od razu przełożyć wyższe koszty na kupującego mieszkanie. Dlatego ten proces wymaga czasu i stąd często pojawiają się rozbieżności pomiędzy aktualnym poziomem inflacji a dynamiką cen nieruchomości. Jednakże pojawia się tu inna zależność, którą widać na wykresie. W momencie, gdy inflacja przekracza 5%, wzrosty cen mieszkań zaczynają w większości przypadków mocno przyspieszać.

Bezrobocie

Wysokie poziomy bezrobocia niewątpliwie wpływają na dynamikę cen mieszkań i nieruchomości. Warto jednak sobie zdać sprawę z tego, że wysokie **bezrobocie jest najczęściej pochodną spowolnienia całej gospodarki**, co odbija się na innych elementach, takich jak dynamika płac czy inflacja. Dlatego ciężko powiedzieć, czy jeśli bezrobocie byłoby wysokie, ale przy jednocześnie wysokiej dynamice płac realnych, to wpłynęłoby to negatywnie na poziom i dynamikę cen mieszkań.

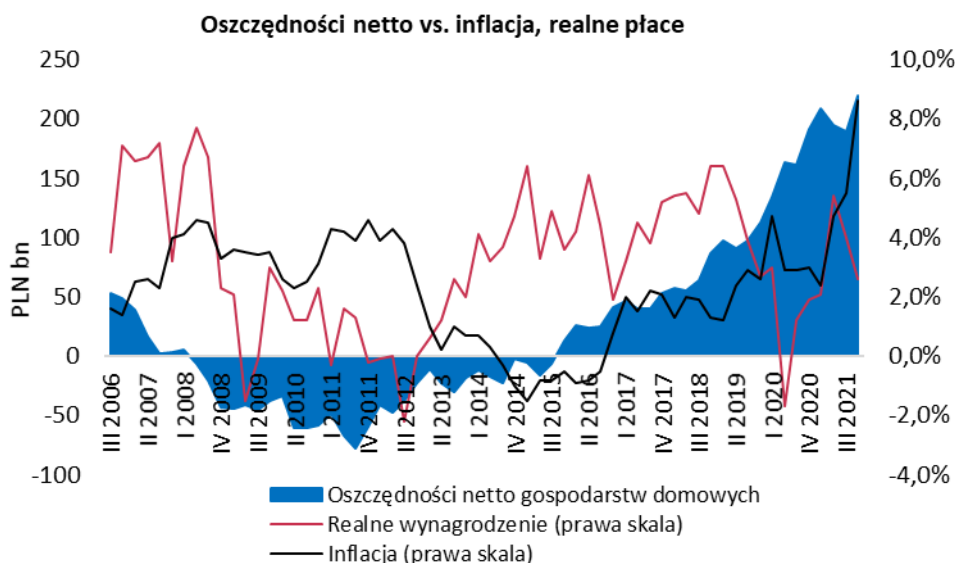


Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Z tego powodu uważamy, że nie można rozpatrywać bezrobocia jako samoistnego zjawiska – jest to raczej konsekwencja innych zdarzeń. Odrębną kwestią jest to, czy w związku z pogarszającą się sytuacją demograficzną w Polsce, można zakładać, że bezrobocie będzie jakimkolwiek istotnym problemem w przyszłości.

Oszczędności netto gospodarstw domowych

Nadwyżka oszczędności netto w gospodarstwach domowych pojawiła się w sektorze bankowym pod koniec roku 2015. Niewątpliwie było to skutkiem poprawiającej się sytuacji gospodarczej, niskiej inflacji i wysokiej dynamiki płac realnych. Dodatkowo proces związany z przyrostem oszczędności w okresie pandemii uległ gwałtownemu przyspieszeniu ze względu na ograniczenie wydatków, jak również poprzez uruchomienie przez rząd tarczy antykryzysowej. Dane NBP nie podają niestety głównego źródła ograniczenia wydatków, możemy tylko przypuszczać, że w głównej mierze były to koszty związane z transportem i wydatki związane z rozrywką i żywieniem, jako że galerie handlowe, kina i restauracje przez długi czas były zamknięte. Podobne procesy miały miejsce w wielu krajach Europy Zachodniej oraz w USA. Jednakże w ostatnich miesiącach proces ten uległ zahamowaniu, niewątpliwie ze względu na skokowy wzrost inflacji, która powoduje istotny wzrost kosztów życia.



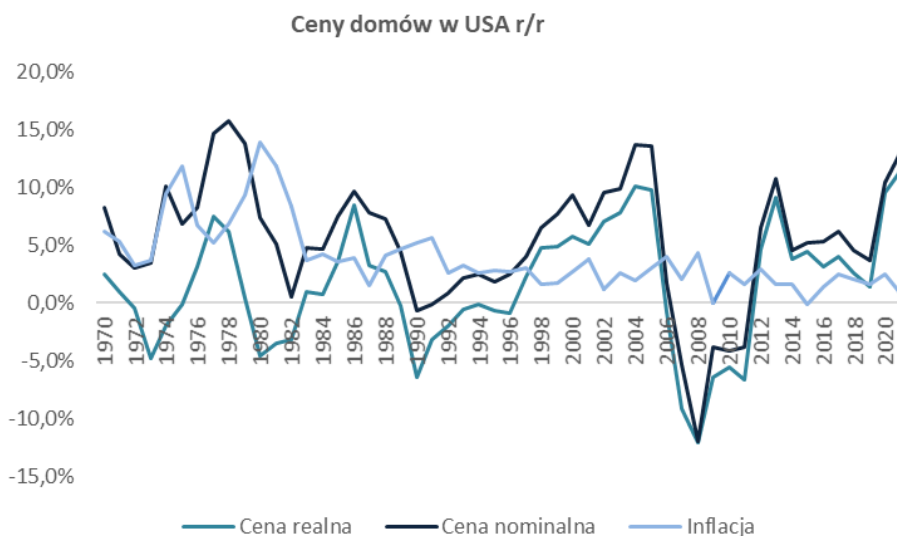
Źródło: NBP; GUS, Cenatorium

Ciężko jest udowodnić, że przyrost oszczędności netto gospodarstw domowych wpływa na poziom lub dynamikę cen nieruchomości. Podnieśliśmy tę kwestię, gdyż uważamy, że wysokie oszczędności Polaków stanowią zabezpieczenie przed załamaniem na rynku nieruchomości, ponieważ w każdej chwili środki te mogą zostać alokowane na rynek nieruchomości, w sytuacji pojawienia się atrakcyjniejszych cen.

Ważniejsze jest jednak to, że **nadwyżka oszczędności zmusza banki do lepszego zarządzania nadpłynnością w sektorze bankowym**. To powoduje, że niejako banki są przymuszane do udzielania pożyczek, przy czym muszą też ważyć potencjalne ryzyko. Pytanie jest raczej o to, jakiego typu pożyczki czy kredyty będą przez banki preferowane, żeby nie ponieść zbyt dużego ryzyka straty.

Historia cen domów w USA na tle inflacji oraz stóp procentowych

Intuicja podpowiada, że ceny nieruchomości są dobrym zabezpieczeniem przed inflacją, ale nie bardzo możemy się odnieść do tej tezy wyłącznie na podstawie historii cen na rynku nieruchomości w Polsce. Wynika to z faktu, że nie dysponujemy odpowiednio długą historią rynku (minimum 50 lat, żeby zapewnić wiarygodność danych). Dlatego – jako że mamy tam dostęp do bardzo długiej historii i właściwych danych – posłużyliśmy się przykładem z rynku amerykańskiego. **Do analizy wybraliśmy dane od roku 1970, żeby zobrazować dwa okresy: okres wysokiej inflacji w latach 1972-1979 oraz okres niskich stóp procentowych związanych z „luzowaniem ilościowym” po kryzysie lat 2007-2009.**

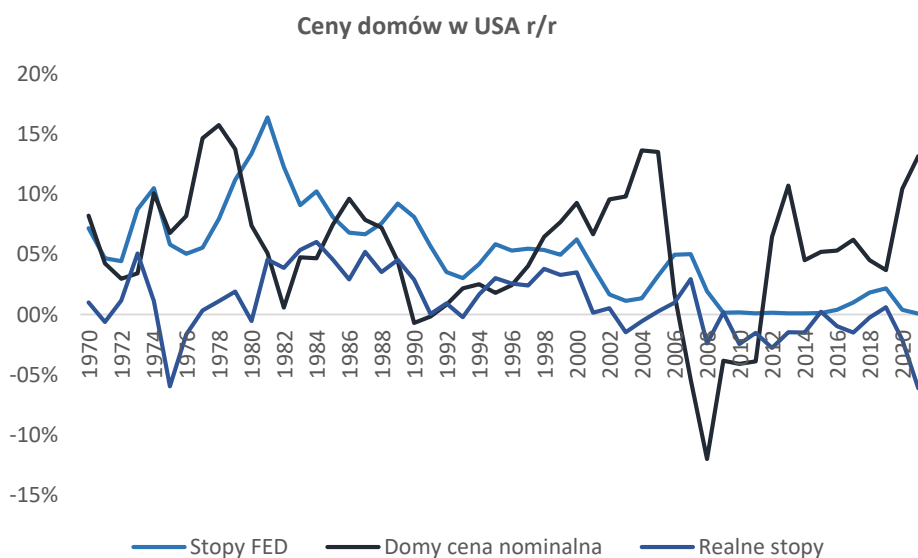


Źródło: FRED, Obliczenia własne

Historia ostatnich 50 lat amerykańskiego rynku nieruchomości wskazuje na to, że **aktywa nieruchomościowe są dobrym zabezpieczeniem przed inflacją**, szczególnie w okresach występowania wysokiej lub umiarkowanie wysokiej inflacji. Natomiast w okresach kryzysów gospodarczych, kiedy inflacja spada do zera lub przeradza się w deflację, nie możemy liczyć na realny wzrost wartości nieruchomości. Być może jest to związane z faktem, że wzrost cen nieruchomości mocno przewyższa inflację w okresach ekspansji, więc w okresie kryzysu następuje naturalna korekta tego procesu.

Niemniej **w okresie ostatnich 50 lat ceny nieruchomości rosły przeciętnie o 1,5% rocznie powyżej inflacji**, która w tym okresie kształtowała się na poziomie ok. 3,9% rocznie. To potwierdza, że nieruchomości są naprawdę dobrym zabezpieczeniem przed inflacją.

Drugim aspektem, który przeanalizowaliśmy, jest kwestia utrzymujących się ujemnych realnych stóp procentowych po kryzysie nieruchomościowym z lat 2007-2009. Z tych danych dotyczących rynku amerykańskiego płynie jeszcze jeden ciekawy wniosek: przy ujemnych realnych stopach procentowych nieruchomości stają się bardzo ciekawym aktywem inwestycyjnym z dobrą stopą zwrotu.



Źródło: FRED, Obliczenia własne

Na powyższym wykresie widać bardzo dobrze, że ceny nieruchomości zaczynają mocniej rosnąć od momentu, kiedy realne stopy stają się ujemne albo są bliskie zera. Oczywiście taka sytuacja najczęściej występuje na skutek wcześniejszej recesji, ale nawet wtedy załamanie w cenach nieruchomości jest bardzo krótkotrwałe. **Praktycznie od roku 2008 realne stopy procentowe pozostają ujemne, a ceny nieruchomości w tym okresie rosły realnie o ok. 4,3% rocznie**, chociaż wzrost inflacji pozostawał na umiarkowanym poziomie 1,7% rocznie. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w Polsce do połowy 2021 r.

Podsumowanie

Podsumowując nasze dotychczasowe obserwacje i analizy, wyciągnęliśmy następujące wnioski:

- a) **Widzimy bardzo dużą korelację pomiędzy dynamiką płac nominalnych i realnych a dynamiką cen mieszkań.** Gdyby ta korelacja była 100%, to rynek nieruchomości nie byłby narażony na większe załamania, gdyż dynamika płac od wejścia Polski do UE przez 95% czasu była wyższa niż poziom inflacji w danym okresie;
- b) Okresy **wysokiej inflacji** wywołanej głównie przez szoki podażowe, jak również wzrost kosztów ziemi i materiałów budowlanych, **przekładają się niemal w 100% na wyższe ceny nieruchomości;**
- c) Wysokie bezrobocie wpływa negatywnie na ceny mieszkań, ale raczej jest objawem większych kłopotów gospodarczych niż przyczyną samą w sobie. Dodatkowo wysokie bezrobocie pojawia się w następstwie wystąpienia innych czynników, więc ciężko przywiązywać do niego dużą wagę jako do istotnego elementu prognostycznego;

- d) **Okresy ujemnych realnych stóp procentowych mogą dodatkowo stymulować ceny mieszkań**, zwiększając popyt inwestycyjny, szczególnie jeśli są one powiązane z luźną polityką monetarną (oraz luzowanie ilościowe „quantitative easing”) i fiskalną;
- e) Wysoki poziom oszczędności netto gospodarstw domowych raczej nie wpływa w jakimś istotnym stopniu na dynamikę cen mieszkań, ale naszym zdaniem **jest dobrym zabezpieczeniem przed dużym spadkiem cen**, oczywiście w sytuacji występowania ujemnych realnych stóp procentowych.

**Popyt i podaż
w kontekście liczby
wydawanych pozwoleń
i realnych stóp procentowych
(M3, inflacja i stopy procentowe)**



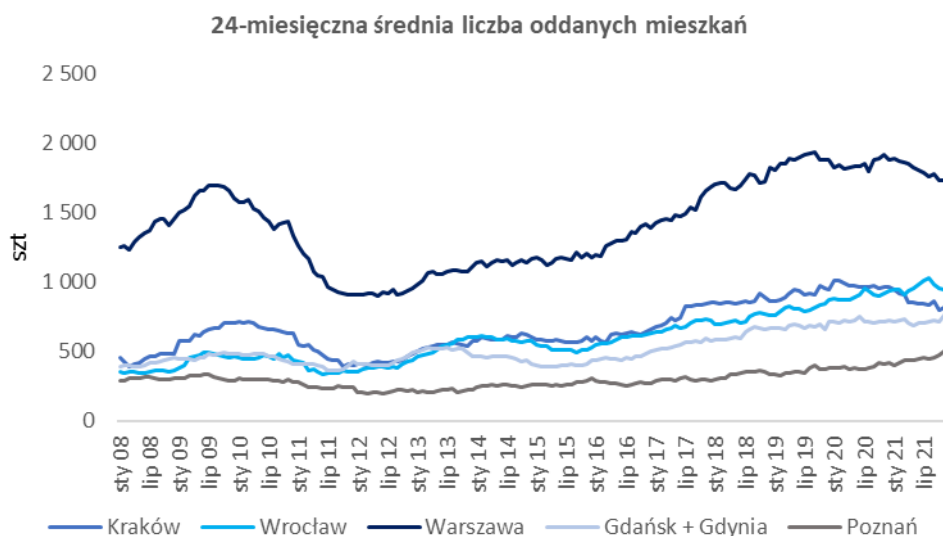
Mieszkania oddane do użytkowania w Polsce i jej największych miastach

Liczba oddawanych mieszkań w skali całego kraju cały czas rośnie i w okresie ostatnich 24 miesięcy biliśmy rekordy w tej kwestii. Na koniec **grudnia 2021 r. średnia 24-miesięczna oddanych mieszkań osiągnęła poziom 18.987 szt.**, co oznacza wzrost o **16,1%** w stosunku do **grudnia 2019 r.**, czyli okresu sprzed pandemii. Jednocześnie w całym 2021 r. oddano do użytkowania 234.718 mieszkań, co oznacza wzrost o 6,3% do analogicznego okresu roku poprzedniego i to pomimo pandemii.



Źródło: GUS, Obliczenia własne

To by wskazywało, że podaż mieszkań jest na odpowiednim poziomie, żeby wyhamować dwucyfrowe wzrosty ich cen. Jednak tak się nie dzieje. Wynika to z faktu, że **dynamika oddanych mieszkań w niektórych z największych miast jest o wiele słabsza niż w przypadku średniej dla całej Polski.**



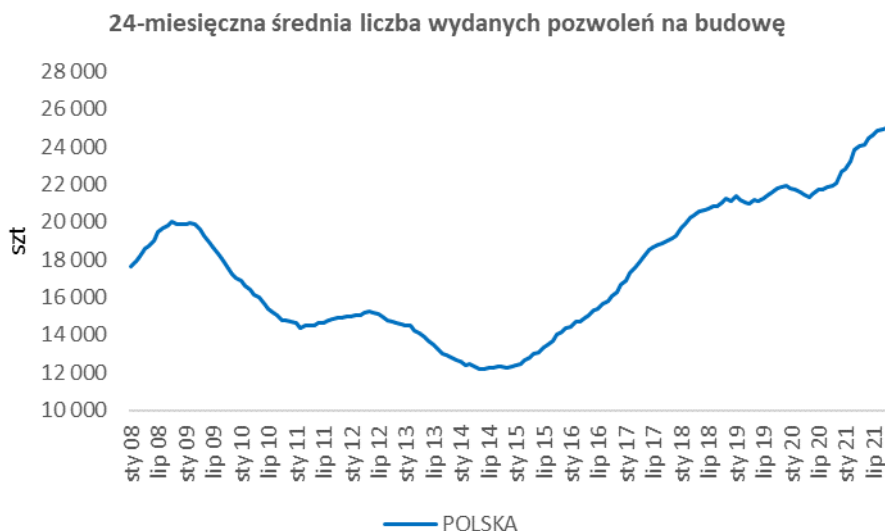
Źródło: GUS, Obliczenia własne

W Warszawie średnia 24-miesięczna liczba oddanych mieszkań spadła o 6,3% do poziomu 1.759 w grudniu 2021 r. wobec analogicznego okresu sprzed 2 lat. Podobnie było w Krakowie, gdzie ten spadek wyniósł 10,4% do poziomu 845 mieszkań. Natomiast wzrosty odnotowaliśmy w pozostałych miastach, z tym że tylko w Poznaniu były one większe niż średnia dla całego kraju: Wrocław odnotował wzrost +5,7% do poziomu 918 miesięcznie, Poznań +26,5% do poziomu 477 oraz Gdańsk i Gdynia łącznie +6,6% do poziomu 760 mieszkań. To by wskazywało na to, że dynamiczny wzrost cen w dużych miastach będzie kontynuowany, ale ze wskazaniem na Warszawę jako lidera tychże wzrostów w okresie kolejnych 2-3 lat.

Podaż mieszkań w największych miastach będzie również stopniowo ograniczana w związku z obserwowanym zjawiskiem wyczerpywania się łatwo dostępnych terenów inwestycyjnych, co stopniowo staje się problemem coraz większej liczby deweloperów. Obserwujemy tu dwa istotne trendy: po pierwsze, poszukiwanie możliwości inwestycyjnych w mniejszych miastach przez deweloperów, którzy wcześniej ograniczali się do największych rynków; po drugie, przekształcanie istniejącej tkanki, włącznie z całkowitym wyburzeniem zabudowy zdegradowanej lub ekstensywnej (np. Echo Investment). Ponadto, to właśnie w największych miastach, w szczególności w Warszawie, pojawiają się fundusze zagraniczne zainteresowane inwestycjami mieszkaniowymi, co dodatkowo zmniejsza dostępność mieszkań i terenów inwestycyjnych z punktu widzenia pozostałych deweloperów.

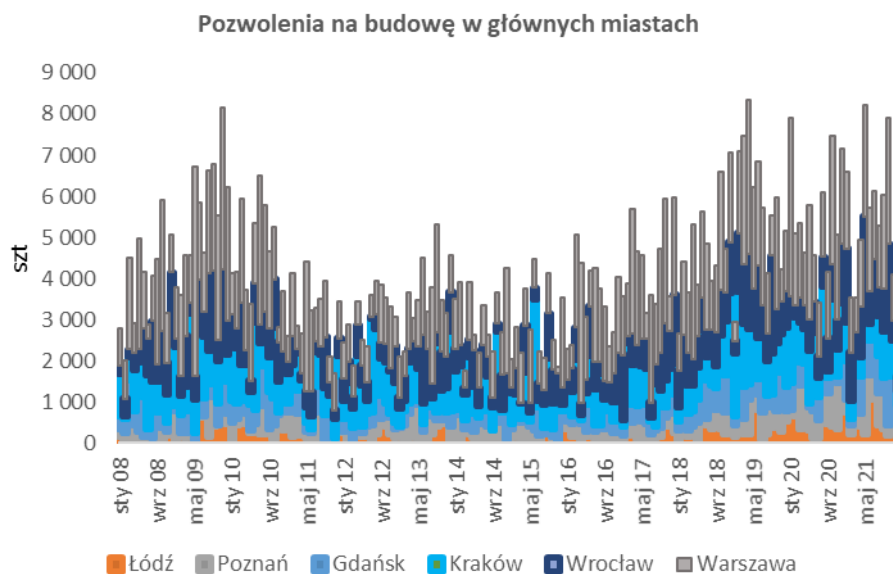
Pozwolenia na budowę wydane w Polsce i w największych miastach

Analogicznie do liczby oddanych mieszkań, liczba wydawanych pozwoleń dla całej Polski pozostaje w trendzie wzrostowym. W grudniu 2021 r. średnia miesięczna za ostatnie 24 miesiące wynosiła 25.699 pozwoleń, co oznacza wzrost o 13,2% w stosunku do grudnia 2020 r. oraz 17,4% wzrost w stosunku do grudnia 2019 r.



Źródło: GUS, Obliczenia własne

Tak więc wydawałoby się, że tempo wydawania pozwoleń jest na przyzwoitym poziomie. Niestety nie dotyczy to wszystkich miast w równym stopniu. Dynamika wydawanych pozwoleń jest bardzo zróżnicowana jeśli chodzi o poszczególne miasta. Jest dodatnia tylko w Krakowie i to w minimalnym stopniu oraz ujemna w Warszawie, Wrocławiu, Gdańsku i Poznaniu.



Źródło: GUS, Obliczenia własne

Największa ujemna dynamika wydawanych pozwoleń występuje w Warszawie i Wrocławiu. W grudniu 2021 r. średnia miesięczna wydawanych pozwoleń za ostatnie 24 miesiące to 774 we Wrocławiu oraz 1.434 pozwoleń w Warszawie, co stanowi spadek odpowiednio o 19,4% i 7,2% w stosunku do grudnia 2020 r. oraz o 11,3% i 27,3% w stosunku do grudnia 2019 r. Bierzemy pod uwagę średnią za 24-miesięczny okres, aby zmniejszyć wpływ Covidu i spojrzeć na dłuższy trend. Te dane oznaczają naszym zdaniem, że proces wydawania pozwoleń nie wrócił jeszcze do stanu sprzed pandemii i może skutkować dalszym spadkiem oddawanych mieszkań, o czym mówiliśmy już wcześniej.



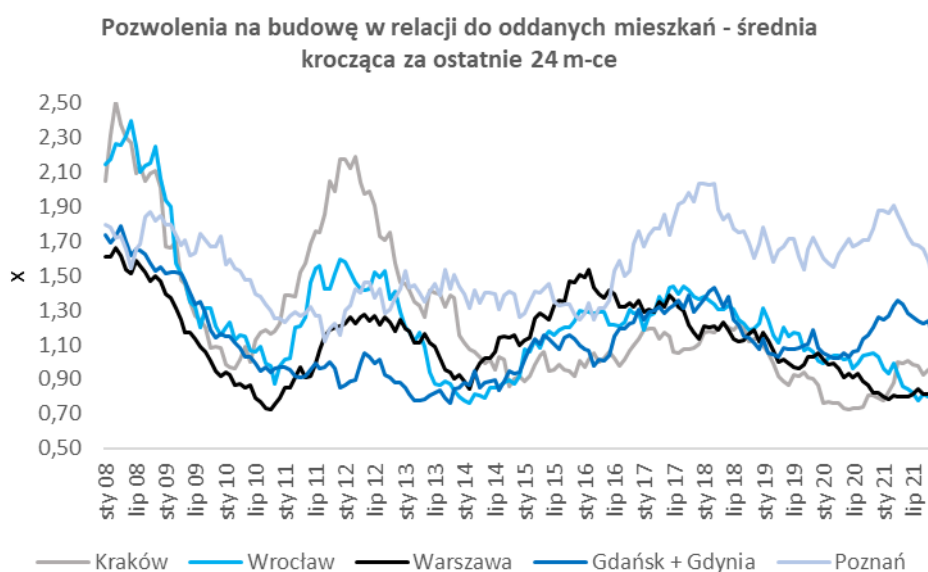
Źródło: GUS, Obliczenia własne

Na tym tle tylko Kraków wyróżnia się pozytywnie. Miasto zanotowało średnią wydanych pozwoleń na poziomie 791 lokali, co oznacza wzrost o 3,9% w stosunku do roku poprzedniego, ale jest to ciągle poziom niższy o 2,7% niż w grudniu 2019 r.

Poznań oraz Gdańsk i Gdynia łącznie też odnotowały spadki. W tym pierwszym przypadku w grudniu 2021 r. średnia 24-miesięczna liczby wydanych pozwoleń wyniosła 752 szt., co oznacza spadek o 3,4% w stosunku do grudnia 2020 r., ale wzrost o 19,9% do grudnia 2019 r. Natomiast jeśli chodzi o Gdańsk i Gdynię łącznie, średnia liczba pozwoleń to 905 szt., to minimalny spadek o 0,2% w stosunku do grudnia 2020 r., ale wzrost o 17,0% w stosunku do grudnia 2019 r.

Pozwolenia na budowę w relacji do oddanych mieszkań

Najciekawszym elementem tej analizy jest to, jak się ma liczba wydawanych pozwoleń do liczby oddawanych do użytkowania mieszkań w tym pandemicznym okresie ostatnich 24 miesięcy. Tu wnioski są bardzo niepokojące, bo dla Warszawy, Wrocławia i Krakowa liczba wydawanych pozwoleń na budowę lokali jest mniejsza niż liczba oddawanych lokali. Natomiast jeśli chodzi o Poznań oraz Gdańsk i Gdynię, to sytuacja jest w miarę stabilna. Warto zaznaczyć, że do wyliczenia tego wskaźnika bierzemy średnie 24-miesięczne.



Źródło: GUS, Obliczenia własne w oparciu o okresy 24 miesięczne

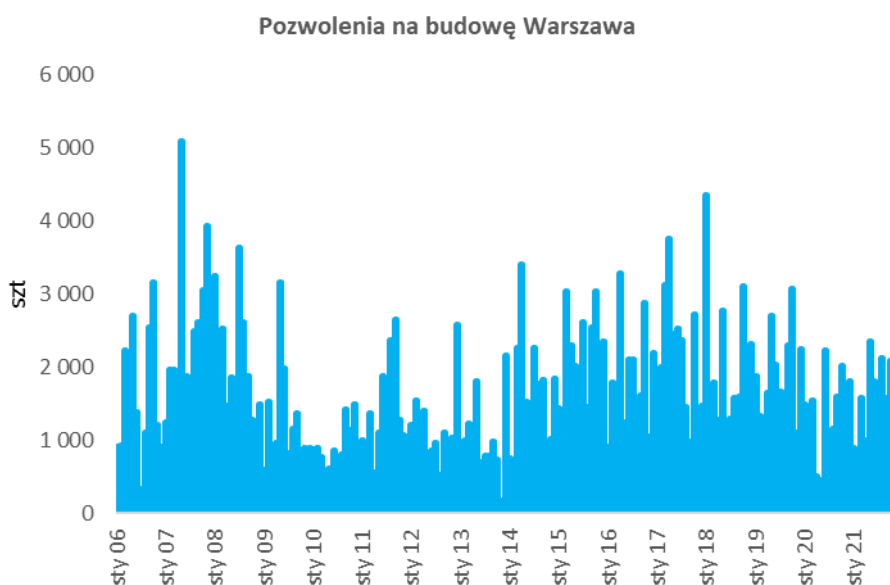
Najgorsza sytuacja jest w Warszawie i Wrocławiu, gdzie ten wskaźnik kształtuje się na poziomie 0.82x oraz 0.84x odpowiednio, nieznacznie lepiej jest w Krakowie, gdzie wyniósł on w grudniu 2021 r. 0.94x. Jeśli spojrzeć na ostatni rok, to w Warszawie wydano 19.598 pozwoleń przy oddanych 18.664 mieszkaniach, czyli relacja uległa poprawie. We Wrocławiu natomiast liczba wydanych pozwoleń to 7.916, a oddane mieszkania to 11.013, czyli

istotne pogorszenie relacji. W Krakowie natomiast w tym okresie wydano 9.763 pozwolenia, ale oddano do użytkowania 10.123 mieszkania. Wniosek jest taki, że w żadnym z tym miast nie widzimy szans na istotny wzrost liczby budowanych i oddawanych do użytkowania mieszkań. Być może stoją za tym nie tylko biurokratyczne przeszkody, ale również poważne ograniczenia urbanistyczne, które nie pozwolą na wzrosty tych poziomów. Będzie to miało swoje konsekwencje w najbliższej przyszłości, z tym zastrzeżeniem, że rynek już częściowo zdyskontował te procesy, jeśli spojrzeć na gwałtowny wzrost cen mieszkań w 3Q21 i 4Q21.

Jeśli chodzi o dwie pozostałe aglomeracje, to relacja pomiędzy liczbą wydawanych pozwoleń a liczbą oddawanych mieszkań jest dużo lepsza – ze wskaźnikami na poziomie 1.57x dla Poznania oraz 1.19x dla Gdańska i Gdyni łącznie. Jeśli chodzi o Poznań, to wskaźnik ten był w 2021 r. na podobnym poziomie jak w 2019 r., a w przypadku Gdańska i Gdyni nawet na wyższym poziomie, prawdopodobnie ze względu na większą dostępność gruntów pod zabudowę.

Rynek warszawski będzie cenowo rósł mocniej niż inne duże miasta

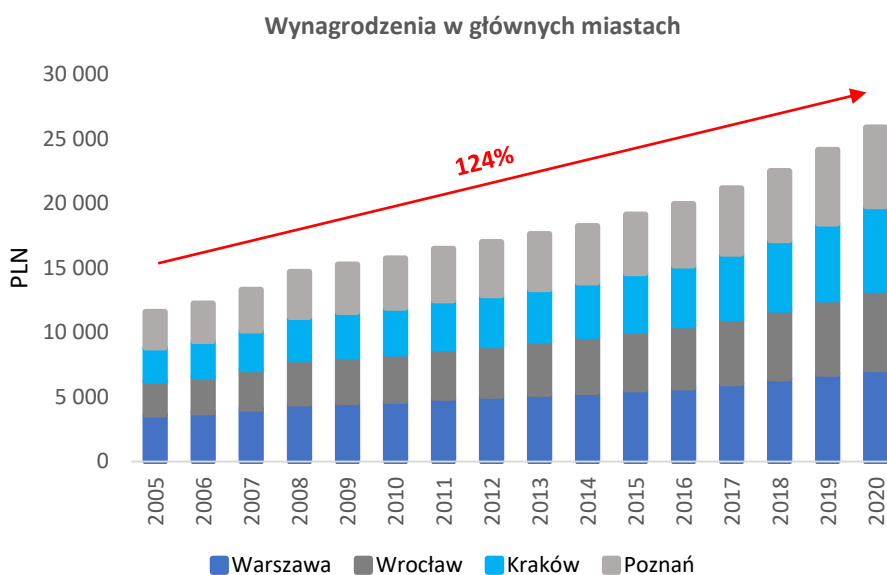
Biorąc pod uwagę liczbę wydawanych w Warszawie pozwoleń na budowę oraz liczbę oddanych mieszkań, wydaje się, że rynek będzie się mocno wyróżniał „in plus” pod względem dynamiki cen. Sądzymy, że bieżący rok przyniesie na tym rynku wzrost cen na poziomie ok. 12%. Jest to uzasadnione tym, że dostępność gruntów inwestycyjnych w relacji do popytu jest tu najniższa i nic nie wskazuje na to, żeby ta sytuacja uległa zmianie. Dodatkowo obserwujemy na rynku nowe zjawisko w postaci przejmowania giełdowych deweloperów, dysponujących dużym bankiem ziemi, szczególnie w Warszawie, przez prywatne podmioty.



Źródło: GUS, Obliczenia własne

Przejęcie Robyga przez **TAG Immobilien AG** może być kluczowym sygnałem, że rynek się będzie dalej konsolidował, ze względu na brak ziemi pod budowę nowych mieszkań. Niemiecka spółka przejęła wcześniej innego polskiego dewelopera Vantage S.A., rozpoczynając tym samym budowę mieszkań we wszystkich większych miastach poza Warszawą. Przejęcie Robyga oznacza wkroczenie tego podmiotu na rynek warszawski. Robyg jest przede wszystkim obecny na rynku warszawskim i trójmiejskim, w dużo mniejszym stopniu na rynku wrocławskim i poznańskim.

W ostatnim czasie Robyg poczynił dużo zakupów ziemi w Warszawie, pozwalających wybudować ponad 4.000 mieszkań w perspektywie kolejnych 4-5 lat. Wygląda jednak na to, że mieszkania te nie trafią do sprzedaży, ale na wynajem, co oznacza ograniczenie podaży o kolejne 10% w tych latach.



Źródło: GUS, Obliczenia własne

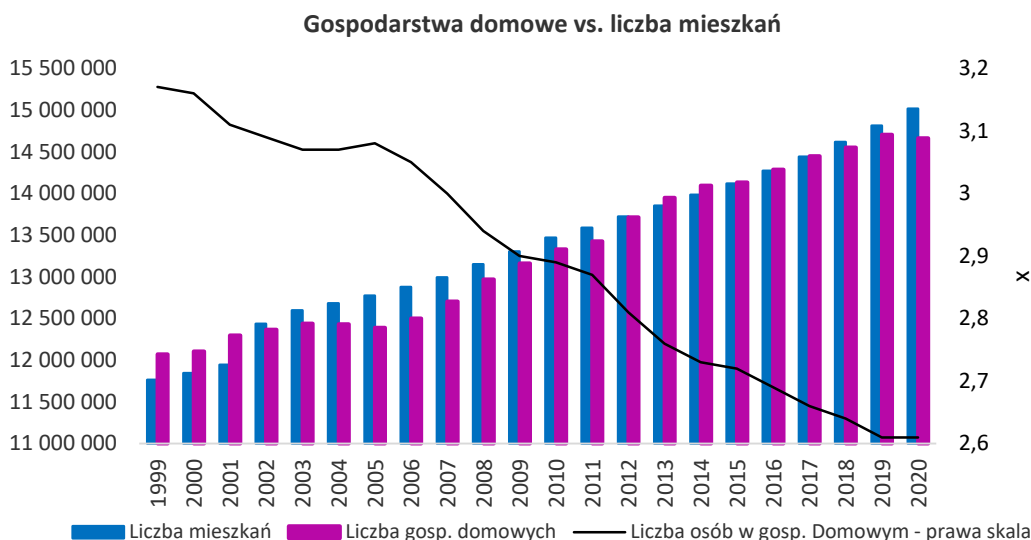
Jak już wspomnieliśmy wcześniej, duże znaczenie dla dynamiki cen mieszkań ma poziom wynagrodzeń w danym mieście i ich dynamika wzrostu. Wynagrodzenia w Warszawie są najwyższe w skali kraju i wyniosły w 2020 r. ok. 7.148 PLN. Dla porównania średnie wynagrodzenie we Wrocławiu to 6.141 PLN. Niemniej średnie wynagrodzenia w Warszawie rosły w okresie ostatnich 15 lat najwolniej spośród największych miast – na poziomie 4,7% rocznie. Dla porównania we Wrocławiu było to 5,8% rocznie. Nie są to jednak jakieś duże różnice i biorąc pod uwagę, że w Warszawie działa ok. 108.000 spółek prawa handlowego oraz 179.000 działalności jednoosobowych, to jednak Warszawa pozostanie najprawdopodobniej najbardziej dynamicznym miastem w Polsce pod względem dochodu rozporządzalnego.



Źródło: GUS, Obliczenia własne

Liczba mieszkań w Polsce osiągnęła już niemal poziom liczby gospodarstw domowych

Jedną z tez wskazujących na możliwość wystąpienia nadpodaży mieszkań w Polsce jest kwestia relacji pomiędzy liczbą gospodarstw domowych a liczbą mieszkań. Ta ostatnia osiągnęła w 2020 r. poziom 15 mln, czyli o 355.000 więcej niż całkowita liczba gospodarstw domowych. Natomiast w historii wielokrotnie już zdarzała się sytuacja, że liczba mieszkań przewyższała liczbę gospodarstw i skutkowało to co najwyżej krótkotrwałym spadkiem cen.



Natomiast trwale obserwujemy spadek liczby osób w gospodarstwie domowym – z poziomu 3,17 w 1999 do poziomu 2,61 w 2020 r. Jest to efekt starzenia się społeczeństwa, rosnącej długości życia, mniejszej dzietności Polaków oraz liczby rozwodów. Nie mamy podstaw żeby sądzić, że te tendencje ulegną odwróceniu, tak więc liczba gospodarstw domowych będzie rosła, co najwyżej w wolniejszym tempie niż dotychczas.



Jeśli chodzi o liczbę mieszkań przypadających na 1000 osób, to Polska jest w ogonie Europy. Po części może to wynikać z faktu, że nie jesteśmy tak atrakcyjnym turystycznie miejscem, jak Portugalia, Francja czy Hiszpania, gdzie dużo apartamentów jest wynajmowanych turystom. Ponadto w Polsce ok. 55% mieszkańców mieszka w domach jednorodzinnych, a nie w mieszkaniach. Do tej pory było to warunkowane tym, że koszt zakupu i utrzymania domu był niższy, szczególnie przy rodzinach wielopokoleniowych, jak

również tym, że poziom urbanizacji Polski nie osiągnął jeszcze standardów zachodnich. Jednakże naszym zdaniem **mamy tu sprzeczność związaną z malejącą wielkością gospodarstwa domowego i poziomem popytu na domy.**

Jeśli liczba osób w gospodarstwie domowym będzie dalej spadać, to naturalne, że domy w okolicach podmiejskich będą mniej atrakcyjnym miejscem zamieszkania w przyszłości, ze względu na rozkład kosztów. Krótko mówiąc, wraz ze starzejącym się społeczeństwem trudno uwierzyć, że emeryta samotnie mieszkającego w 150 m² domu w okolicy podmiejskiej będzie stać na jego utrzymanie. Bardziej prawdopodobne jest, że taki dom zostanie sprzedany, a jego mieszkaniec przeprowadzi się do jakiegoś 50 m² mieszkania, być może w tej samej okolicy.

Podsumowanie

Podsumowując nasze dotychczasowe obserwacje i analizy, wyciągnęliśmy następujące wnioski:

- f) Zaczynamy powoli zauważać, że niska dynamika wydawanych pozwoleń na budowę mieszkań w niektórych miastach zaczyna się przekładać na wyższą dynamikę cen mieszkań w tych miastach. **W okresie ostatnich 3 lat ceny mieszkań na rynku pierwotnym wzrosły w Warszawie o +31,0%, we Wrocławiu o +40,9%, a w Krakowie o +47,5%, dużo więcej niż w Gdańsku +26,2%, czy Gdyni +17,1%, gdzie nie ma problemu z pozwoleniami.**
- g) Nic nie wskazuje, na to żeby liczba wydawanych pozwoleń uległa istotnemu zwiększeniu, co może z kolei wskazywać na to, że **ograniczenia popytowe związane z wolniejszym wzrostem płac realnych nie przełożą się na mniejszą dynamikę cen mieszkań, jak oczekuje rynek, gdyż nie będzie wystarczającej podaży.**
- h) Do niższej podaży przyczynia się fakt, że **w dużych miastach następuje stopniowe ograniczenie puli łatwo dostępnych gruntów inwestycyjnych.** Dodatkowo, tam właśnie przede wszystkim pojawiają się fundusze zagraniczne zainteresowane inwestycjami w rynek mieszkaniowy. Skutkuje to z jednej strony poszukiwaniem przez część deweloperów możliwości ekspansji na mniejsze rynki, z drugiej – projektami realizującymi przekształcenia istniejącej zdegradowanej lub ekstensywnej zabudowy.
- i) Czynnikiem, który może okazać się istotny, to **starzenie się mieszkań i stopniowa wymiana starej zabudowy.** Do tej pory ten problem był marginalizowany, jako że najstarsze bloki pochodziły z lat 50-tych, a więc aktualnie są w użytkowaniu od ponad 70 lat. Zbliżamy się do momentu, kiedy poziom wyeksploatowania może w części przypadków uniemożliwić ich zamieszkiwanie. Oczywiście można ten proces opóźnić poprzez odpowiednie zabiegi remontowe. Z drugiej strony, do przyspieszenia zjawiska może przyczynić się presja związana z ograniczeniem podaży gruntów, o której mowa wyżej. Dodatkowo istnieją trudno przewidywalne czynniki losowe. Przykładowo, gdyby doszło do jednej lub kilku większych katastrof

budowlanych w budynkach z lat 70., można spodziewać się zmiany społecznego postrzegania problemu i zmiany podejścia do wymiany zabudowy.

- j) Ostatni element to **imigracja do Polski**, która pomimo pandemii bardzo mocno rośnie szczególnie w takich miastach jak Warszawa. Nie jesteśmy do końca w stanie przełożyć tego procesu na popyt na mieszkania, ale przyrost osób ubiegających się o stały pobyt w Polsce o ok. 26.000 pomiędzy 2021 a 2020 r. dla **samej Warszawy może oznaczać wzrost popytu na mieszkania o ok. 1.500 szt.**

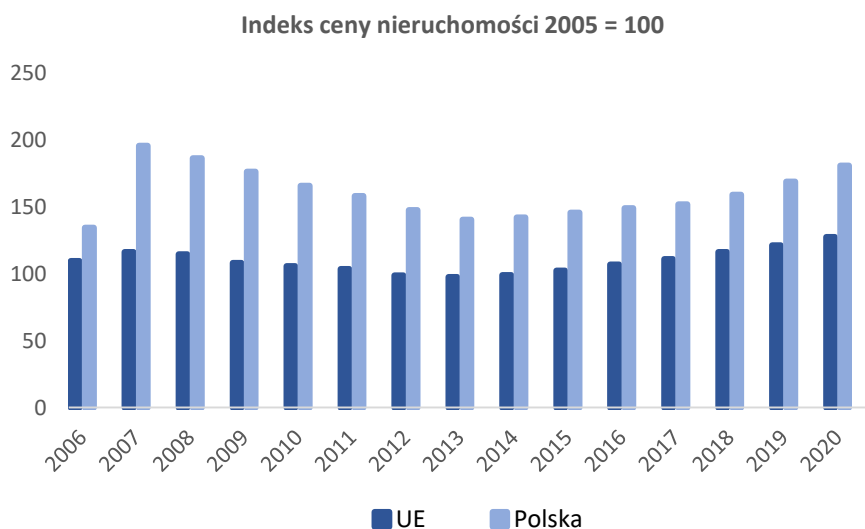
Analiza sytuacji w Polsce na tle trendów na innych rynkach UE



Dynamika zmian cen nieruchomości pomiędzy UE a Polską

Ostatnie 16 lat rozwoju rynku nieruchomości w Polsce można podzielić na dwa okresy: do roku 2007, kiedy euforia związana z wejściem Polski do UE w 2004 r. spowodowała skokowy wzrost cen w latach 2006-2007, co było również związane z dobrą koniunkturą gospodarczą, większą dostępnością kredytów hipotecznych, szczególnie w CHF, oraz faktem, że lada moment wejdziemy do Unii walutowej i stopy procentowe mocno spadną.

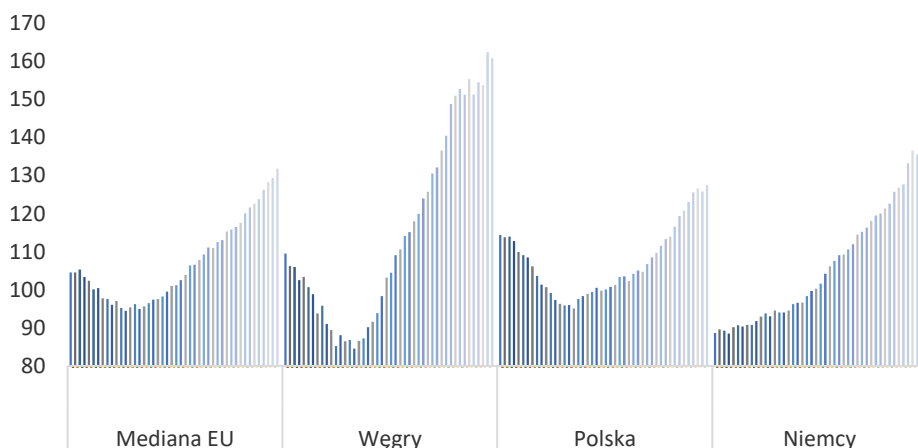
Kolejny okres jest liczony od roku 2008, kiedy te wszystkie oczekiwania zostały brutalnie zweryfikowane przez kryzys finansowy w USA spowodowany nadmierną ekspansją kredytu hipotecznego. W tym okresie, od roku 2008 do roku 2020 średnia dynamika cen mieszkań w Polsce była nieznacznie lepsza niż średnia dla UE. Dla całego okresu od roku 2006 średnia dla Polski wyniosła ok. 5,4% wobec średniej UE na poziomie 1,8%. Natomiast w okresie 2008-2020 ceny nieruchomości w Polsce spadały w tempie 0,6% średniorocznie, podczas gdy w UE rosły o 0,7%. Warto jednak zauważyć, że są to ceny ujęte w EUR, więc w przypadku Polski duże znaczenie przy tym sposobie prezentacji danych ma kwestia kursu walutowego EUR/PLN w analizowanym okresie.



Źródło: Eurostat, GUS, Obliczenia własne

Pomimo powszechnego odczucia, że w ostatnich 2 latach w Polsce tworzy się bańka na rynku nieruchomości z powodu gwałtownie rosnących cen, to jednak **dynamika tych wzrostów jest dużo niższa niż dla naszych bliskich sąsiadów, takich jak Niemcy, Węgry czy Czechy.**

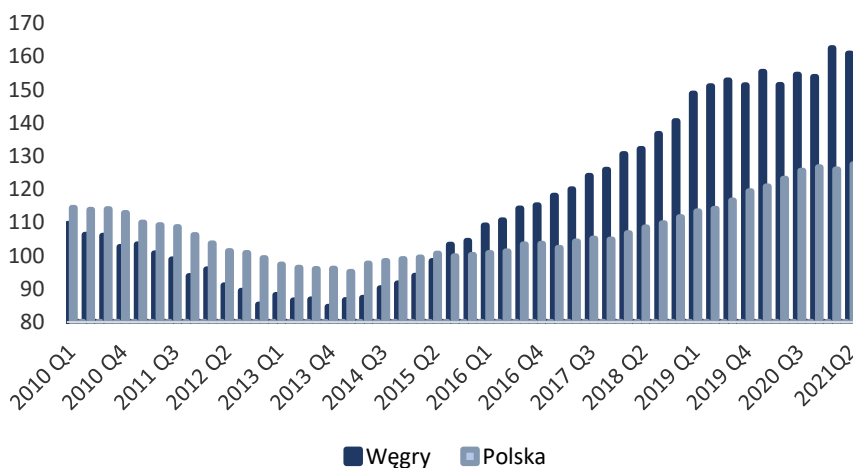
Indeks cen nieruchomości w wybranych krajach 2015=100
dane w okresie od 1Q10 do 2Q21



Źródło: Eurostat, GUS, Obliczenia własne

W okresie 2010-2021 ceny nieruchomości w UE rosły w średnim rocznym tempie na poziomie 2,1%, podczas gdy w Polsce tempo to było duże niższe i wynosiło tylko 1,0% (dane za Eurostat, w euro, uwzgl. różnice kursowe). Dla porównania w Niemczech to było 4,1%, w Czechach 3,7%, a na Węgrzech 3,5%. Pytanie, które się nasuwa, to skąd taka różnica, szczególnie w stosunku do Węgier, które mają bardzo zbliżony do nas model gospodarczy i przemysłowy.

Indeks cen nieruchomości w Polsce i na Węgrzech 1Q15=100



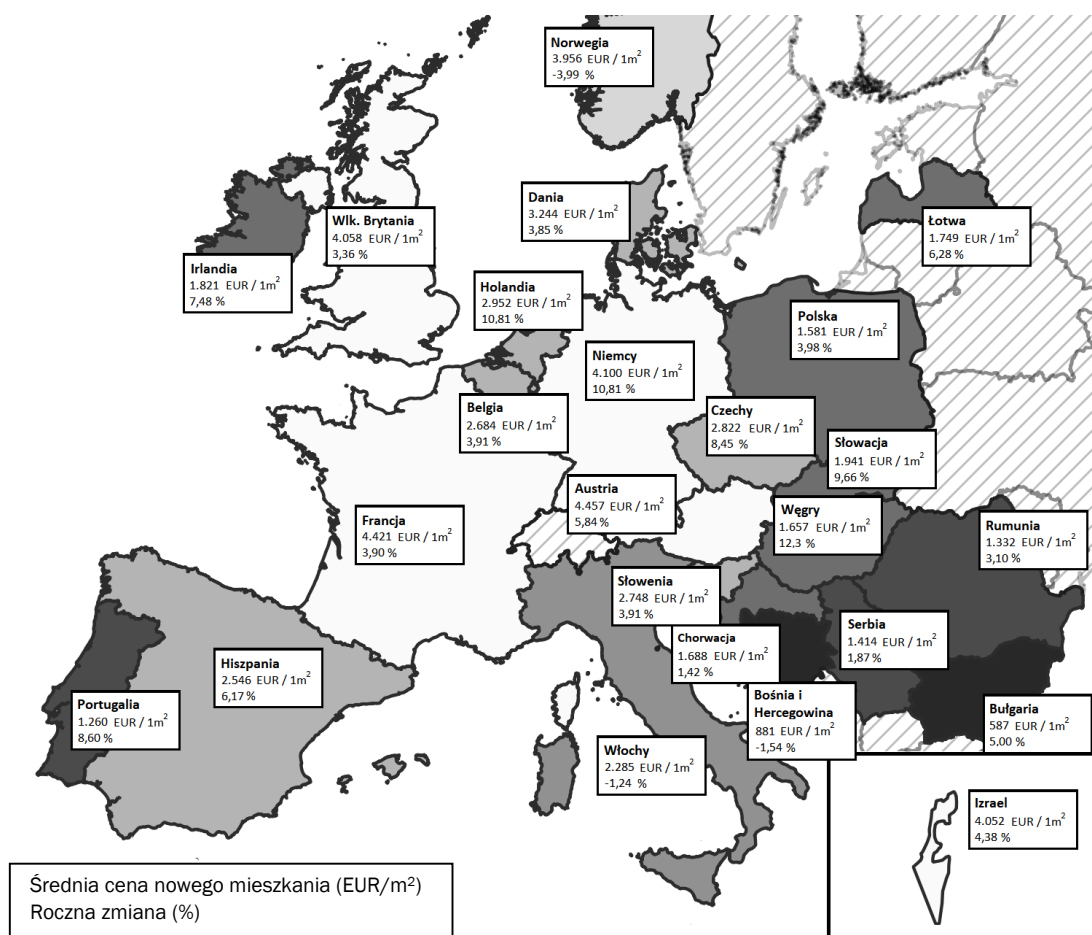
Źródło: Eurostat, GUS, Obliczenia własne

Tu dochodzimy do naszego głównego elementu analizy, który chcemy poruszyć w dalszej części raportu. Jeśli spojrzeć na dane dotyczące dynamiki wzrostu rynku nieruchomości

w Polsce i na Węgrzech, zastanawiające jest, co spowodowało, że rynek nieruchomości na Węgrzech jest o wiele bardziej dynamiczny niż w Polsce, szczególnie po roku 2014.

Ogólna odpowiedź na to jest taka, że rząd Węgier aktywnie wspierał rozwój rodzimego rynku mieszkaniowego poprzez różnego rodzaju zachęty finansowe oraz czasowe obniżki podatków, w tym podatku VAT. Do tego doszły jeszcze inne elementy, takie jak: przewalutowanie kredytów hipotecznych w CHF na HUF, czy różne programy pomocowe stymulujące popyt na mieszkania.

Co więcej, ceny nieruchomości są wyższe nie tylko na Węgrzech, ale też w innych krajach ościennych, takich jak Słowacja czy Czechy. Przykład węgierski jest jednak dla nas najciekawszy ze względu na problem kredytów w CHF, który występował tam podobnie, jak w Polsce, ale został rozwiązany o wiele wcześniej i skuteczniej niż u nas.



Źródło: za Raportem Deloitte: Raport Property Index 2021. Jak mieszkają Europejczycy i ile ich to kosztuje, Lipiec 2021

Węgry jako przykład transformacji rynku nieruchomości



Dynamika rozwoju węgierskiego rynku nieruchomości, a w szczególności skokowego wzrostu cen zaskoczyła nas. Dlatego postanowiliśmy się przyjrzeć procesom tam zachodzącym. Sądzymy, że Polska stoi obecnie w miejscu, gdzie pewne procesy przyspieszą, co może spowodować, że pojawią się pewne analogie z rynkiem węgierskim.

Program wcześniejszej spłaty kredytów w CHF na Węgrzech

Program wcześniejszej spłaty został uruchomiony we wrześniu 2011 r. i trwał do końca lutego 2012 r., umożliwiając kredytobiorcom pełną spłatę kredytów hipotecznych w CHF po obniżonym kursie wymiany HUF 180 do franka szwajcarskiego, gdy kurs franka wynosił wtedy HUF 235-250. W rezultacie 23,3% kredytów hipotecznych – HUF 984 mld (lub EUR 3,3 mld) – zostało spłaconych po zdyskontowanym kursie walutowym, a HUF 1.355 mld (około EUR 4,6 mld) po kursie bieżącym. Nowe pożyczki i kredyty tylko w 30% były źródłem przedterminowej spłaty kredytów w CHF; pozostałe 70% stanowiły oszczędności gospodarstw domowych (ubezpieczenia na życie, papiery wartościowe itp.), co spowodowało, że na taką możliwość mogła sobie pozwolić tylko klasa średnia.

Banki musiały jednak pokryć koszty dyskonta, odpisując stratę brutto bliską HUF 350-400 mld (0,5% PKB). Zgodnie z umową między bankami a rządem, instytucje finansowe miały możliwość odpisania sobie od specjalnego podatku od banków do 30% tego dyskonta, więc koszt programu został ostatecznie rozłożony na poziomie 70%/30% między banki a rząd. Ta potencjalna dotacja oferowana gospodarstwom domowym pomogła sfinansować spłatę kredytów w CHF (z oszczędności lub kredytów), co miało jednak później negatywny wpływ na dystrybucję dochodów i poziom oszczędności.

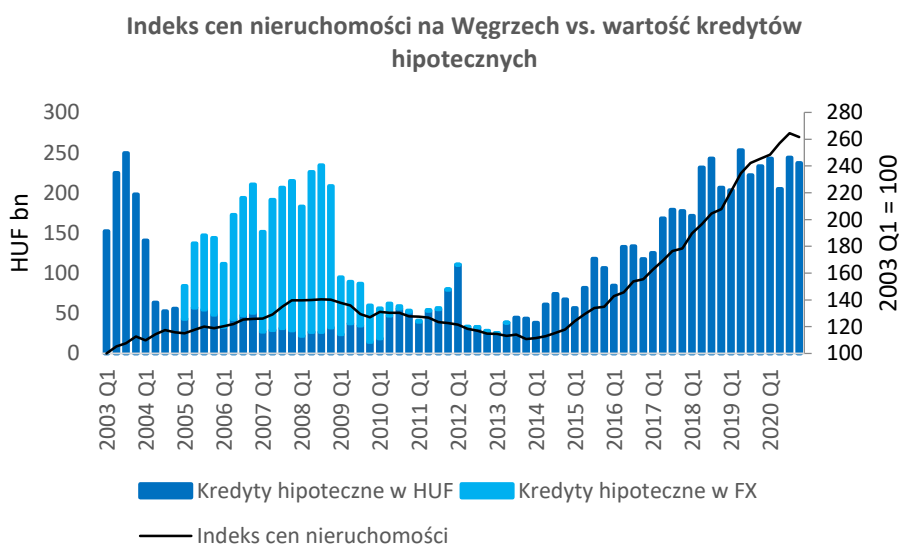
Program ograniczenia kosztu odsetkowych kredytów walutowych

W 2012 roku został wprowadzony program nakładający limit kursu walutowego służącego do przeliczania odsetek do spłaty. Po uruchomieniu programu, ze względu na niską liczbę wnioskodawców, kryteria kwalifikowalności zostały złagodzone, a termin był kilkakrotnie modyfikowany, aby był bardziej dostępny i atrakcyjny dla kredytobiorców. Po zakwalifikowaniu części odsetek, jako znajdujące się powyżej limitu kursowego, odsetki te były płacone przez bank i rząd (w stosunku 1:2); kredytobiorcy musieli spłacić tylko część główną odsetek znajdujących się poniżej limitu. Mimo aktywnej zachęty ze strony rządu do przystąpienia do tego programu, nigdy nie zyskał on masowej popularności: niemniej w latach 2011-2013 z tej opcji skorzystało około 40% uprawnionych gospodarstw domowych (łącznie 178 tys. kredytobiorców).

Przymusowe przewalutowanie kredytów walutowych

Od samego początku rząd Węgier promował zamianę kredytów mieszkaniowych walutowych na kredyty w HUF, ale na początku nie udzielono kredytodawcom odpowiedniego wsparcia. Dopiero w listopadzie 2014 r. rząd wydał dekret, który zmusił banki do konwersji walutowych kredytów hipotecznych na HUF po obecnym rynku walutowym – Kurs wymiany HUF (1 CHF=256,47 HUF, 1 EURO=308,97). Przyszła początkowa stopa oprocentowania skonwertowanych kredytów hipotecznych była również regulowana i nie mogła zostać zmieniona przez trzy lata. Konwersja ta odbywa się równoległe do rozliczeń, które rekompensują dłużnikom spread fx i wzrost stóp procentowych w związku z przekształceniem kredytu w HUF. W konsekwencji to rozwiązanie polepszyło sytuację kredytodawców, którzy mogli zostać uderzeni przez osłabienie kursu HUF w stosunku do CHF.

Wcześniej i później pojawiły się różnego rodzaju programy dopłat do mieszkań – zarówno nowych, jak i używanych oraz czasowe obniżki podatku VAT. Wszystkie te kwestie zaowocowały boorem, jeśli chodzi o ceny mieszkań wsparte mocną ekspansją kredytową.



Źródło: MN Bank, Obliczenia własne

W ostatecznym rozrachunku wszystkie te działania spowodowały poprawę sytuacji kredytobiorców w kolejnym cyklu gospodarczym oraz umożliwiły zaciągnięcie nowych kredytów na mieszkania, ale w większej wysokości. Naszym zdaniem to właśnie restrukturyzacja kredytów w CHF była tą pierwotną przyczyną, która umożliwiła spadek zadłużenia ogółem w późniejszym okresie i w związku z tym pojawiło się miejsce na uruchomienie nowej akcji kredytowej. To spowodowało odrodzenie rynku nieruchomości

i gwałtowny wzrost cen. Wskutek tych działań wystąpiło kilka ciekawych zjawisk w istotnej skali:

- 1) **Pomiędzy 1Q11 a 2Q21 średnia cena nieruchomości wzrosła na Węgrzech o 99%, podczas gdy w Polsce było to 48%.**
- 2) **W 2020 r. ogólna kwota udzielonych nowych kredytów mieszkaniowych na Węgrzech to HUF 928 mld, co stanowi 1,9% PKB, podczas gdy w Polsce udzielono w tamtym okresie PLN 63,3 mld nowych kredytów, co stanowi 2,7% PKB.**
- 3) **Na Węgrzech w 2020 r. ogółem sprzedano 37.386 mieszkań, podczas gdy w Polsce sprzedano ponad 53.000 mieszkań (nasza estymacja).**

To by oznaczało, że **proporcje udzielanych kredytów w stosunku do sprzedanych mieszkań są praktycznie na tym samym poziomie w obu krajach**, przy czym rynek mieszkaniowy w Polsce jest większy. W związku z tym, wniosek nasuwa się sam: w przeciwieństwie do większości krajów europejskich, w tym w szczególności Węgier, **rynek Polski jest jeszcze daleki od poziomów cen, które można by nazwać bańką**. Pytanie jak rozwine się sytuacja w kolejnych latach. Naszym zdaniem poza takimi czynnikami jak: poziom inflacji vs. poziom realnych stóp procentowych, dynamika płać realnych oraz podaź nowych mieszkań **pojawi się również kwestia budowy coraz większej liczby mieszkań przez wyspecjalizowane fundusze wyłącznie na wynajem:**

- **Do roku 2028 instytucje planują wybudować pod projekty najmu (PRS) ok. 60.000 mieszkań.** To oznacza, że podaź mieszkań przeznaczonych na sprzedaż spadnie o ok. 10.000 rocznie, z tym że efekt dla największych miast będzie różny;
- **Warszawa będzie miała najbardziej ograniczoną podaź mieszkań przeznaczonych na sprzedaż, ponieważ ok. 34% z tych 60.000 mieszkań powstanie właśnie w Warszawie.** Czyli przez kolejne 6 lat, co roku będzie wypadać ze sprzedaży ok. 3.400 mieszkań. Dla przypomnienia w 2020 r. oddano do użytkowania w Warszawie 22.185 mieszkań. Czyli **aż 15% wszystkich mieszkań nie pojawi się w sprzedaży dla klientów indywidualnych;**
- **Ostatni element to program ugód bankowych dla kredytów CHF i postępująca liczba rozstrzyganych na korzyść kredytobiorców spraw.** Na ten moment to są jeszcze zbyt małe kwoty, żeby istotnie wpłynąć na rynek mieszkaniowy, ale uważamy, że najpóźniej w 2023 r. liczba rozstrzygnięć skutkująca wypłatą odsetek i rat kapitałowych do tej pory wniesionych i powiększonych o kwotę odsetek karnych oraz skorygowanych o aktualny kurs CHF/PLN będzie na szacowanym poziomie ok. PLN 16 mld, co powinno już mieć istotny wpływ na rynek mieszkaniowy.

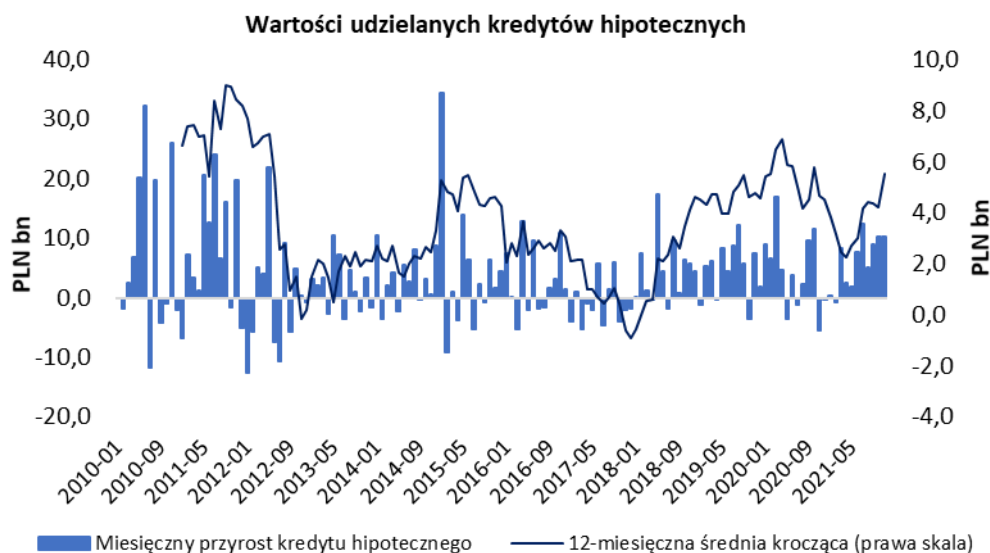
Nasz wniosek jest taki, że bez względu na wahania koniunktury w kolejnych 2-3 latach trend wzrostu cen nieruchomości jest raczej niezagrożony. To, co mogłoby wprowadzić istotną korektę do naszego scenariusza, to raczej elementy związane z globalną koniunkturą lub sytuacją polityczną. Światowy krach finansowy jest o wiele bardziej prawdopodobny niż jeszcze kilka lat temu, gdyż zarówno gospodarki dojrzałe, jak i te rozwijające się bardzo mocno zwiększyły swoje zadłużenie w ciągu ostatnich 10 lat. Przy niskich stopach procentowych to nie był problem dla dalszego wzrostu gospodarczego, ale

to, do czego będzie zmuszony FED, jeśli chodzi o podwyżki stóp, może pogрузić wiele gospodarek na długie lata. Inne ryzyka z rodzimego podwórka to istotne zmiany podatkowe dla inwestujących w nieruchomości typu podatek katastralny.

Jednak standardowy podatek katastralny (nawet jeśli będzie dotyczył tylko 2. mieszkania lub ogólnie pustostanów), naszym zdaniem będzie tylko chwilowym negatywnym impulsem, tak długo jak nie będziemy widzieć alternatywnych możliwości lokowania kapitału. Ponadto, zgodnie z ostatnimi doniesieniami, prawdopodobieństwo wprowadzenia takiego podatku w Polsce zmniejsza się. Można też założyć, że ze względu na prawdopodobną jego konstrukcję (podatek od drugiego mieszkania lub od mieszkań nabywanych w celach inwestycyjnych) nie dotknąby w bardzo dużym stopniu osób fizycznych zabezpieczających swoje oszczędności, m.in. ze względu na różne możliwości jego obejścia.

Kredyty hipoteczne a poziom oszczędności

Kwota udzielonych nowych kredytów mieszkaniowych w październiku 2021 r. osiągnęła poziom PLN 8,18 mld, co oznacza wzrost o 46,8% r/r, co jest historycznym rekordem. W kolejnych miesiącach dynamika kredytów mocno spowolniła i ostatecznie za 12 miesięcy wartość udzielonych kredytów wyniosła PLN 94,6 mld (wzrost o 49.5% r/r). Wydawałoby się, że tak dynamika jest nie do utrzymania w dłuższym okresie, ale należy zwrócić uwagę, że musimy wziąć pod uwagę inne zmienne, takie jak: wzrost wynagrodzeń (11,2% w grudniu 2021 r.) czy inflację (8,6% w grudniu 2021 r. oraz 9,2% w styczniu 2022 r.), a także najważniejszy fakt, że udzielone wcześniej kredyty są też na bieżąco spłacane przez kredytobiorców. W związku z tym w horyzoncie 12 miesięcy możemy się spodziewać istotnego spowolnienia, ale raczej nie w dłuższym okresie.

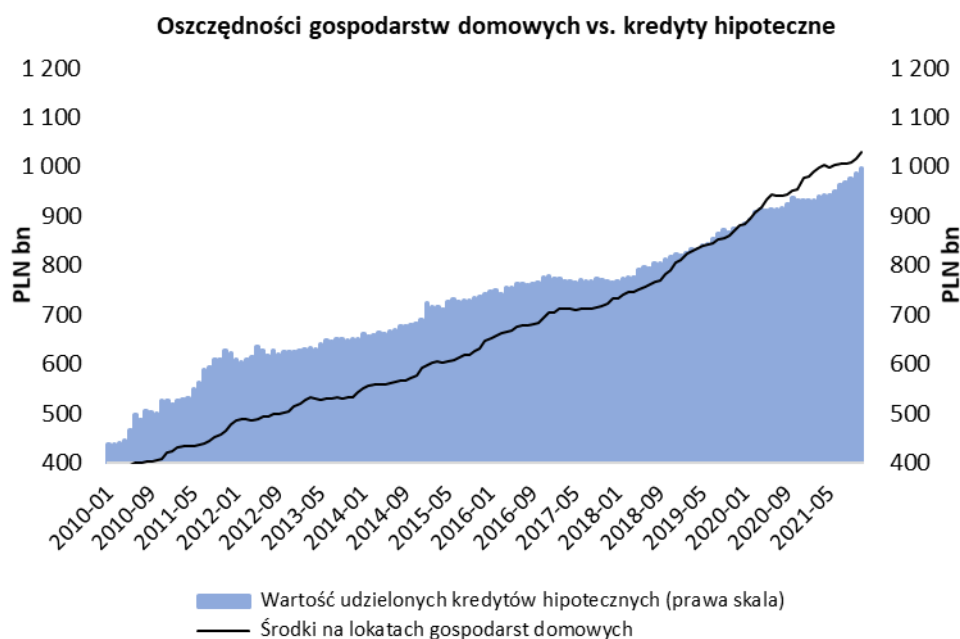


Źródło: NBP, KNF, Obliczenia własne

Ten ostatni element jest krytyczny, gdyż za ostatni rok ogólna kwota netto kredytów dla gospodarstw domowych, w tym kredytów hipotecznych, przyrosła o PLN 37,6 mld. BIK

raportuje o przyroście nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych na poziomie PLN 94,6 mld. W sumie różnica to PLN 57 mld, z tego szacujemy, że ok. PLN 30 mld mogą stanowić po prostu spłaty rat kredytowych. Pozostała część jest związana z wahaniami kursowymi i/lub restrukturyzacją części kredytów hipotecznych w bankach. W każdym przypadku oznacza to, że jesteśmy naprawdę daleko od bańki, przynajmniej jeśli chodzi o sumy udzielanych do tej pory kredytów hipotecznych i ogólny poziom zadłużenia.

Ogólna kwota udzielonych kredytów hipotecznych netto osiągnęła na koniec 2021 r. poziom ok. PLN 578 mld (nasza estymacja). Pomimo faktycznie rekordowych kwot, jeśli chodzi o wartość udzielonych przez sektor bankowy kredytów mieszkaniowych, to ogólna ich wartość pozostaje na stabilnym poziomie – zarówno w stosunku do PKB, jak i wartości depozytów gospodarstw domowych. Co ciekawe, według naszych wyliczeń, wartość kredytów mieszkaniowych pozostaje jednocześnie na poziomie ok. 23% PKB, dużo poniżej średniej UE, która wynosi ok. 50%. Naszym zdaniem ten stan będzie trwał, ponieważ zarówno wzrost PKB, jak i inflacja utrzymują się na poziomie dużo wyższym niż w UE, a co za tym idzie – wzrost płac nominalnych będzie też dużo wyższy. Niebezpieczeństwo naszym zdaniem może pojawić się w momencie, gdy **zderzymy się z recesją, która skoreluje się z deflacją albo wskutek dużego wzrostu oprocentowania kredytów, które będzie istotnie wyższe niż poziom inflacji.**

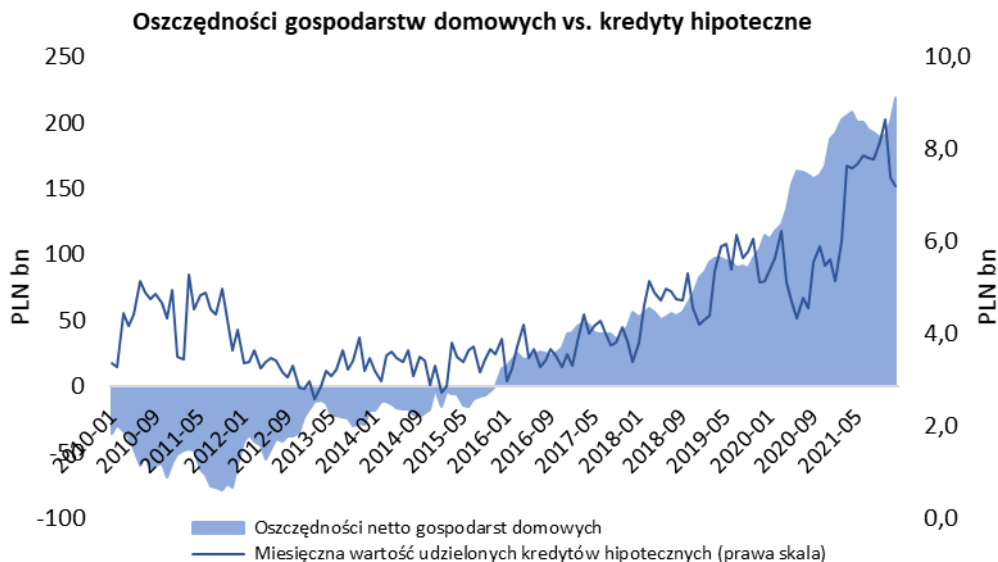


Źródło: NBP, KNF, Obliczenia własne

– dane KNF obrazują wartość udzielonych kredytów hipotecznych brutto i nie biorą pod uwagę spłat

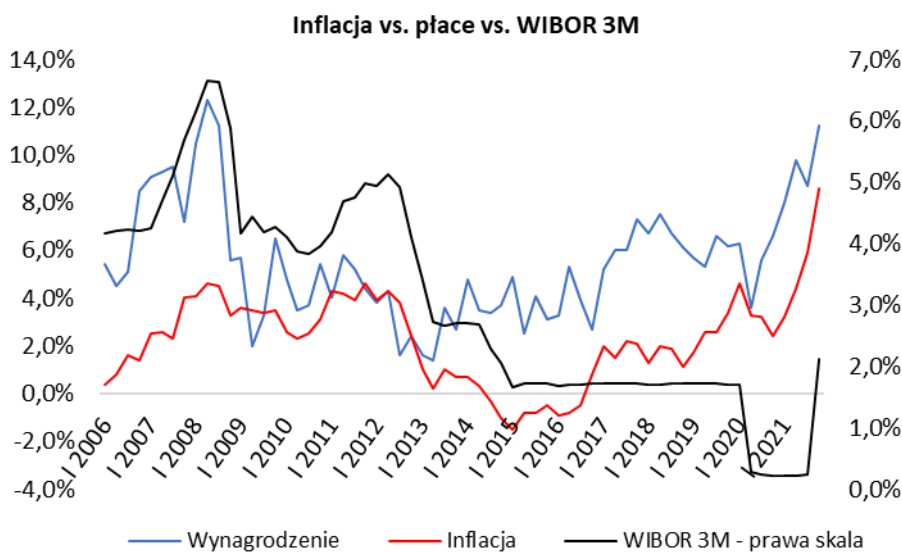
Wartość relacji historycznie udzielonych kredytów hipotecznych dla gospodarstwa domowych w stosunku do ich lokat bankowych i ROR utrzymuje się od roku 2011 na stabilnym poziomie ok. 80-85%. Te dane są zestawiane w taki sposób, jak prezentuje je KNF, dlatego zakładamy, że aktualna wartość kredytów hipotecznych jest niższa, gdyż należy uwzględnić aktualne spłaty rat kapitałowych. Niemniej, wyraźnie tu widać, że banki utrzymują nadpłynność i nie pozwalają na nadmierne zadłużenie się gospodarstw

domowych, pomimo dwucyfrowego wzrostu cen nieruchomości. Pamiętajmy również, że wzrost cen powoduje, że wskaźnik LTV kredytów, z punktu widzenia banków, uległ w ostatnim czasie istotnej poprawie i pozwala na dalszą ekspansję kredytową.



Źródło: NBP, KNF, Obliczenia własne

Co może ewentualnie zdecydować o dynamice udzielania nowych kredytów mieszkaniowych w przyszłości, to kwestia stóp procentowych i marż narzucanych przez banki. Dodatkowo są też dwa inne bardzo ważne elementy – poziom wzrostu płac oraz inflacji, co skutkuje w efekcie dynamiką płacy realnej. W okresie od roku 2013 dynamika płacy nominalnej była konsekwentnie wyższa niż inflacja. Niestety z ostatnim odczytem inflacji wstępnej na poziomie 9,2% za styczeń 2022 r. to się może zmienić, przynajmniej na jakiś czas, przy czym na ten moment dynamika płac o dziwo wyprzedza dynamikę inflacji. Warto jednak podkreślić, że w okresie od 2006 r. momenty, kiedy inflacja przewyższała poziom płac zdarzały się sporadycznie i nie trwały długo, najczęściej 1-2 kwartały. Nie mamy powodu, żeby sądzić, że tym razem będzie inaczej i raczej po okresie słabszej dynamiki, liczba udzielanych kredytów powinna wrócić do rekordowych poziomów.



Źródło: NBP, GUS, Obliczenia własne

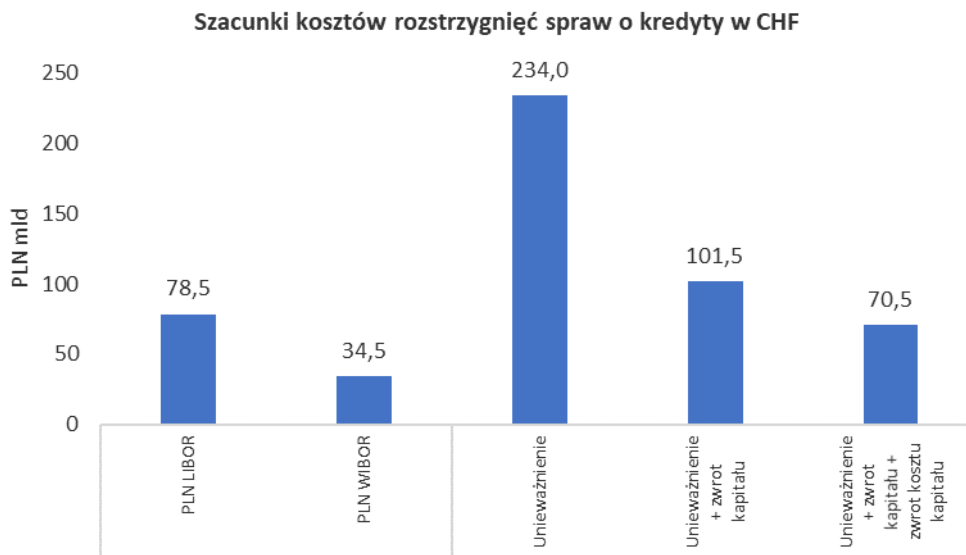
Naszym zdaniem tylko permanentne utrzymywanie się wysokiej inflacji mogłoby zmusić NBP do podwyższenia stóp procentowych do poziomu inflacji albo wyższego i wtedy na kilka miesięcy rynek kredytów mógłby utkwic w stagnacji. Czy jednak spowodowałoby to spadek cen nieruchomości? Najpewniej nie, ponieważ permanentnie wysoka inflacja działałaby pro wzrostowo na ceny nieruchomości i sprzedający raczej stwierdziliby, że wstrzymają się z decyzją. Podobnie deweloperzy – mieliby ograniczone pole manewru, gdyż nie mogą sprzedawać mieszkań poniżej pewnych poziomów uzgodnionych z bankami. Najprawdopodobniej strona podażowa zamroziłaby ceny, czekając na rozwój sytuacji. Dodatkowo pojawia się kolejny czynnik, który może zmniejszyć poziom zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych i na nowo wzmocnić ekspansję kredytową – chodzi o ugody bankowe i rozstrzygnięcia zapadające w sądach, jeśli chodzi o kredyty w CHF.

**Czy „rewolucja frankowa”
doprowadzi do kolejnego
boomu na rynku
mieszkańciowym
na skalę lat 2005-2007**



Na koniec grudnia 2021 r. **ogólna wartość kredytów w CHF** wynosiła ok. **PLN 91,4 mld**, a w innych obcych walutach PLN 28,2 mld, co **stanowi łącznie PLN 119,6 mld (5,1% PKB Polski)**. Średnia wartość kredytu w CHF wynosiła PLN 234.300.

KNF obecnie zakłada 5 różnych scenariuszy i w zależności od scenariusza oszacowuje różne potencjalne straty dla systemu bankowego, co oznacza zyski dla kredytobiorcy:



Źródło: KNF

- 1) Pierwszy scenariusz to utrzymanie kredytu z przewalutowaniem na PLN oraz oprocentowaniem według stawki WIBOR – **szacowany koszt PLN 34,5 mld (1,5% PKB)**, obecnie jest to najmniej prawdopodobny scenariusz;
- 2) Drugi scenariusz to utrzymanie kredytu z przewalutowaniem na PLN oraz oprocentowaniem według stawki LIBOR – **szacowany koszt PLN 78,5 mld (3,3% PKB)**, jak do tej pory widzieliśmy tylko pojedyncze wyroki, raczej też mało prawdopodobny scenariusz;
- 3) Trzeci scenariusz to unieważnienie kredytu, ale zwrot przez kredytobiorcę kapitału + kosztu kapitału – **szacowany koszt PLN 70,5 mld (3,3% PKB)**, jak do tej pory kwestia wynagrodzenia za użytkowanie kapitału nie została rozstrzygnięta ani przez Sąd Najwyższy, ani przez sądy powszechne;
- 4) Czwarty scenariusz to unieważnienie kredytu, ale zwrot przez kredytobiorcę tylko samego kapitału – **szacowany koszt PLN 101,5 mld (4,3% PKB)**, w świetle ostatnich wyroków w tym kierunku zmierza orzecznictwo sądów, więc zakładamy, że jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz;
- 5) Ostatni scenariusz to unieważnienie kredytu bez zwrotu kapitału – **szacowany koszt dla systemu bankowego PLN 234,0 mld (10,0% PKB)**, naszym zadaniem mało prawdopodobny.

Z naszych obserwacji ostatnich rozstrzygnięć sporów co do kredytów w CHF, wynika, że ok. 90% spraw jest rozstrzyganych na korzyść kredytobiorców, najczęściej poprzez unieważnienie kredytu. Natomiast bardzo ciężko jest zdecydować, jak później będą rozstrzygać sądy, jeśli chodzi

o zasądzenie zwrotu kapitału i poniesienia przez kredytodawców kosztów bezumownego użytkowania kapitału.

Naszym zdaniem racjonalnie jest przyjąć, że czwarty scenariusz to nasz bazowy scenariusz, natomiast ważnym elementem jest tu czas. I paradoksalnie czas gra na szkodę banków, co tylko podwyższa kwotę, którą może uzyskać kredytobiorca, ponieważ zasądzona kwota musi uwzględniać odsetki karne za zwłokę oraz rozliczenie po aktualnym kursie CHF. To będzie powodować, że wraz z upływem czasu zasądzone kwoty będą rosnąć.

Natomiast warto zweryfikować te liczby z drugiej strony: **aktualna liczba spraw frankowych to ok. 62.000 (lipiec 2021). Średnia wartość kredytu to ok PLN 235.000 i można przyjąć, że zasądzona kwota to min. równowartość pierwotnej wartości kredytu, ze względu na obecny kurs CHF. To by implikowało, że ogólna kwota spornych kwot na dziś w sądach to ok. PLN 15 mld.** Tu rozstrzygnięcia zapadną w ciągu max. 4 lat, co przy wskaźniku wygranych na poziomie 90% powoduje, że kredytobiorcy otrzymają ok. PLN 3,38 mld rocznie w postaci fizycznego wpływu środków na rachunek.

Warto się zastanowić nad konsekwencjami takiego obrotu spraw. Sądzymy, że ok 70% tych środków z powrotem trafi na rynek mieszkaniowy, bądź w postaci nowej inwestycji, bądź na poprawę warunków mieszkaniowych. Jak istotna to jest kwota? Według średniej ceny na rynku pierwotnym w Warszawie przyjętej na poziomie PLN 11.630/m² wykorzystanie 70% tych środków pozwala na coroczny zakup ok. 4.800 sztuk mieszkań o powierzchni 60 m². A przecież liczba pozwów dalej rośnie w tempie ok. 3.300 miesięcznie. Jest więc duże prawdopodobieństwo, że liczba pozytywnych rozstrzygnięć też będzie rosła, co oznacza coraz wyższe wypłaty.

Do tych kwot musimy również **uwzględnić kwestie ugód bankowych**, które też wpływają na obniżenie obciążeń kredytowych. Aktualnie jedynie obowiązujący **program to ten zaoferowany przez PKO BP o szacowanej wartości PLN 6,7 mld. W podobnym kierunku chce również iść mBank, ING, Millenium Bank oraz BOŚ**, który zadeklarował uruchomienie podobnego programu jak PKO BP na kwotę o PLN 400 mln. Niemniej linia orzecznictwa w sądach zmierza w kierunku całkowitego unieważnienia kredytów w CHF, co naszym zdaniem będzie zmuszać inne banki do przyspieszenia prac nad ugodami.

Biorąc pod uwagę ogólną wartość kredytów w CHF na ponad PLN 90 mld, możemy przyjąć, że ugody muszą być atrakcyjne dla kredytobiorców. Przykład PKO BP pokazuje, że na ogólną kwotę kredytów w CHF, czyli PLN 20,3 mld, odpisy na **ugody stanowią 33% wartości portfela**. Przyjmując podobny wskaźnik dla całości kredytów w CHF, mówimy o **kosztach rzędu PLN 30,2 mld**. Podsumowując, mamy dwa scenariusze bazowe: albo **zadłużenie kredytobiorców spadnie o ok. PLN 30 mld w ciągu całego roku 2022**, albo **będzie to kwota ponad PLN 100 mld w gotówce, ale rozłożona na min. 10 lat**. Przy czym kwota ta musi być co roku zaktualizowana o koszty odsetek karnych oraz kurs CHF.

Symulacja wypłat		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Suma
Kwota bazowa PLN bn	101,5	110,8	108,9	101,1	88,3	72,3	55,2	39,2	25,7	15,4	5,1	
Odsetki karne	6,0%											
Różnice fx	3,0%											
Wypłata do kredytobiorców		11,1	16,3	20,2	22,1	21,7	19,3	15,7	11,6	10,8	5,1	153,8
Wypłata do kredytobiorców		10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	70,0%		

Źródło: KNF, Obliczenia własne, Cenatorium

Dokonałiśmy symulacji scenariusza, w którym jednak wszyscy kredytobiorcy w CHF postanowią szukać sprawiedliwości w sądach i ile środków w tak skrajnym przypadku trafi do kredytobiorców, przy założeniu, że odsetki karne to ok. 6% rocznie, a PLN będzie tracić do CHF 3% rocznie. W takim

przypadku łączna kwota wypłat do kredytobiorców to ok. PLN 154 mld w ciągu 10 lat. Zakładając, że tylko 30% z nich zdecyduje się na walkę w sądzie, to i tak mówimy tu o kwocie ponad PLN 46 mld do odzyskania przez kredytobiorców w ciągu 10 lat.

Aktualnie ogólna liczba umów kredytowych w CHF to ok. 415.000, z tego 62.000 jest już w sądach, czyli ok. 15% wszystkich umów. Przy założeniu, że te proporcje ustalą się na poziomie: 30% – sprawy/70% – ugody, to by oznaczało, że w 2022 r. kredytobiorcy odczują spadek zadłużenia o PLN 21 mld z tytułu ugód, a pozostali będą się dalej procesować, walcząc o kwotę PLN 46 mld. To powoduje, że dynamika cen mieszkań ma szansę utrzymać się na poziomie +10% r/r. Jeśli chodzi o sprawy sądowe, to one będą służyły zdecydowanie wolniejszym torem, ale niewątpliwie większy napływ środków zmaterializuje się już w 2022 r. i w kolejnych latach będzie rósł wykładniczo.

Liczba wygranych spraw w sądach a czas oczekiwania na rozstrzygnięcie

Największą niewiadomą w tej układance jest czas oczekiwania na uzyskanie prawomocnego wyroku, bo to zdecyduje, w którym momencie na rynku z tytułu wygranych spraw pojawi się dostateczna ilość środków finansowych, aby istotnie wpłynąć na ceny nieruchomości. Na ten moment czas oczekiwania na prawomocny wyrok to ok. 4 lat. Naszym zdaniem można przyjąć, że za ok. 4 lata co roku będzie zapadać ok. 15.500 rozstrzygnięć, co już istotnie wpłynie na wysokość środków otrzymywanych przez kredytobiorców. Niestety na ten moment to tempo jest dużo niższe i mocno niezadawalające. Co oznacza tyle rozstrzygniętych spraw? Oznacza to zasilenie kredytobiorców dodatkową kwotą ok. PLN 3,5 mld rocznie przez kolejne kilkanaście lat. Kwota może nie jest oszałamiająca, ale istotna z punktu widzenia kredytobiorcy.

	Wyroki w sprawach o kredyt CHF		Wyroki prawomocne	
	Wygrane	Przebrane	Wygrane	Przebrane
2016 Q1	0	10	0	1
2016 Q2	7	3	3	2
Q3	8	6	0	0
Q4	2	4	0	3
2017 Q1	5	13	1	2
2017 Q2	14	18	0	4
Q3	8	12	3	1
Q4	20	30	3	5
2018 Q1	16	37	6	6
2018 Q2	34	46	4	2
Q3	29	41	3	2
Q4	61	69	8	10
2019 Q1	47	48	2	6
2019 Q2	71	60	5	6
Q3	55	38	13	4
Q4	122	53	41	18
2020 Q1	163	30	36	25
2020 Q2	95	16	15	8
Q3	287	24	64	12
Q4	568	36	61	15
2021 Q1	378	28	34	6
2021 Q2	719	20	50	1
Q3	808	19	73	2
Q4	1697	25	373	11
Suma	5 214	686	798	152

Źródło: SBB, Obliczenia własne

W 4Q21 liczba wygranych spraw to zaledwie 1.697, z tym że z kwartału na kwartał liczba rozstrzygnięć rośnie. Jeśli natomiast chodzi o wyroki prawomocne, to w 4 kwartale obserwujemy duży wzrost, do poziomu 373 wyroków. Warto jednak zwrócić uwagę, że liczba wyroków to jedno, natomiast odrębną kwestią pozostaje wzrost w zakresie zasądzonej kwoty jako skutek zmiany kursu CHF i odsetek karnych za zwłokę. W okresie ostatnich 4 lat średnioroczny kurs CHF wzrósł o 18%, a dodatkowe odsetki karne to ok. 25%. **To powoduje, że łącznie wartość sporu wzrosła w tym okresie o 47,5%! Jest to astronomiczne tempo. Istnieje możliwość, że niektóre banki, po przeanalizowaniu możliwych scenariuszy skapitulują i pójda na ugody.** Natomiast tak czy inaczej najpierw musi dojść to istotnego zwiększenia liczby prawomocnych wyroków. Zakładamy, że dopiero 1.500 zapadających prawomocnych wyroków co kwartał może wpłynąć na podjęcie bardziej zdecydowanych działań przez banki.

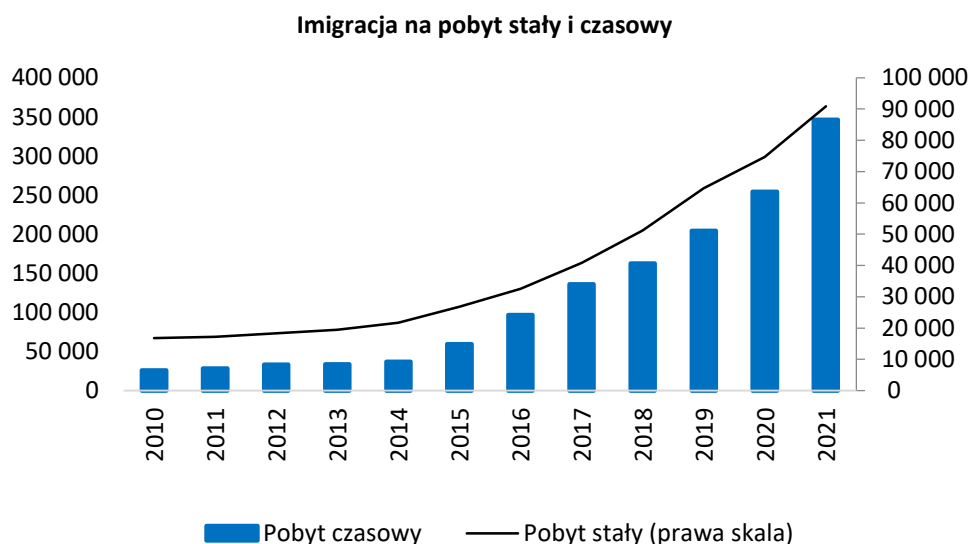
Imigracja a rynek nieruchomości



Zmiany w dynamice imigracji

W okresie ostatnich 11 lat liczba imigrantów na pobyt stały i czasowy w Polsce niezmiennie bardzo dynamicznie rośnie. Średnioroczny wzrost w tym okresie kształtuje się na poziomie 26,6% na pobyt czasowy i 16,6% na pobyt stały.

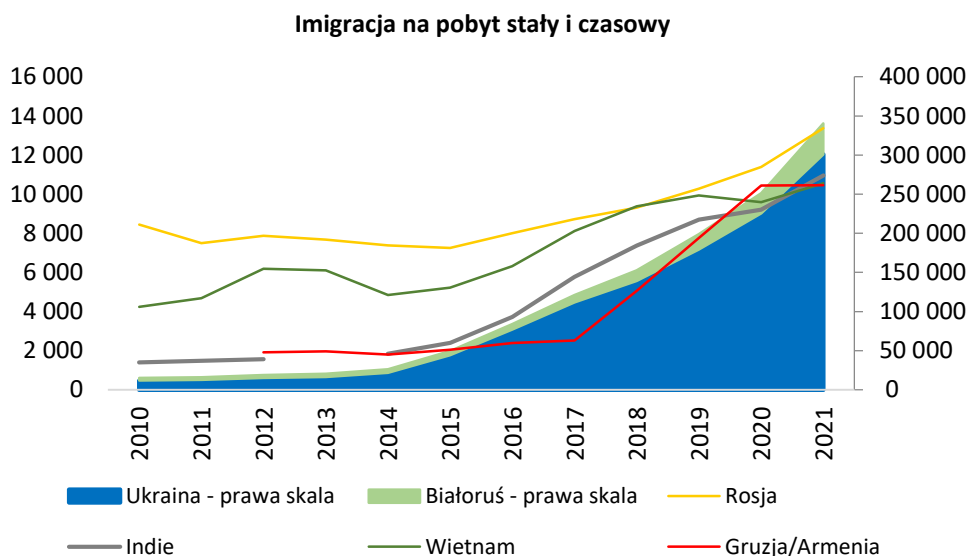
W okresie ostatnich 5 lat dynamiki te znowu uległy istotnemu przyspieszeniu – niewątpliwie za sprawą ostatnich wydarzeń na Białorusi i pogarszającej się sytuacji ekonomicznej na Ukrainie po aneksji Krymu i zajęciu Donbasu. I tak w tym okresie liczba imigrantów rosła średniorocznie: na pobyt czasowy o 29,0%, na pobyt stały o 22,8%, znacznie szybciej niż w poprzednich okresach. W 2021 r. było ponad 90.000 wniosków o rejestrację na pobyt stały. Nieco bardziej zaskakująca jest rosnąca liczba obywateli UE, którzy rejestrują swój pobyt w Polsce. Ogółem takich osób było w 2021 r. 70.592 (dotychczasowe dane).



Źródło: Urząd ds. imigracji, Obliczenia własne

Polska przyciąga imigrantów nie tylko ze Wschodu, ale też z Europy Zachodniej

Wprowadzenie programu „Poland Business Harbour” jesienią 2020 r. niewątpliwie mogło wpłynąć na pobudzenie imigracji, szczególnie tej biznesowej i głównie związanej z sektorem IT. Doniesienia prasowe wskazują na to, że pozyskaliśmy 13.565 wysoko wykwalifikowanych specjalistów, głównie z Ukrainy i Białorusi. W związku z tym rząd postanowił rozszerzyć ten program na kolejne kraje, takie jak Wietnam, Kazachstan czy Gruzja.



Źródło: Urząd ds. imigracji, Obliczenia własne

Zaskakująca jest natomiast skala imigracji z takich krajów, jak Niemcy, Włochy czy Hiszpania. W 2021 r. swój pobyt w Polsce zarejestrowało 19.511 obywateli Niemiec, 8.501 obywateli Włoch oraz 5.889 obywateli Hiszpanii. Jeśli chodzi o napływ obywateli Niemiec, możemy zakładać, że jest to w dużej mierze powrót polskich imigrantów. W przypadku Włochów i Hiszpanów brakuje prostego wyjaśnienia tego zjawiska, chociaż jego skala jest znaczna. Wątpliwe jest, aby obywatele tych 2 południowych krajów przyjechali do Polski w innych celach niż zarobkowe, szczególnie w okresie pandemii. Można więc założyć, że stanowiska pracy już tu na nich czekały. Łącznie było to 14.390 osób ze znaczącym wpływem na popyt na mieszkania na wynajem.

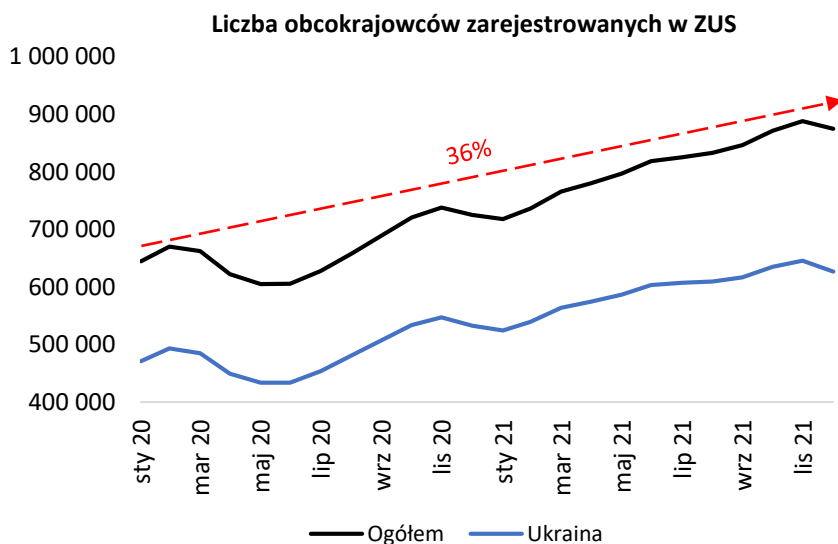
Statystyki te są nieco zastanawiające, a jednocześnie wydaje się, że rynek nie do końca docenia wpływ imigracji na popyt na mieszkania w Polsce. Tylko w ciągu ostatnich 2 lat, i to pomimo pandemii, mowa jest o wzroście rejestracji o ponad 26.000 osób na pobyt stały oraz o 142.000 na pobyt czasowy. W Warszawie rejestruje się ponad 26% wszystkich osób występujących o pobyt stały i czasowy łącznie. W 2021 r. takich osób było w Warszawie 139.769, na drugim miejscu był Kraków: 62.885, na trzecim Poznań: 49.494 a na czwartym Wrocław: 47.017.

Można zaryzykować stwierdzenie, że 5% wszystkich budowanych mieszkań jest corocznie zasiedlanych lub wynajmowanych przez kolejnych imigrantów. W Warszawie odsetek ten może być nawet wyższy – na poziomie do 10%, jeśli założyć malejącą liczbę oddawanych mieszkań i rosnącą imigrację. Czy ten trend będzie trwał? Najpewniej tak – szczególnie, że sytuacja demograficzna i śmiertelność związana z wirusem raczej spowodują konieczność pozyskania jeszcze większej liczby pracowników z zagranicy.

Ciekawym przykładem jest tu Berlin, gdzie kwestia napływu imigrantów jest głównym czynnikiem powiązany ze wzrostem cen nieruchomości. Przy populacji Berlina na poziomie 3,67 mln co roku do miasta napływa ok. 30.000 imigrantów. Ten ciągły napływ, pomimo faktu, że ceny najmu są wysokie, powoduje, że stale generowany jest bardzo wysoki popyt na mieszkania pod wynajem. Okazuje się, że w sumie relatywnie niewielki napływ ludności na poziomie 0,8% populacji miasta rocznie powoduje, że ceny cały czas są w trendzie wzrostowym. W Warszawie taki napływ musiałby wynosić ok. 16.000 osób rocznie.

Dane z ZUS potwierdzają gwałtowny przyrost obcokrajowców płacących składki

Podobne wnioski wynikają z analizy liczby obcokrajowców zarejestrowanych i płacących składki w ZUS. W okresie ostatnich 2 lat przyrost wyniósł blisko 36% i nawet pandemia nie odwróciła tego trendu, aczkolwiek wywołała chwilowe załamanie.



Źródło: ZUS, Obliczenia własne

Najciekawsze jest jednak w tym to, że liczba obcokrajowców płacących składki w ZUS przyrosła o blisko 150.000 i jest to jeden z największych przyrostów w historii. Przy założeniu, że większość z tych osób myśli o stałym osiedleniu się w Polsce, potencjał związany z ich możliwymi zakupami mieszkań jest bardzo duży. W związku z tym sama Warszawa może potrzebować w perspektywie 2-3 lat dodatkowych 15.000 mieszkań rocznie, aby w pełni zaspokoić rosnący ze strony cudzoziemców popyt.

PODSUMOWANIE

Podsumowując wnioski z powyższego raportu i naszych analiz, uważamy, że:

- 1) **Wysoka inflacja nie stanowi najpewniej zagrożenia, jeśli chodzi o dynamikę cen nieruchomości**, ale może chwilowo zachwiać stroną popytową. Natomiast w dłuższym okresie nie zakładamy, żeby inflacja miała w jakikolwiek negatywny sposób wpłynąć na ceny, jeśli ten wpływ już będzie, to raczej w kierunku zwiększenia dynamiki cen lub jej utrzymania, a nie zmniejszenia.
- 2) Dynamika płac nominalnych i realnych jest bez wątpienia jednym z najistotniejszych elementów wpływających na ceny mieszkań, bo istotnie poprawia zdolność kredytową kupującego. Wyższa inflacja potencjalnie ograniczy pozytywną dynamikę płacy realnej, ale konieczne jest tu zestawienie z oprocentowaniem kredytów i realną stopą procentową, która dla oszczędności ciągle jest ujemna. To oznacza, że dopiero **połączenie niskiej dynamiki płacy realnej z rosnącą pozytywną realną stopą oszczędności** mogłoby spowodować krótkotrwały szok na rynku nieruchomości i wzrost atrakcyjności lokat bankowych.
- 3) **Podaż mieszkań rośnie w skali kraju, ale nie rośnie w niektórych miastach, takich jak Warszawa**. Podobny fenomen można zaobserwować w wielu dużych miastach europejskich. Wyczerpuje się podaż łatwo dostępnych terenów inwestycyjnych. Miasto nie może się rozrastać w nieskończoność, bo to podraża i utrudnia zarządzanie infrastrukturą. Do tego dochodzą kwestie proceduralne, dłuższe uzyskiwanie pozwoleń, ekologia oraz fakt, że decydenci często domagają się również rozbudowy infrastruktury społecznej, typu przedszkola, szkoły. Projekty polegające na wymianie istniejącej zabudowy są droższe, wolniejsze i bardziej kłopotliwe. W związku z powyższym **podaż mieszkań nie będzie już najprawdopodobniej rosnąć w takim tempie jak dotychczas, a co za tym idzie – nie można już oczekiwać poprawy dostępności lokali w obrębie zwartej tkanki miejskiej**. Jeśli już, to raczej na dalekich obrzeżach miast, a więc w mniej atrakcyjnych miejscach. Być może oznacza to, że atrakcyjne mieszkania będą jeszcze trudniej dostępne, a dobre lokalizacje nie będą już w przyszłości ulegać jakimś większym korektom cenowym.
- 4) Wysoki i rosnący poziom oszczędności netto gospodarstw domowych sam w sobie nie jest czynnikiem wpływającym na poziom cen nieruchomości. **Powoduje on jednak, że banki są bardziej skłonne do udzielania kredytów ze względu na nadpłynność**. Oczywiście środki u pojedynczej osoby mogą nie być wystarczające na zakup mieszkania lub wpłacenie wkładu własnego, ale w swojej masie wymuszają obniżenie warunków kredytowych.
- 5) Dynamika udzielanych kredytów hipotecznych brutto pozostaje na rekordowych poziomach, choć obserwujemy również pojawiający się trend odmów (m.in. ze względu na poziom stóp procentowych i jego wpływ na zdolność kredytową). Natomiast – jeśli przyrzeć się dynamice netto kredytów, uwzględniających poziom spłat, to wartości te nie pozostają tak imponujące. W okresie ostatnich 12 miesięcy banki udzieliły kredytów na **kwotę PLN 94,6 mld**, co oznacza wzrost o 50% r/r. Z kolei jeśli przyrzeć się przyrostowi ogółem akcji kredytowej netto (uwzględniającej spłaty kredytów), to mówimy o **przyroście kredytów o zaledwie PLN 15 mld**. To oznacza, że zadłużenie netto gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych nie rośnie tak szybko, jak wygląda to na pierwszy rzut oka.

- 6) Za sprawą „rewolucji frankowej” na rynku **pojawiła się nowa zmienna w postaci dopływu dodatkowych środków związanych z ugodami i sprawami frankowymi**. Kwoty estymowane przez KNF przyprawiają o zawrót głowy i przez wielu analityków nie są brane na poważnie, ale wcześniejsze **wydarzenia na Węgrzech wskazują, że „rewolucja frankowa” może mieć długofalowy pozytywny skutek**. Rozstrzygnięcia te nie zapadną zapewne w sądach ani dziś, ani nawet jutro, ale przykład Węgier pokazuje, że w skali całej dekady mogą one pozytywnie wpłynąć na wzrost cen nieruchomości, szczególnie jeśli założymy, że mówimy o kwocie możliwej do uzyskania w wysokości ok. PLN 101,5 mld. Jeśli ta kwota zostanie rozłożona na 10 lat, to naszym zdaniem nie spowoduje załamania w sektorze bankowym. Z drugiej strony jest to 4,2% PKB Polski, ale rozłożone na 10 lat to tylko 0,4% PKB rocznie, czyli poziom akceptowalny. Ze strony kredytobiorców są to jednakże ogromne środki, które mogą w jakiejś części ponownie trafić na rynek nieruchomości. **Ugody mogą wejść w życie już w tym roku i spowodować odczuwalny spadek zadłużenia kredytobiorców na kwotę PLN 21 mld.**
- 7) Imigracja ma naszym zdaniem coraz większe znaczenie dla rynku nieruchomości ze względu na rosnący poziom wniosków o pobyt stały w Polsce. W roku **2021 złożono w Polsce 346.000 wniosków o pobyt czasowy i ponad 90.000 na pobyt stały**. Oznacza to przyrost wniosków o odpowiednio 90.000 i ponad 16.000. Tak wysokie przyrosty wniosków nie miały nigdy wcześniej miejsca w Polsce, co oznacza, że **atrakcyjność Polski dla imigrantów jest coraz większa**. Niestety bardzo trudno jest przełożyć przyrost wniosków na popyt na mieszkania, ale z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że mówimy o dodatkowym popycie na ok. 5.000 mieszkań w skali kraju, **z tego w samej Warszawie jest to ok. 1.500 rocznie**.
- 8) Nasze prognozy **krótko- i średnioterminowe nie wskazują na duże prawdopodobieństwo załamania cen mieszkań, a wręcz przeciwnie, spodziewamy się kolejnych lat ze wzrostem na poziomie ok. 10% rocznie**. Zdajemy sobie sprawę, że nie jest to aktualnie konsensus rynkowy, ale powolne działania NBP, ECB i wysoka inflacja raczej sprzyjają wysokiej dynamice cen mieszkań. Dodatkowo w 2023 r. odbędą się w Polsce wybory parlamentarne i raczej trudno oczekiwać, żeby obecny rząd chciał doprowadzić do spowolnienia gospodarki poprzez restrykcyjną politykę fiskalną i monetarną.

ANEKS

Dane makroekonomiczne

Data	Wynagrodzenie	PMI	PPI	Inflacja	Stopy		WIBOR 3M
					Procentowe (realne)	Wynagrodzenie minus CPI	
I 2006	105,40	51,80	100,50	100,40	3,77	5,00	4,17
II 2006	104,50	55,30	102,70	100,80	3,41	3,70	4,21
III 2006	105,10	53,30	103,40	101,60	2,62	3,50	4,22
IV 2006	108,50	53,30	102,40	101,40	2,80	7,10	4,20
I 2007	109,10	54,20	103,10	102,50	1,74	6,60	4,24
II 2007	109,30	54,20	101,30	102,60	2,11	6,70	4,71
III 2007	109,50	51,50	101,50	102,30	2,80	7,20	5,10
IV 2007	107,20	50,70	101,90	104,00	1,70	3,20	5,70
I 2008	110,50	51,60	102,50	104,10	2,05	6,40	6,15
II 2008	112,30	47,90	102,20	104,60	2,05	7,70	6,65
III 2008	111,20	44,90	102,00	104,50	2,13	6,70	6,63
IV 2008	105,60	38,30	102,70	103,30	2,58	2,30	5,88
I 2009	105,70	42,20	105,50	103,60	0,57	2,10	4,17
II 2009	102,00	43,00	104,10	103,50	0,94	-1,50	4,44
III 2009	103,30	48,20	101,60	103,40	0,78	-0,10	4,18
IV 2009	106,50	52,40	102,10	103,50	0,77	3,00	4,27
I 2010	104,80	52,50	97,40	102,60	1,50	2,20	4,10
II 2010	103,50	53,30	102,10	102,30	1,57	1,20	3,87
III 2010	103,70	54,70	104,30	102,50	1,34	1,20	3,84
IV 2010	105,40	56,30	106,20	103,10	0,85	2,30	3,95
I 2011	104,00	54,80	109,50	104,30	-0,11	-0,30	4,19
II 2011	105,80	51,20	105,60	104,20	0,49	1,60	4,69
III 2011	105,20	50,20	108,40	103,90	0,86	1,30	4,76
IV 2011	104,40	48,80	108,20	104,60	0,39	-0,20	4,99
I 2012	103,80	50,10	104,40	103,90	1,04	-0,10	4,94
II 2012	104,30	48,00	104,40	104,30	0,83	0,00	5,13
III 2012	101,60	47,00	101,80	103,80	1,12	-2,20	4,92
IV 2012	102,40	48,50	98,90	102,40	1,71	0,00	4,11
I 2013	101,60	48,00	99,30	101,00	2,39	0,60	3,39
II 2013	101,40	49,30	98,70	100,20	2,53	1,20	2,73
III 2013	103,60	53,10	98,60	101,00	1,67	2,60	2,67
IV 2013	102,70	53,20	99,00	100,70	2,01	2,00	2,71
I 2014	104,80	54,00	98,70	100,70	2,01	4,10	2,71
II 2014	103,50	50,30	98,20	100,30	2,38	3,20	2,68
III 2014	103,40	49,50	98,40	99,70	2,58	3,70	2,28
IV 2014	103,70	52,80	97,30	99,00	3,06	4,70	2,06
I 2015	104,90	54,80	97,50	98,50	3,15	6,40	1,65
II 2015	102,50	54,30	98,60	99,20	2,52	3,30	1,72
III 2015	104,10	50,90	97,20	99,20	2,53	4,90	1,73
IV 2015	103,10	52,10	99,20	99,50	2,22	3,60	1,72
I 2016	103,30	53,80	98,10	99,10	2,57	4,20	1,67
II 2016	105,30	51,80	99,20	99,20	2,51	6,10	1,71
III 2016	103,90	52,20	100,20	99,50	2,21	4,40	1,71
IV 2016	102,70	54,30	103,20	100,80	0,93	1,90	1,73
I 2017	105,20	54,10	104,80	102,00	-0,27	3,20	1,73
II 2017	106,00	53,10	101,80	101,50	0,23	4,50	1,73
III 2017	106,00	53,70	103,20	102,20	-0,47	3,80	1,73
IV 2017	107,30	55,00	100,30	102,10	-0,38	5,20	1,72
I 2018	106,70	53,70	100,50	101,30	0,40	5,40	1,70
II 2018	107,50	54,20	103,70	102,00	-0,30	5,50	1,70
III 2018	106,70	50,40	103,00	101,90	-0,18	4,80	1,72
IV 2018	106,10	47,60	102,10	101,10	0,62	5,00	1,72
I 2019	105,70	48,70	102,50	101,70	0,02	4,00	1,72
II 2019	105,30	48,40	100,50	102,60	-0,88	2,70	1,72
III 2019	106,60	47,80	100,80	102,60	-0,88	4,00	1,72
IV 2019	106,20	48,00	101,00	103,40	-1,69	2,80	1,71
I 2020	106,30	42,40	99,70	104,60	-2,89	1,70	1,71
II 2020	103,60	47,20	99,20	103,30	-3,02	0,30	0,28
III 2020	105,60	50,80	98,60	103,20	-2,97	2,40	0,23
IV 2020	106,60	51,70	100,10	102,40	-2,18	4,20	0,22
I 2021	108,00	54,30	104,20	103,20	-2,99	4,80	0,21
II 2021	109,80	59,40	107,20	104,40	-4,19	5,40	0,21
III 2021	108,70	53,40	110,30	105,90	-5,67	2,80	0,23
IV 2021	111,20	56,10	114,20	108,60	-6,49	2,60	2,11


Źródło: NBP; GUS, Obliczenia własne

Cenatorium to spółka Fintech/PropTech oferująca:


- dostęp do największej bazy cen transakcyjnych nieruchomości w Polsce – obecnie ponad 5,6 mln transakcji
- zautomatyzowane i tradycyjne wyceny nieruchomości – m.in. dla banków, windykatorów, funduszy inwestycyjnych
- nowoczesne rozwiązania w obszarze monitoringu inwestycji deweloperskich, cen ofertowych oraz cen najmu w najważniejszych miastach Polski – dla deweloperów i innych uczestników rynku
- standardowe oraz statystyczne metody wyceny i aktualizacji wartości portfeli wraz z uzupełnieniem brakujących danych opisujących analizowane nieruchomości – m.in. dla instytucji finansowych, windykacji i funduszy zarządzających nieruchomościami


Zachęcamy do skorzystania z naszych produktów i usług.

KONTAKT

 Piękna 68, 00-672 Warszawa

 info@cenatorium.pl

 +48 800 800 424

 www.cenatorium.pl