



INDEKS HIRE

Indeks koniunktury na rynku
nieruchomości w I **kwartale 2022**

Warszawa, czerwiec 2022

Szanowni Państwo,

W ostatnich tygodniach skala transakcji zawieranych na rynku mieszkaniowym spadła i dotyczy to zarówno mieszkań nowych, jak i tych z rynku wtórnego. Ewidencja dynamicznie zmieniające się otoczenie sprawia, że swoje wątpliwości na temat zakupu i sprzedaży mieszkań mają obie strony rynku.

Kupujący patrzą na rosnące stopy procentowe, mając nadzieję na obniżki cen mieszkań, a sprzedający (zarówno indywidualni, jak i deweloperzy) nie chcą pozbywać się nieruchomości, które są szczególnie doceniane przystąpią w czasach galopującej inflacji i topniejącej siły nabywczej gotówki. Wszyscy mają swoje racjonalne powody, a efekt jest taki, że kupujący i sprzedający oddalają się od siebie. Transakcji zawieranych jest mniej i niestety stan ten chwilę potrwa. Nie jest to sytuacja niespotykana. Podobnie było na przykład w 2020 roku przy okazji epidemii. W tego typu nienormalnych czasach potrzeby kupujących zaczynają się akumulować – ci, którzy w standardowych warunkach kupowaliby dziś mieszkania, nie chcą lub nie mogą tego zrobić, a ich potrzeby mieszkaniowe pozostają niezaspokojone. W efekcie rośnie nam popyt potencjalny, który wcześniej czy później zacznie się realizować.

Po drugiej stronie mamy ograniczoną ofertę mieszkań z rynku wtórnego, które często „szkoda sprzedawać”, wiedząc, że np. otrzymana ze sprzedaży gotówka wyraźnie traciłaby na wartości. Do tego dochodzi fakt, że wynajem mieszkań stał się w bieżącym roku zyskowniejszym niż dotychczas interesem, a posiadacze złotych kredytów mieszkaniowych mogą kosztem banków oddalić od siebie problemy ze spłatą rat dzięki Funduszowi Wsparcia Kredytobiorców czy obiecanych przez rząd darmowych wakacji kredytowych.

Jeśli te ostatnie wejdą w życie w brzmieniu przyjętym przez sejm, to pomimo podwyżek stóp procentowych przeciętna rata kredytu mieszkaniowego płacona w trakcie wakacji kredytowych będzie niższa niż średnia z ostatnich 5 czy 10 lat. Problemy przeważającej większości kredytobiorców powinny więc zostać zniwelowane przynajmniej do końca 2023 roku.

Deweloperzy w większości także nie mają powodu, aby mieszkań pozbywać się w otoczeniu mniejszego popytu. Ci, których na to stać wycofują mieszkania ze sprzedaży lub chociaż oszczędnie zasilają ofertę swoich biur sprzedaży. Powód? Przy wysokich i szybko rosnących kosztach budowy sprzedaż mieszkań zbyt szybko, a tym bardziej z dyskontem, może okazać się finalnie deficytowa. Ponadto wcześniej czy później nierealizowany dziś popyt na mieszkania wróci na rynek, a wtedy warto mieć w ofercie mieszkania na sprzedaż. Doskonale ukazała to epidemia, która po chwilowym zatrzymaniu sprzedaży zaskoczyła deweloperów szybkim odbudowaniem popytu, co zdarzyło się z przebraną ofertą w biurach sprzedaży. Bez wątpienia w najbliższym czasie lukę po klientach finansujących się kredytem zagospodarują, przynajmniej częściowo, klienci inwestujący w mieszkania, zarówno ci indywidualni jak i instytucjonalni – to właśnie wysoka inflacja silnie stymuluje presję na zakupy wśród osób chcących uchronić kapitał przed jej destrukcyjnym działaniem.

Ten sam mechanizm rozumie co najmniej część deweloperów mająca dziś interes w tym, aby sprzedawać mniej, dbając o marżę, a więc też wyższe ceny mieszkań. W najbliższym czasie firmy te mogą położyć większy nacisk na przygotowywanie nowych projektów czy przejęcia projektów od konkurencyjnych deweloperów, którzy nie radzą sobie w aktualnej

sytuacji. Doświadczone firmy deweloperskie wiedzą bowiem, że choć teraz koniunktura osłabła, to aura taka nigdy nie trwa wiecznie. Już dziś mowa jest przecież o tym, że choć RPP schładza gospodarkę, to rząd (kosztem wydatków zbrojeniowych, socjalnych, obniżki PIT, inwestycji infrastrukturalnych, KPO, a nawet kosztem banków) już planuje na nowo gospodarkę rozhulać i to możliwie szybko.

Kluczem do sformułowania perspektyw dla rynku mieszkaniowego na najbliższe miesiące i kwartały wcale nie wydaje się to, czy podstawowa stopa procentowa osiągnie poziom 6%, 7% czy 8%. Kluczem tym jest czas. Według aktualnych prognoz już za kilkanaście miesięcy stopy procentowe mają zacząć być obniżane, co zwykle pozytywnie oddziaływać na popyt na mieszkania. Ponadto warto zastanowić się nad tym, czy kupujący mają kilka czy nawet kilkanaście kwartałów na to, aby wymusić na sprzedających obniżki cen. Tyle właśnie może bowiem trwać oczekiwanie aż deweloperzy, którzy w większości mają spore zasoby gotówki, zaczną sprzedawać mieszkania wyraźnie taniej. Czy może jednak będzie tak, że to kupujący wrócą na rynek, gdy ograniczona zostanie niepewność, a gospodarka po pewnym jej schłodzeniu zacznie być znowu stymulowana do wzrostu? W ostatnich latach z podobnych starć racji kupujących i sprzedających zwycięsko wychodzili ci drudzy. Prawdopodobnie wynika to z silnych fundamentów rynku mieszkaniowego. Przede wszystkim składa się na nie trwający od lat wzrost dochodów niemal dorównujący wzrostom cen mieszkań oraz ogromna luka mieszkaniowa, która w ostatnich miesiącach ponownie skokowo się powiększyła ze względu na masowy napływ migrantów.

Bez wątpienia w najbliższym czasie rynek mieszkaniowy zmieni się znacząco na korzyść klientów inwestycyjnych, gdzie osoby niemogące pozwolić sobie na zakup będą zepchnięte do sektora najmu. Z ekonomicznego punktu widzenia taka sytuacja jest negatywna dla osób wykluczonych z posiadania swojego mieszkania. Warto też poświęcić kilka słów głośnym w ostatnim czasie poczynaniom inwestorów instytucjonalnych.

Ci wciąż mają dostęp do bardzo taniego kapitału i znaczny apetyt na sektor mieszkań na wynajem w Polsce. Problem w tym, że inwestorzy instytucjonalni wymagają sprzedaży mieszkań po stałej cenie i najlepiej jeszcze z dyskontem. Przy rosnących kosztach budowy deweloperzy mają świadomość, że sprzedaż mieszkań na warunkach oczekiwanych przez inwestorów instytucjonalnych może okazać się deficytowa, co już dotknęło część firm, które podpisywały w Polsce spektakularne kontrakty na sprzedaż pakietową mieszkań dużym funduszom inwestycyjnym.

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

W załączonym raporcie poruszamy ponadto tematy:

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


Michał Cebula, Prezes HRE Think Tank

Deweloperzy wstrzymują sprzedaż mieszkań

Nie tylko kupujących jest dziś na rynku mieszkaniowym mniej. Ostatnie zawirowania powodują też, że chęć do sprzedawania mieszkań spadła i to zarówno po stronie indywidualnych właścicieli, jak i po stronie deweloperów. Efektem tego zawieszenia jest kumulacja popytu, który wcześniej czy później na rynek i tak wróci.

Ostatnie tygodnie przyniosły na rynku mieszkaniowym pogorszenie koniunktury. Na bazie indeksu HRE – kompleksowego narzędzia badającego sytuację w mieszkaniówce, możemy stwierdzić, że w pierwszym kwartale 2022 roku koniunktura wróciła do poziomu z lat 2018-19. Sytuacja wygląda więc zupełnie inaczej niż w roku 2021 – okresie pod wieloma względami rekordowym. Te rekordy są dziś dla nas bazą porównawczą – to do nich odnosimy najnowsze dane o sprzedaży kredytów czy mieszkań, co może niekiedy mylnie potęgować ocenę skali ochłodzenia koniunktury.

Wycinkowe dane nie dają pełnego obrazu

Do przeprowadzenia kompleksowej diagnozy sytuacji na rynku mieszkaniowym potrzebujemy bowiem nie tylko danych o liczbie zawieranych transakcji czy udzielanych kredytów. Nie są też do tego wystarczające np. tylko informacje o cenach mieszkań. Dlatego w ramach prowadzonego od lat badania HRE Think Tank bazuje na 25 wskaźnikach diagnozujących zmiany cen mieszkań, kondycję gospodarstw domowych, koniunkturę w sektorze budownictwa i sytuację banków ze szczególnym uwzględnieniem sfery kredytów hipotecznych.

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

Banki wstrzymują sprzedaż kredytów mieszkaniowych

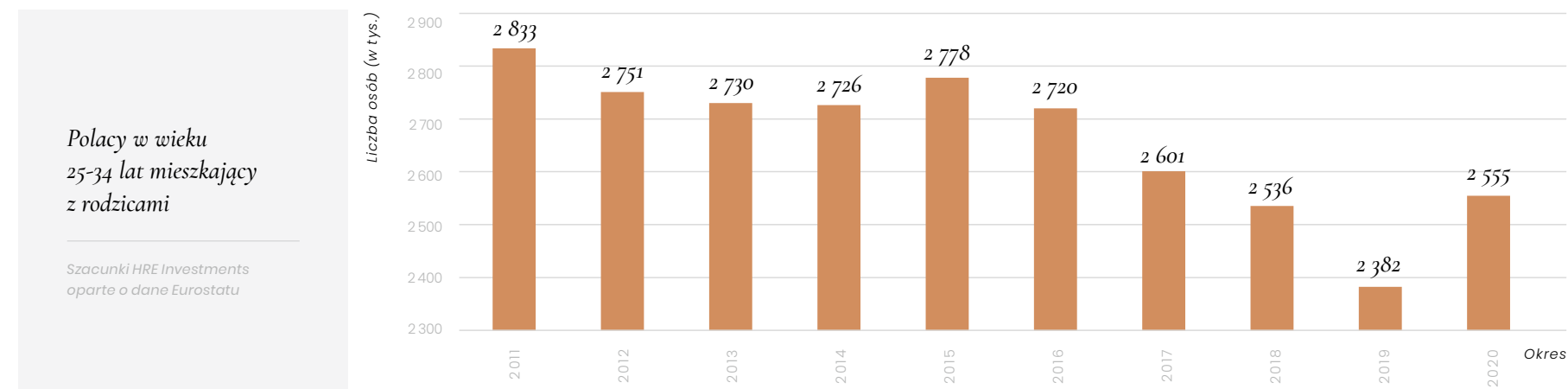
W gronie obszarów monitorowanych w ramach indeksu HRE Think Tank najłabszy wynik zanotowaliśmy w obszarze rynku kredytów mieszkaniowych. To ważne, bo przecież w Polsce za nawet około 30-40% pieniędzy trafiających na rynek nieruchomości odpowiadają kredyty mieszkaniowe.

Spadek koniunktury w tym zakresie jest zgodny z naszymi przewidywaniami, co nie zmienia faktu, że dziś o kredyt jest znacznie trudniej niż przed rokiem. Na najświeższy odczyt wpłynęły: zmniejszone wypłaty kredytów, malejący popyt na mieszkaniowe długi i spadek odsetka akceptowanych wniosków kredytowych. Częściowo zmiany te amortyzowały dynamiczne wzrosty wynagrodzeń i zatrudnienia w gospodarce, ale też obniżenie marż kredytowych

czy wymagań dotyczących wkładu własnego, które banki wprowadzały, aby podtrzymać popyt na „hipoteki”.

Warto przy tym podkreślić, że erozja popytu na kredyty mieszkaniowe jest zjawiskiem, z którym mamy do czynienia już od kilku kwartałów. Wbrew pozorom postępujące podwyżki stóp procentowych jedynie przyspieszyły ten proces, a nie były jego zarzewiem i głównym powodem.

W skrócie wyglądało to tak, że na początku epidemii (w 2020 roku) banki zakręciły kurki z kredytami. Między innymi dlatego nawet 200-300 tysięcy rodaków w wieku 25-34 nie zdecydowało się na wyprowadzkę od rodziców¹.



Sytuacja diametralnie zmieniła się wraz z początkiem 2021 roku. Doskonałe dane z gospodarki i rynku pracy zachęciły banki do ponownego odkręcenia kurków z kredytami mieszkaniowymi.

Na początku 2021 roku na rynek wróciły więc kredyty z niskim wkładem własnym, a wraz z nimi realizował się zarówno popyt, który w naturalny sposób obserwowalibyśmy w 2021 roku, jak i ten, który nie mógł przekuć się w transakcje w pierwszym roku epidemii. Sytuacja miała swoje apogeum w maju 2021 roku (wtedy do banków w przeliczeniu na dzień roboczy trafiało średnio po 2,5 tys. wniosków kredytowych). Potem zaczęła się normalizować. Była to konsekwencja wyczerpywania się przeniesionego popytu na mieszkania – tego, który nie mógł zostać zrealizowany po tym jak banki zakręciły kurki z kredytami w 2020 roku. W efekcie we wrześniu 2021 roku – ostatnim miesiącu

przed rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych – liczba wniosków kredytowych stopniała do 1,9 tys. aplikacji dziennie.

Dopiero w kolejnych miesiącach do głosu dochodziły konsekwencje rosnących stóp procentowych. Najświeższe dane dostępne w momencie pisania niniejszego raportu podsumowywały kwiecień 2022 roku. W miesiącu tym do banków trafiało trochę ponad 1,4 tys. wniosków o kredyt mieszkaniowy dziennie². To wyraźnie mniej niż w analogicznym okresie przed rokiem (ponad 2,4 tys. wniosków dziennie), ale trzeba mieć świadomość, że wtedy mieliśmy do czynienia z realizacją odkładanego przez całe miesiące popytu.

Warto przy tym dodać, że najnowsze dane na temat składanych wniosków uwzględniają już zaproponowane przez UKNF utrudnienia w dostępie do kre-

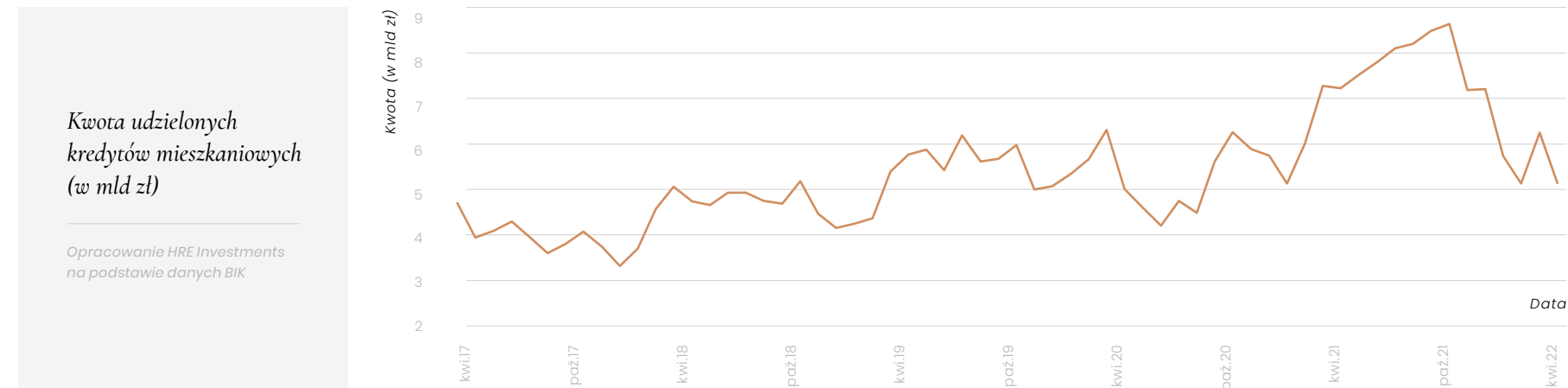
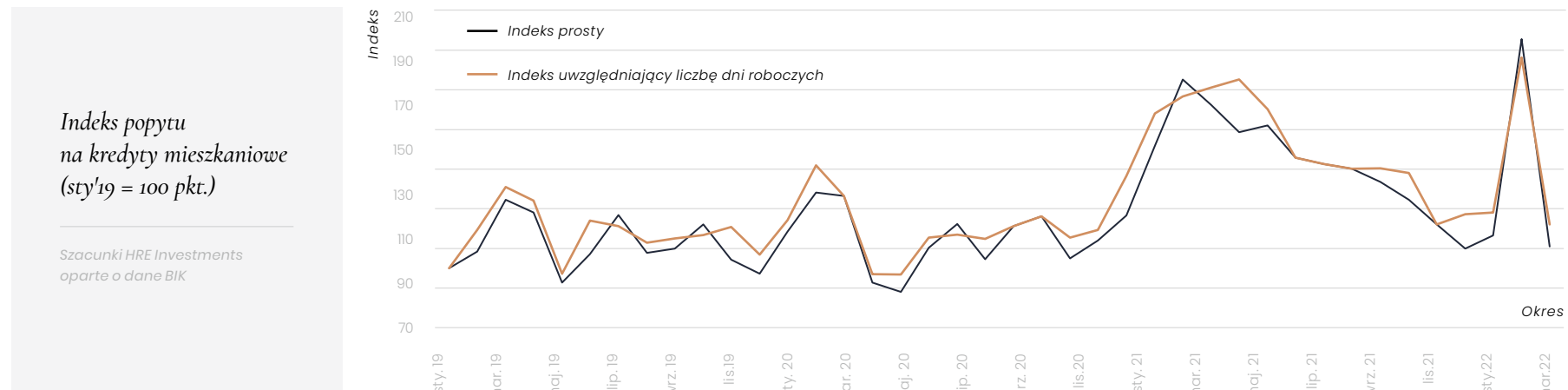
dytów. Urząd postanowił w marcu 2022 roku włączyć się w zaprezentowane powyżej mechanizmy rynkowe (schładzanie rynku hipotecznego) i nakazał bankom jeszcze bardziej restrykcyjne zasady badania zdolności kredytowej od kwietnia 2022 roku³. Nawiasem mówiąc, spowodowało to w marcu lawinę wniosków kredytowych od rodaków, którzy chcieli zaciągnąć kredyt jeszcze na dotychczasowych zasadach. Fakt, że część z nas przyspieszyła wtedy decyzję o „hipotece”, dodatkowo ogranicza późniejszy poziom popytu na hipoteki. Najmocniej powinno być to widoczne w danych za drugi kwartał 2022 roku.

Najważniejsze jest jednak to, że działanie UKNF powinno być zupełnie przeciwnie – banki powinny uwzględniać większy bufor na potencjalne podwyżki stóp procentowych wtedy, gdy oprocentowanie kredytów było najniższe

w historii. Teraz – gdy zgodnie z prognozami koniec cyklu podwyżek stóp procentowych jest coraz bliżej – wspomniany bufor powinien być raczej obniżany niż podwyższany. To spełniałoby cel prowadzenia polityki antycyklicznej, a nie procyklicznej.

Zaordynowane przez urząd zacieśnienie polityki kredytowej jest też szczególnie ważne w kontekście uruchomionego pod koniec maja rządowego programu kredytów bez wkładu własnego. Jego zadaniem jest pomoc rodakom, którzy nie mają swojego mieszkania, aby wyprowadzić się „na swoje”.

Problem w tym, że przecież w tych potencjalnych kredytobiorców uderzają podwyżki stóp procentowych i fakt, że w ostatnich miesiącach wyraźnie



spadła zdolność kredytowa. Może też dlatego banki nie spieszą się z wprowadzaniem kredytów bez wkładu własnego do oferty. Źle wyglądałaby bowiem sytuacja, gdyby okazało się, że chcąc kupić w ramach rządowego programu przeciętne dwupokojowe „M” w mieście wojewódzkim, trzeba zarabiać nierzadko 7-10 tysięcy złotych „na rękę”.

Sytuacja taka unaocznia szczególnie jaskrawie, że dziś godnym rozważenia jest pomysł liberalizacji zasad udzielania kredytów – szczególnie w przypadku osób chcących kupić pierwsze relatywnie tanie mieszkanie, np. poprzez zmniejszenie wspomnianego wcześniej buforu. Krok ten mógłby być tym bardziej stanowczy w przypadku osób wybierających kredyt ze stałą stopą procentową. Takie regulacje są w gestii KNF.

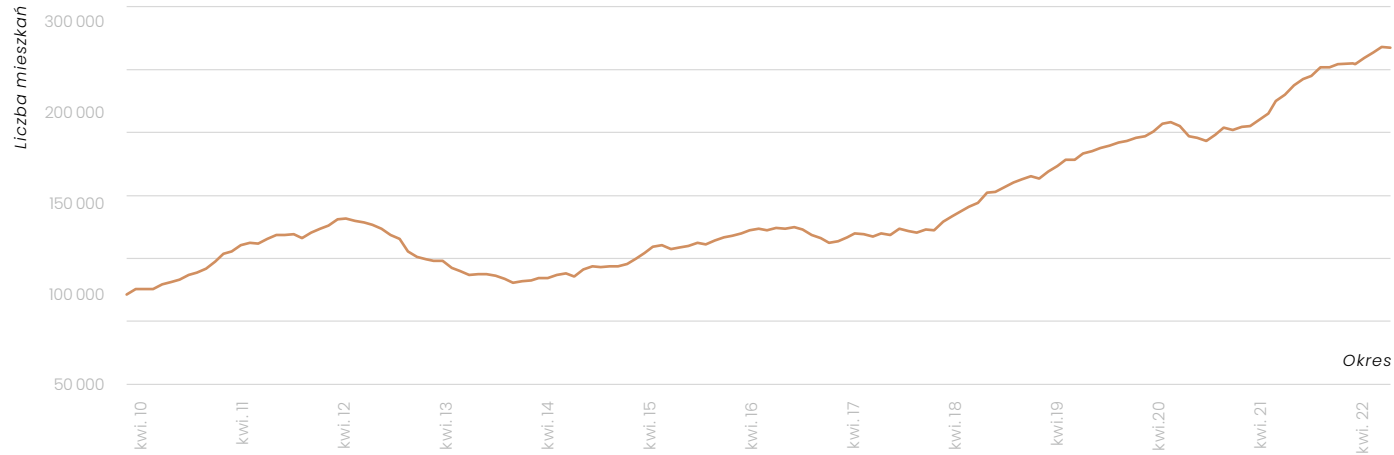
Koniunktura w budownictwie wyskoczyła ponad skalę

Podczas gdy na rynku kredytowym mamy spore ochłodzenie, to w przypadku sektora budownictwa mamy rekordową koniunkturę. Subindeks, w ramach którego badamy klimat w budownictwie, zanotował najwyższy odczyt w historii. Jest to efekt bardzo wysokiego wzrostu kosztów budowy oraz dużej liczby projektów w toku.

Liczba budowanych przez deweloperów mieszkań jest obecnie niemal najwyższa w historii (na koniec kwietnia 2022 roku było to 267 tys. lokali)⁴. Ponadto wszyscy inwestorzy budujący w Polsce (deweloperzy, osoby fizyczne, spółdzielnie czy gminy) w 2021 roku oddali do użytkowania aż 235 tysięcy domów i mieszkań. To najlepszy wynik od ponad czterech dekad.

Mieszkania pozostające w budowie przez deweloperów

Opracowanie HRE Investments na podstawie danych GUS



Polacy nie czują się pewnie mimo rosnących pensji

Dość niespodziewanie poprawę odnotowaliśmy też w obszarze, w ramach którego badamy kondycję gospodarstw domowych. Jest to co prawda kosmetyczna zmiana, ale i tak warta odnotowania.

Odpowiada za nią przede wszystkim dwucyfrowy wzrost wynagrodzeń (14,1% r/r w kwietniu 2022 r.) i rosnąca liczba osób zatrudnionych (2,8% r/r w kwietniu 2022 r.)⁵. To powoduje, że gospodarstwa domowe dysponują coraz większymi budżetami. Z drugiej jednak strony panująca niepewność, rosnące ceny w sklepach, na stacjach benzynowych i w punktach usługowych powodują, że nastroje konsumentów są gorsze niż przed rokiem. Jako ciekawostkę dodać można, że od marca widoczna jest pewna poprawa w przypadku naszej skłonności do dokonywania ważnych zakupów (np. droższe sprzęty domowe, samochody, mieszkania). Dzieje się tak pomimo utrudnień w dostępie do kredytów.

Niewykluczone, że te zmiany są ze sobą powiązane. Bardzo prawdopodobne, że w obliczu galopującej inflacji część rodaków woli np. zainwestować pieniądze na rynku mieszkaniowym, który w historii wielokrotnie już udowodnił, że jest bezpieczną przystanią chroniącą w dłuższym terminie kapitał przed destrukcyjnym działaniem inflacji.

Ceny mieszkań rosną w ujęciu realnym

Póki co niepełne wciąż dane za pierwszy kwartał br. sugerują, że mieszkania drożeją w tempie szybszym niż przeciętne ceny dóbr i usług konsumowanych

przez rodaków (inflacja). To dobra wiadomość z punktu widzenia właścicieli mieszkań. Ich lokale zdrożały w ostatnim roku o 15,6%⁹. Dynamiczny wzrost cen mieszkań jest głównym powodem wyższego odczytu subindeksu, w ramach którego badamy rozwój sytuacji w obszarze cen mieszkań.

Nie ulega wątpliwości, że to właśnie chęć ochrony kapitału przed inflacją jest dziś jednym z ważnych argumentów przemawiającym za inwestowaniem na rynku mieszkaniowym. Trzeba mieć jednak świadomość, że mechanizm ten działa tym lepiej, im dłuższy jest horyzont inwestycyjny.

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

Do takiego wykorzystania pustych dziś mieszkań zachęca nie tylko rachunek ekonomiczny, ale staje się to też przedmiotem zainteresowania rządzących. Pojawiające się od miesięcy doniesienia medialne każą sądzić, że rząd planuje obłożyć dodatkowym podatkiem posiadaczy niezamieszkanymi lokalami. W podobnym kierunku szły postulaty formułowane od kilku kwartałów przez HRE Think Tank.

Głównym celem opodatkowania pustostanów jest oczywiście to, aby poszerzyć ofertę mieszkań na wynajem, których dziś na rynku bardzo brakuje. Pieniądze pochodzące z takiej daniny mogłyby służyć samorządom np. do budowania mieszkań komunalnych.

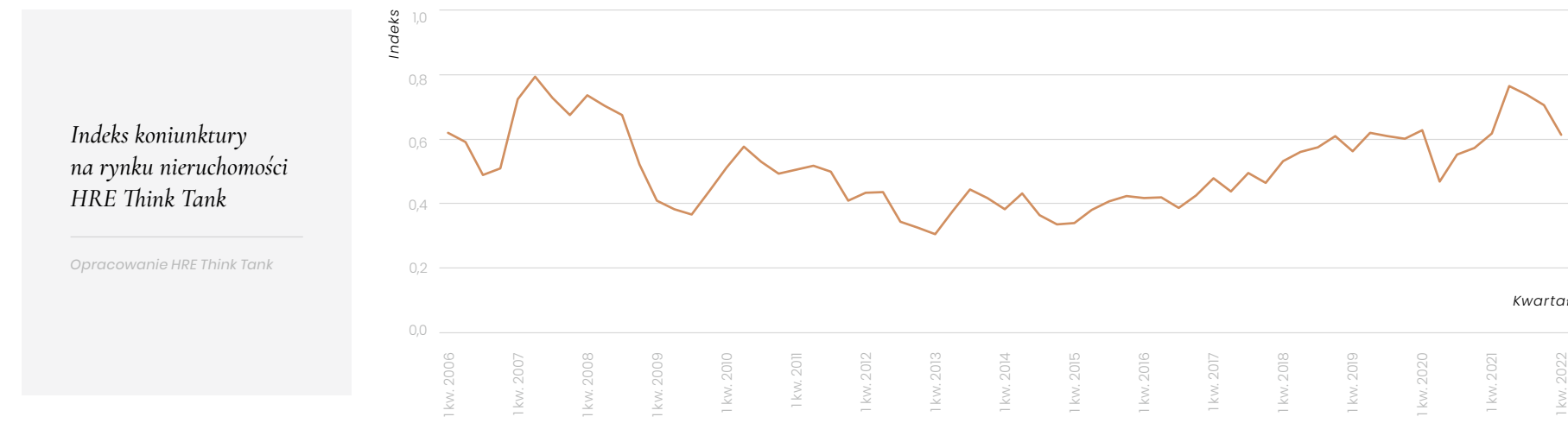
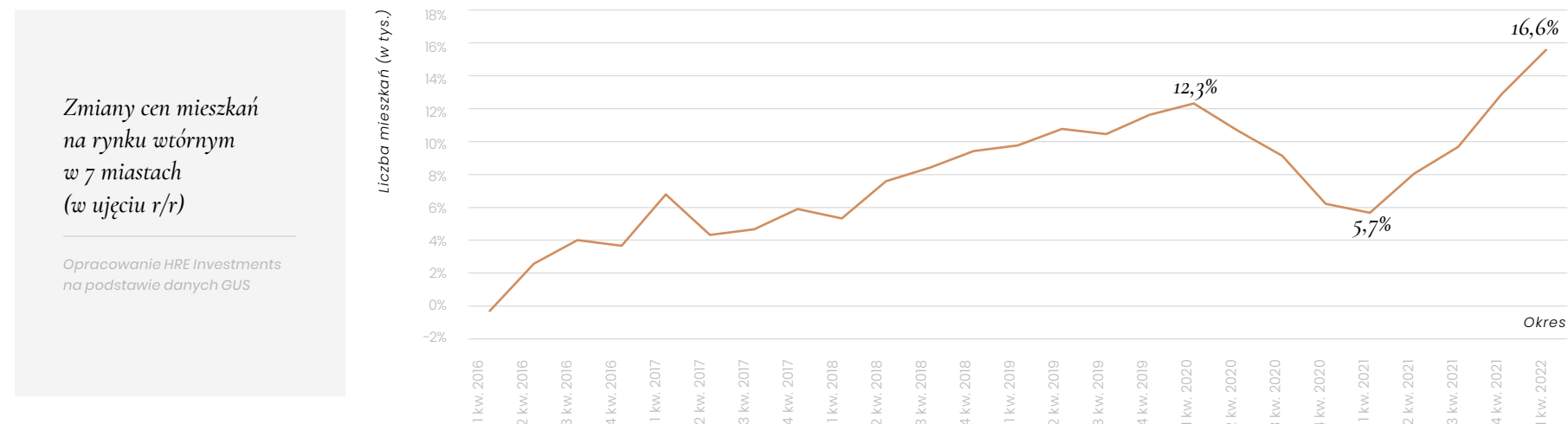
Dodatkową motywacją dla rządu może być też uszczelnienie systemu podatkowego. Tajemnicą poliszynela jest bowiem fakt, że część właścicieli miesz-

kań wynajmuje lokale „na czarno”. Jeśli będą mogli oni uniknąć podatku od pustostanu mając podpisaną umowę wynajmu, to jest szansa, że skończą z takim wynajmem. Wszystko jak zwykle rozbija się jednak o szczegóły. Nie wiadomo bowiem czy podatek od pustostanów wejdzie w życie, czy wynajmowanie mieszkania zwalniać będzie z tej daniny i jak wysoka ona będzie. Z drugiej strony jest to w pewnym sensie mniej szkodliwa i społecznie akceptowalna formuła podatku katastralnego.

Wróciliśmy do koniunktury sprzed epidemii

Reasumując - biorąc pod uwagę 25 wskaźników z obszaru budownictwa, cen mieszkań, kondycji gospodarstw domowych i sektora bankowego – oszacowaliśmy wartość indeksu koniunktury na rynku mieszkaniowym za pierwszy kwartał 2022 roku na 0,613.

Prosta interpretacja tego wyniku jest taka, że pozytywnie oceniamy koniunkturę w mieszkaniówce w pierwszym kwartale 2022 roku (odczyt powyżej 0,5 pkt.). W naszej ocenie koniunktura plasuje się wyraźnie poniżej progów ostrożnościowych (pierwszy – 0,85 pkt., drugi – 0,9 pkt. i trzeci – 0,95 pkt.), które mogłyby sugerować przegrzanie rynku. Najnowszy odczyt indeksu jest ponadto niższy niż pod koniec 2021 roku. Zmiana ta wynika przede wszystkim z sytuacji na rynku kredytowym, który po rekordowo dużym popycie w trakcie 2021 roku podlega wyraźnemu schłodzeniu. Przy tym warto podkreślić, że nie obserwujemy zjawisk wskazujących na trwałe nierównowagi na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Bieżąca sytuacja sugeruje schładzanie koniunktury, czego emanacją jest spadek liczby zawieranych transakcji. Odczytujemy ten stan jako kumulowanie się niezaspokojonego popytu, który w sprzyjających warunkach jest gotów wrócić na rynek wzorem lat 2020–21.



Ceny mieszkań w 2022 roku ponownie w górę

Kompleksowa diagnoza bieżącej sytuacji na rynku mieszkaniowym jest dla nas podstawą do budowania prognoz na najbliższe kwartały. Bierzemy ponadto pod uwagę dostępne dziś predykcje, ale też zjawiska, których wystąpienie można z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć.

Na tej podstawie prognozujemy, że pod koniec 2022 roku ceny mieszkań w największych miastach w Polsce będą o od 7% do 12% wyższe niż pod koniec 2021 roku. Zakładamy jednak w 2022 roku spadek liczby zawieranych transakcji względem bardzo wysokiego poziomu z 2021 roku (o około 15-25%).

Pomiędzy kupującymi i sprzedającymi powiększa się luka

Wspomniany spadek liczby zawieranych transakcji jest pokłosiem co najmniej kilku zmian. Sprowadzają się one do sytuacji, w której możliwości kupujących i oczekiwania sprzedających coraz wyraźniej się rozmiągają.

Po prostu kupujący patrzą na rosnące stopy procentowe, mając nadzieję na obniżki cen mieszkań, a sprzedający (zarówno indywidualni, jak i deweloperzy) nie chcą pozbywać się nieruchomości, które są szczególnie docenianą przystanią w czasach galopującej inflacji i topniejącej siły nabywczej gotówki. Wszyscy mają swoje racjonalne powody, a efekt jest taki, że kupujący i sprzedający oddalają się od siebie. Transakcji zawieranych jest mniej i niestety stan ten chwilę potrwa. Konsekwencją tego jest rosnący poziom niezaspokojenia potrzeb mieszkaniowych. Ten będzie się kumulował i im

	Szanse	Zagrożenia
Szanse i zagrożenia dla rynku mieszkaniowego	Ujemne realne oprocentowanie lokat i kredytów	Wzrost stóp procentowych
	Wzrost PKB	Ograniczenie akcji kredytowej (UKNF)
	Program gwarancji kredytowych	Szybki, niekontrolowany rozwój sektora PRS
	Napiływ imigrantów	Niedostateczna podaż mieszkań
	Poszukiwanie ochrony przed inflacją	Wzrost kosztów budowy
	Dobra sytuacja na rynku pracy	Spadek optymizmu Polaków
	Wzrost rentowności wynajmu	

zakup mniejszego metrażu lub lokum położonego w tańszej lokalizacji.

W praktyce sytuacja wygląda tak, że jeszcze we wrześniu 25-letni kredyt zaciągnięty na 300 tysięcy złotych wiązał się z ratą na poziomie około 1,4 tys. zł miesięcznie. Dziś posiadacz takiego długu musi co miesiąc oddawać do banku prawie 2,6 tys. zł.

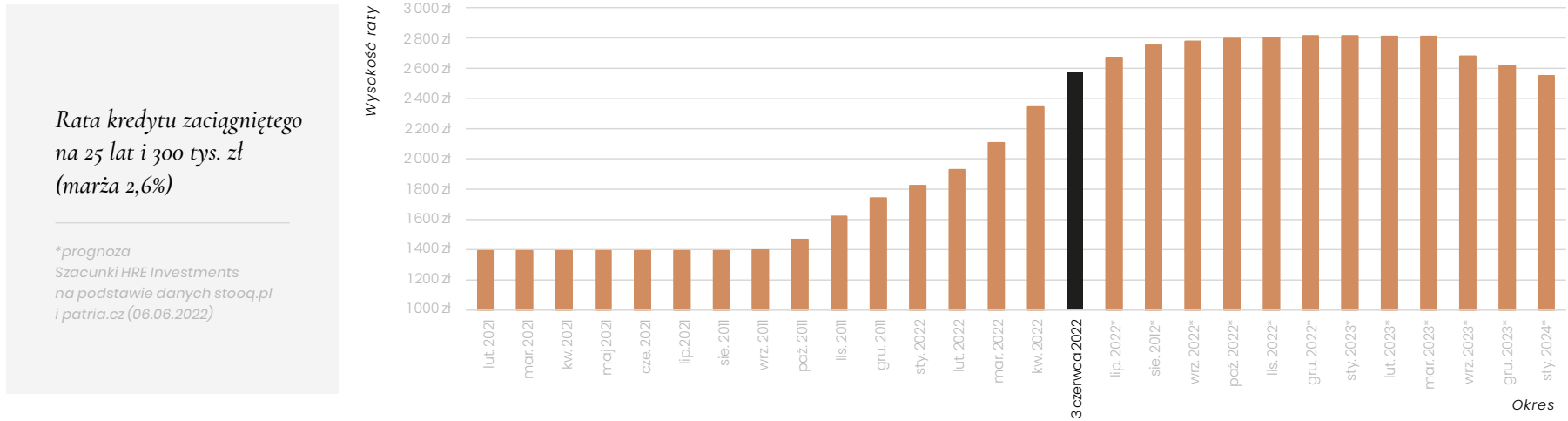
Jeśli wierzyć notowaniom kontraktów terminowych, to wspomniana rata może jeszcze wzrosnąć o 5-10%. Należy podkreślić, że wzrost kosztu pieniądza, który obserwujemy, jest znacznie większy niż to, co sugerowały prognozy formułowane dosłownie kilka kwartałów temu.

Pewnym pocieszeniem mogą być wynikające ze wspomnianych kontraktów przewidywania, że w drugiej połowie 2023 roku stopy procentowe zaczną

dłużej będzie to trwało, tym mocniejsze możemy zaobserwować ożywienie na rynku, gdy sytuacja zacznie się normalizować.

Wysokie stopy procentowe kumulują popyt na przyszłość

Z perspektywy kupujących sprawa jest prosta – podwyżki stóp procentowych powodują, że kredyty stają się droższe. W porównaniu do sytuacji z września 2021 roku raty 25-letnich hipotek poszły w górę lub lada moment wzrosną o około 85%. Skutkuje to oczywiście spadkiem zdolności kredytowej. Ten jest amortyzowany poprzez rosnące wynagrodzenia i spadające marże kredytów mieszkaniowych, ale i tak można szacować, że przeciętna zdolność kredytowa spadła od sytuacji sprzed podwyżek stóp procentowych o około 40%. W efekcie część potencjalnych kupujących nie jest dziś w stanie pozwolić sobie na zakup mieszkania, a pozostali decydują się na



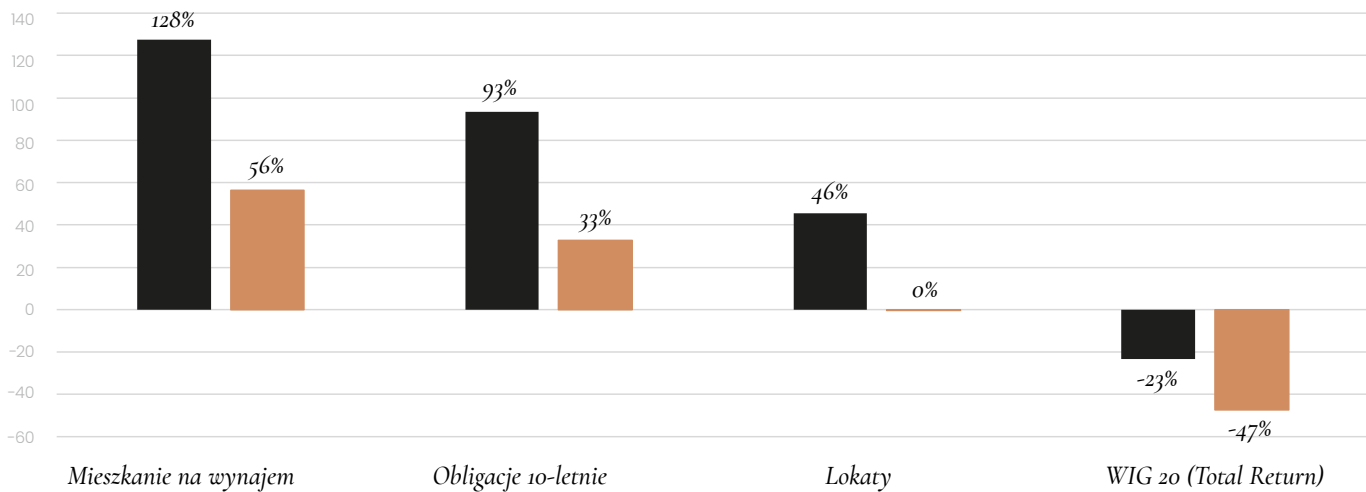
w Polsce spadać, co może pozytywnie wpłynąć na koniunkturę w mieszkaniówce. O ile uda się ujarzmić inflację, utrzymując przyzwoitą kondycję gospodarki i dobrą sytuację na rynku pracy, pozwoliłoby to już w perspektywie kilku kwartałów na realizację przynajmniej części dziś odkładanego popytu na mieszkania.

Póki co konsekwencje cyklu podwyżek stóp procentowych wyraźnie ograniczają popyt na większe mieszkania zgłaszany przez nabywców posiadających się kredytem, a premią deweloperów mających w ofercie relatywnie tańsze mieszkania (np. kompaktowe i na obrzeżach miast).

Trzeba przy tym pamiętać, że kredyty hipoteczne odpowiadają za około 30-40% pieniędzy trafiających na rynek mieszkaniowy¹⁰.

Ile można było zarobić przez 15 lat, inwestując w różne aktywa?
(łączna stopa zwrotu po opodatkowaniu)

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



Lokaty na dłuższą metę nie są w stanie konkurować z mieszkaniami

Wyższe stopy procentowe działają jednak na rynek mieszkaniowy także przez mechanizm, który możemy nazwać „kanałem depozytowym”. Chodzi o to, że ktoś kto rozważa zakup mieszkania na wynajem, może porównywać jego rentowność (dziś szacowaną na 6-7% brutto, czyli około 5% netto) do oprocentowania lokat i rachunków oszczędnościowych. Te są dziś przeciętnie oprocentowane na 3-4%, choć najlepsze promocyjne oferty potrafią kusić stopą zwrotu na poziomie nawet 6-7% w skali roku. To w oczywisty sposób może ograniczać skłonność do inwestowania w mieszkania na wynajem wśród bardziej zachowawczych inwestorów. Przy tym specyfika mieszkań na wynajem i lokat jest zupełnie odmienna. Te drugie są zupełnie bezobsługowe i pozwalają zarabiać jedynie na odsetkach, których 19% należy oddać fiskusowi. W przypadku mieszkań kosztem trochę wyższego ryzyka i dodatkowego wysiłku związanego

z organizacją wynajmu mamy możliwość zarabiania nie tylko na przychodach z czynszu (podatek w formie ryczałtu o stawce 8,5%), ale też na potencjalnym wzroście wartości nieruchomości (po 5 latach brak podatku). Ten ostatni jest tym pewniejszy, im dłuższy jest nasz horyzont inwestycyjny. Historia rozwiniętych rynków uczy nas, że w dłuższym terminie sama strategia zakupu i trzymywania mieszkania powinna dać zarobić realnie 1-2 pkt. proc. rocznie (ponad inflację).

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

Wysokie oprocentowanie depozytów będzie trudne do utrzymania

Nawiasem mówiąc, trzeba mieć świadomość, że banki pod koniec pierwszego półrocza 2022 roku podniosły oprocentowanie depozytów do poziomu, który może się okazać trudny do utrzymania, a przynajmniej trudno liczyć na dalsze wyraźne podwyżki, o ile podstawowa stopa procentowa zgodnie z prognozami rynkowymi nie wzrośnie powyżej poziomu 7-7,5%.

Wszystko rozbija się o koszty, które sektor bankowy będzie musiał ponosić. Te idą w miliardy złotych. Składają się na nie koszty związane z kredytami walutowymi, rosnące koszty odsetkowe, potencjalne koszty problemów ze spłatą kredytów (np. gotówkowych czy inwestycyjnych), koszt zastąpienia

WIBOR-u inną, niższą stawką, dopłaty do Funduszu Wsparcia Kredytobiorców czy idący w co najmniej kilkanaście miliardów złotych koszt rządowego pomysłu darmowych wakacji kredytowych. To wszystko może spowodować, że banki już niedługo przestaną być tak hojne dla oszczędzających.

Lokaty dają realne straty

Jest to ważne w kontekście inflacji i faktu, że już od lat oprocentowanie lokat bankowych jest zbyt niskie, aby uchronić siłę nabywczą kapitału. Co więcej, problem ten zaczął się na przełomie lat 2015/2016. Wszystko sprowadza się do tego, że banki co prawda doliczają odsetki do powierzonego im kapitału, ale najpierw od odsetek należy zapłacić jeszcze podatek (19%), a potem okazuje się, że inflacja zjada siłę nabywczą kapitału w jeszcze szybszym tempie.

Póki w ten sposób realnie traciliśmy 1-2% w skali roku, było to chwilowo akceptowalne. Gdy realna roczna strata zaczęła wynosić 3-4%, coraz więcej z nas rezygnowało z trzymywania pieniędzy w bankach. Dziś – gdy kończące się lokaty dają tak małe zyski, że realnie (po uwzględnieniu inflacji) ich posiadacze tracą ponad 12% w skali roku, sytuacja jest skrajnie niekorzystna.

I choć banki w ostatnich tygodniach podnoszą oprocentowanie depozytów, to wciąż nie ma takich lokat czy rachunków oszczędnościowych, które pozwoliłyby realnie uchronić kapitał przed inflacją w perspektywie najbliższego roku.

Nic też nie wskazuje na to, aby takie depozyty się pojawiły. A gdyby i tego było mało, to dziś dostępne prognozy sugerują, że nawet lokaty zakładane pod koniec

2023 roku nie pozwolą realnie zarobić. Jeśli sytuacja taka będzie trwała do 2025 roku, to będziemy mogli mówić w kontekście trzymania pieniędzy w bankach o straconej dekadzie.

Właściciele nie chcą opuszczać bezpiecznej przystani

Fakt, że depozyty nie dają realnej ochrony przed destrukcyjnymi efektami inflacji jest z drugiej strony jednym z argumentów, który powoduje, że sprzedający także tracą ochotę do sprzedawania mieszkań. Trudno się temu dziwić.

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

Potwierdzają to dane z rynku amerykańskiego z ostatnich 130 lat. Pokazują one bardzo dużą korelację pomiędzy zmianami cen nieruchomości i inflacją. Nawet więcej – w dłuższym terminie ceny nieruchomości zwykły rosnąć z przeciętną roczną dynamiką o 1-2 pkt. proc. wyższą niż ceny dóbr i usług (inflacja). Wzrosty cen dóbr i usług mają bowiem zupełnie przeciwne działanie niż zmiany poziomu stóp procentowych. Ten pierwszy sprzyja wzrostom cen mieszkań, a drugi je ogranicza.

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

Zważywszy na fakt, że na początku 2022 roku mieszkania w dużych miastach drożały przeciętnie o prawie 16%, to teoretycznie wzrost podstawowej

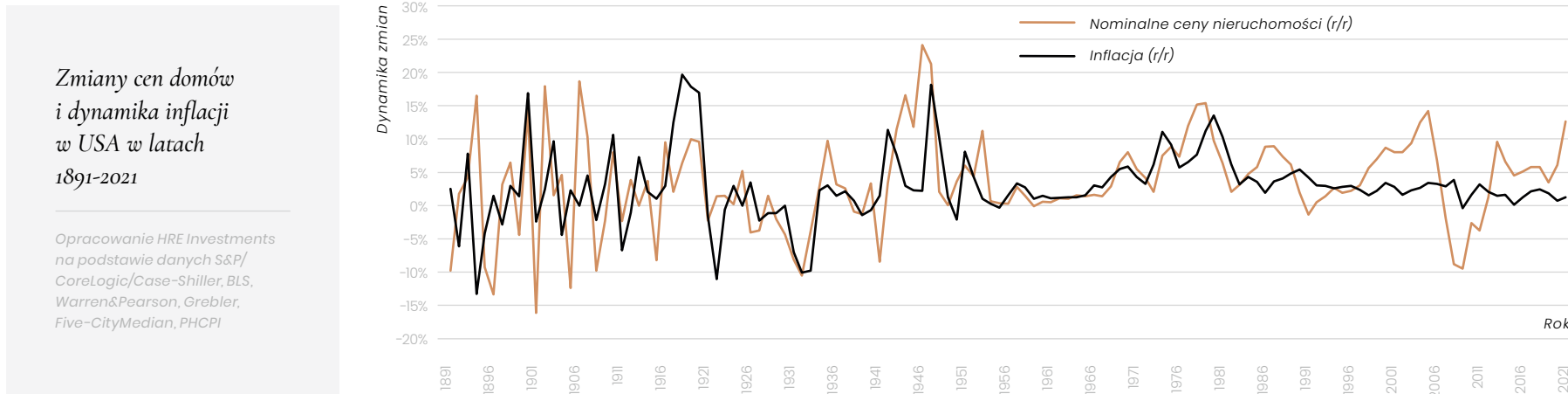
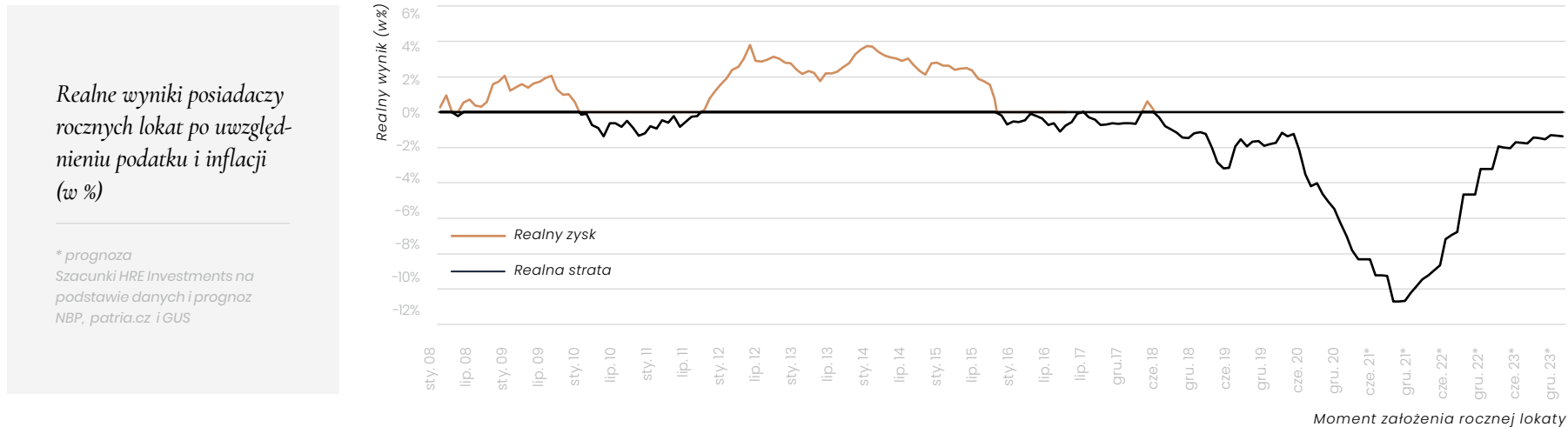
stopy procentowej do poziomu 5-7% spowodowałby, że przestałyby drożeć. Byłoby tak jednak w świecie, w którym przy okazji nie mielibyśmy do czynienia z galopującą inflacją. Ta w maju 2022 roku była prawie 14-procentowa. Prognozy sugerują, że w całym 2022 roku inflacja wyniesie około 12%, a w 2023 roku będzie to ponad 9%¹.

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

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

Liczba ogłoszeń pęcznieje, ale mieszkań na sprzedaż brakuje

Najnowsze dostępne dane mówią co prawda o tym, że na portalach ogłoszeniowych pojawia się więcej ogłoszeń o chęci sprzedaży mieszkań, ale gdy wgryźć się w szczegóły, to okazuje się, że póki co jest to sztucznie pompowana statystyka. Podczas gdy liczba ofert w kwietniu br. była o 7% wyższa niż rok wcześniej, to faktyczna liczba nowych unikalnych ofert wprowadzonych na rynek była o ponad 7% niższa niż przed rokiem². Wy tłumaczenie tego fenomenu jest proste – pośrednicy, którym doskwiera spadająca liczba zawieranych transakcji, dążą do tego, aby ich oferta była jak największa, a więc poświęcają więcej sił i środków, aby pozyskiwać więcej nieruchomości. To powoduje, że ofert jest więcej, ale przy mniejszej skłonności do sprzedaży mieszkań coraz częściej trafiamy na te same lokale oferowane przez coraz większą liczbę pośredników (duplikaty).



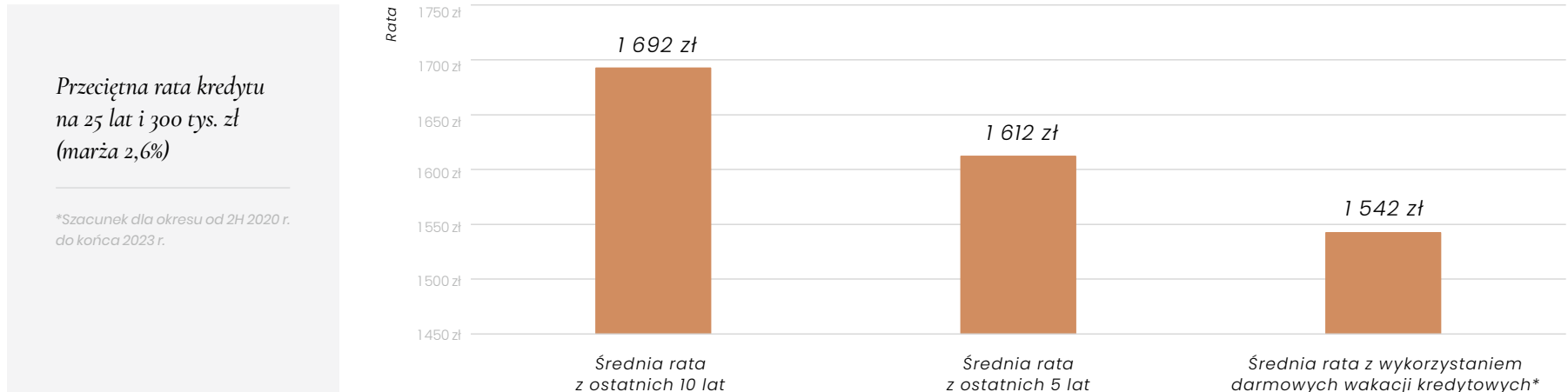
Trudniej dziś zamienić lokal na większy

Przed decyzją o sprzedaży mieszkania powstrzymywać może też trudniejszy dostęp do kredytów. I nie chodzi tylko o fakt, że kupującym trudniej może być sfinansować zakup naszego „M”, ale też o to, że jeśli planowaliśmy zamianę posiadanego lokalu na większy, to mógł nam się w tym celu przydać kredyt. Dziś niestety jest o niego trudniej, co może ograniczać skłonność do przeprowadzania transakcji sprzedaży mieszkań i zamiany ich na większe.

Rządowy pakiet oddala widmo ludzkich tragedii

Skoro już o kredytach mowa, to są one ważne także w kontekście podaży mieszkań na sprzedaż z jeszcze innego powodu. Teoretycznie bowiem gwałtowny wzrost stóp procentowych mógłby spowodować, że część właścicieli

zmuszona byłaby sprzedać kupione mieszkania, o ile nie byłiby w stanie regulować rat. Całe szczęście ryzyko to wydaje się niewielkie. Wszystko dzięki zaproponowanemu przez rząd pakietowi dla kredytobiorców. Składa się on z działającego już rozwiązania – Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, oraz dwóch innych pomysłów wciąż będących na etapie legislacyjnym (likwidacja WIBOR-u i darmowe wakacje kredytowe). W sumie pakiet ten powinien spowodować, że niemal wszyscy mający dziś problemy ze spłatą kredytów mieszkaniowych, powinni poradzić sobie z regulowaniem rat. To odsuwa od nas ryzyko przymusowej sprzedaży mieszkań przez część kredytobiorców, których najbardziej dotknęły konsekwencje podwyżek stóp procentowych. W praktyce procedowany w parlamencie pomysł darmowych wakacji kredytowych oznacza dla posiadaczy złotych kredytów mieszkaniowych, że do 2023 roku średniomiesięczny koszt obsługi długu będzie niższy niż średnia z ostatnich 5 czy 10 lat.

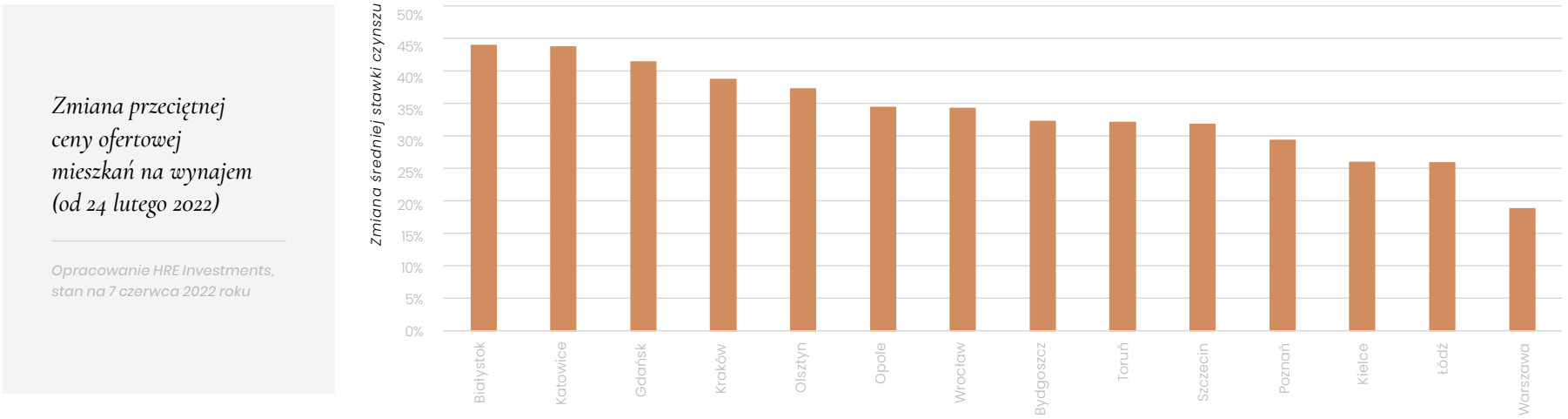


To, co rozwiązuje problemy zadłużonych nabywców mieszkań może nie rozwiązywać problemów osób, które z pomocą kredytu budują dom. Tych oprócz wyższych stóp procentowych uderzają jeszcze rosnące koszty kredytów.

Inflacja, trudniejszy dostęp do kredytów i migracje podnoszą stawki za wynajem

Sprzedaż mieszkań jest dziś ponadto o tyle nieracjonalna, że przecież to, co dzieje się na rynku najmu nie ma w historii precedensu.

Liczba dostępnych na wynajem mieszkań jest o około połowę niższa niż przed wybuchem wojny, a przeciętne ofertowe stawki za wynajem wzrosły od tego momentu w tempie dwucyfrowym – o od około 20 do ponad 40%.



W głównej mierze jest to efekt masowych migracji. Zgodnie z szacunkami HRE Think Tank w dniu wybuchu wojny w Polsce było około 40-60 tys. wolnych mieszkań na wynajem. Bieżące potrzeby mieszkaniowe przybyłych do nas Ukraińców można za to szacować na około 200-300 tys. lokali. To doskonale tłumaczy fenomen, który obserwujemy na rynku najmu.

Trzeba mieć przy tym świadomość, że nawet bez zmian, które obserwujemy w ostatnich miesiącach, sytuacja na rynku najmu w Polsce nie była dobra. Już w 2020 roku aż 64% mieszkań wynajmowanych na zasadach rynkowych było przeludnionych w myśl europejskich standardów. Był to wynik prawie trzykrotnie wyższy od unijnej średniej. Dziś, gdy rynek najmu jest dodatkowo bardzo wykupiony, a stawki czynszów rosną, standard mieszkaniowy musiał wyraźnie spaść. Warto przy tym podkreślić, że nawet gdyby nie doszło do masowych migracji, to w bieżącym roku należało spodziewać się na

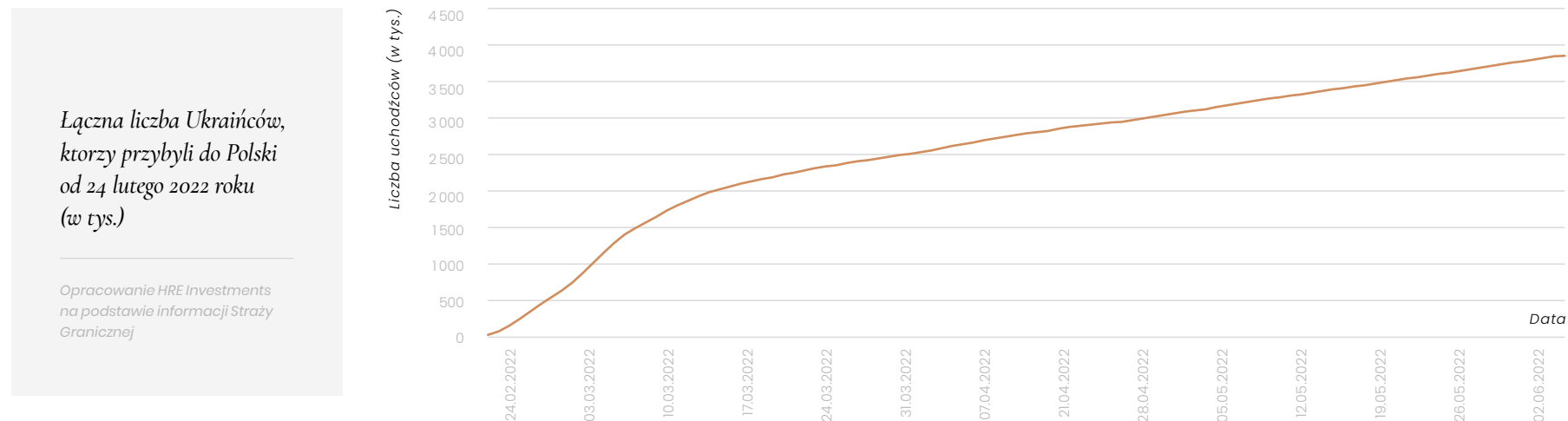
rynku najmu rosnących stawek czynszów. Sprzyja temu środowisko galopującej inflacji oraz trudniejszy dostęp do kredytów. W pierwszym przypadku działa mechanizm, w ramach którego właściciele mieszkań widząc rosnące koszty utrzymania nieruchomości, chcą je przerzucić na lokatorów. W przypadku mniejszej podaży kredytów sytuacja może być podobna – ci inwestorzy, którzy kupili mieszkania na wynajem z pomocą kredytu, mogą chcieć przynajmniej częściowo przerzucić koszt wyższych rat na najemców. Skala tego zjawiska nie powinna być duża chociażby w związku z tym, że mieszkania na wynajem przeważnie kupowane są w Polsce za gotówkę. Większą wagę powinniśmy więc przykładać do takiej prawidłowości, że jeśli trudno jest mieszkanie kupić na kredyt, to często jedyną alternatywą jest mieszkanie na wynajem. Zakręcone kurki z kredytami powodują więc wzmożony popyt na najem, co przy innych czynnikach statycznych może prowadzić do wyższych stawek czynszu. To wszystko składa się na sytuację, w której rentowność wynajmu mieszkań rośnie. Skłaniać

to może raczej do inwestycyjnych zakupów nieruchomości niż do ogłaszania chęci ich sprzedaży.

Deweloperzy chcą przeczekać największą zawieruchę

Z punktu widzenia deweloperów sytuacja rozwija się po części podobnie. Po co najmniej kilku latach bardzo wysokich zysków deweloperzy, widząc spadek popytu, ograniczają bieżącą sprzedaż mieszkań. Dzieje się to poprzez mniejszą liczbę projektów wprowadzanych na rynek, za pomocą etapowania sprzedaży, a nawet ograniczania ofert dostępnych w biurach sprzedaży.

Wszystko wskazuje na to, że deweloperzy zaczęli realizować strategię, w której kosztem liczby sprzedawanych mieszkań chcą utrzymać osiągnięte marże.



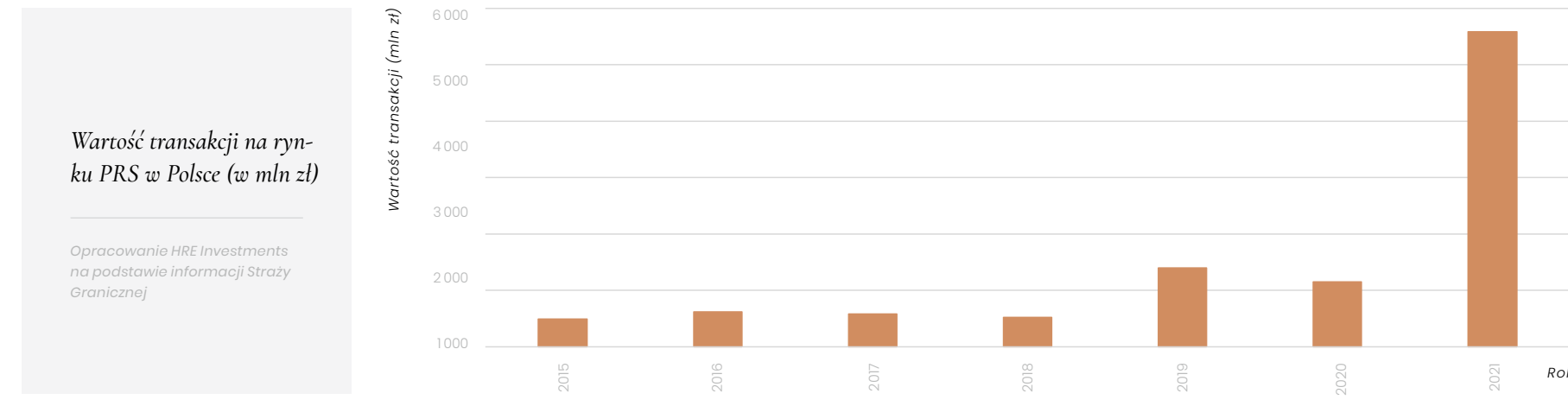
odbudował. W efekcie okazało się, że dostępnych w biurach sprzedaży lokalii było za mało, co skutkowało dużą determinacją do rozpoczynania nowych inwestycji i wzrostem cen mieszkań.

Jak będzie tym razem? Historia uczy nas, że dekonunktura na rynku mieszkaniowym musi utrzymywać się przez co najmniej kilka-kilkanaście kwartałów, abyśmy mogli obserwować wyraźny spadek cen transakcyjnych mieszkań.

Przez wiele ostatnich lat dobra koniunktura w gospodarce nierzadko potączona z korzystną sytuacją na rynku pracy powodowały, że to popyt dostosowywał się do podaży. Może być tak i tym razem, jeśli zgodnie z nadziejami części ekonomistów, po krótkim ochłodzeniu gospodarczym znowu uda się Polsce wejść na ścieżkę rozwoju. Mogą w tym pomóc planowane przez

To w ostatnich tygodniach oznaczało podnoszenie cen wraz z rosnącymi kosztami budowy. Wspomniane wcześniej jaskółki zmian dają jednak szansę na to, że dynamika wzrostu kosztów budowy podlegać będzie normalizacji wraz z odbudowywaniem zerwanych przy okazji wojny łańcuchów dostaw. Nie jest to czynnik, który może doprowadzić do spadku cen mieszkań (choćby ze względu na rosnące koszty robocizny czy wymagania techniczne i legislacyjne), ale może on spowodować, że wzrosty stawek będą mniej dynamiczne.

Deweloperzy działali w ostatnich latach w otoczeniu, które zmieniało się jak w kalejdoskopie. Jeszcze na przełomie lat 2019/2020 koniunktura była bardzo sprzyjająca. Potem nastąpiła jednak epidemia, której efektem było w pierwszej chwili zatrzymanie w wielu gałęziach gospodarki. Po trwającym zaledwie 2 miesiące zahamowaniu w 2020 roku popyt na mieszkania bardzo szybko się



rząd pakiety socjalne, inwestycje z KPO, wydatki zbrojeniowe czy np. integracja migrantów. W podobny kierunku iść może nawet planowany przez rząd program darmowych wakacji kredytowych. Te, jeśli faktycznie zostaną zaoferowane niemal wszystkim, mogą się okazać nie tylko ulgą dla kredytobiorców spłacających dziś znacznie wyższe raty, ale też po części będą formą redystrybucji dochodu kosztem banków pomiędzy obywateli. Ci mając oszczędności będą mogli je wydać, dorzucając cegielkę do ożywienia gospodarki, gdy w perspektywie co najwyżej kilku kwartałów opanujemy częściowo inflację.

Przy rosnących kosztach współpraca z funduszami nie jest prosta

W kontekście mniejszej liczby zawieranych transakcji sprzedaży mieszkań i dużego ruchu na rynku najmu nie możemy zapominać o aktywnych w Polsce funduszach inwestycyjnych. Otoczenie sprzyja bowiem jeszcze mocniejszemu wejściu tych podmiotów „nad Wisłę”. Już w 2021 roku kapitał, który pompowały one na rodzimy rynek deweloperski odpowiadał wartości nawet około 20-30% zakupów realizowanych w biurach sprzedaży dewelo-

perów w 7 głównych miastach. Skalę zawieranych dziś umów skutecznie mogą ograniczać jednak doświadczenia niektórych firm deweloperskich, które podpisywały niedawno spektakularne kontrakty na pakietową sprzedaż mieszkań, a dziś – w wyniku szybko rosnących kosztów budowy – działalność ta może się okazać deficytowa.

Konsekwencje nadmiernego i nieucywilizowanego zaangażowania funduszy inwestycyjnych na rynku mieszkaniowym pokazują nam chociażby przykłady Berlina czy Amsterdamu, gdzie doszło do wzrostu cen mieszkań, stawek czynszów i spadku liczby nowych inwestycji mieszkaniowych. Więcej na ten temat pisaliśmy w raporcie *HRE Think Tank Wpływ inwestycji instytucjonalnych na rynek mieszkaniowy. Rekomendacje dla Polski*. W naszej ocenie rząd powinien zadbać o to, aby inwestowany przez fundusze kapitał w miarę możliwości prowadził nie do wzrostu cen nieruchomości, ale do zasypywania deficytu mieszkaniowego, który można dziś szacować na 1,5 – 2 milionów lokali.

Michał Cebula, prezes HRE Think Tank

1) Szacunki HRE Investments na podstawie danych Eurostatu

2) Dane BIK

3) https://www.knf.gov.pl/aktualnosci?articleId=77388&p_id=18

4) Szacunki HRE Investments na podstawie danych GUS

5) Dane Eurostatu

6) Dane PSB

7) Dane PUDS

8) Dane GUS

9) Dane NBP (indeks hedoniczny)

10) Szacunki NBP

11) Szacunki EKF

12) Dane OLX, Otodom i Unirepo

13) Dane Eurostat

Indeks HRE: aneks metodologiczny

Czym jest Indeks HRE Think Tank?

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

1) Cen mieszkań (badamy tu 7 wskaźników). Zwracamy uwagę na zmiany cen

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

inwestorów. Ci patrzą bowiem na rynek z trochę innej perspektywy niż przeciętny nabywca. Dla inwestora mniej ważne jest często to, ile zapłacić trzeba za metr kwadratowy, a za to kluczowa jest rentowność inwestycji, czyli jaką część wartości nieruchomości można w ciągu roku zainkasować dzięki jej wynajmowaniu. Stworzyliśmy też model, dzięki któremu kontrolujemy bieżące odchylenie cen nowych mieszkań od długoterminowego poziomu równowagi. Dopiero te wszystkie elementy pozwalają nam na ocenę sytuacji w obszarze cen mieszkań i wskazanie, czy obserwujemy tu jakieś niepokojące zjawiska czy nie.

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

ste – w momencie, w którym koszty budowy szybko rosną, może to sygnalizować narastanie napięć na rynku budowlanym – szczególnie, gdy połączone jest to z niedoborami pracowników lub materiałów.

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

4) Sektora bankowego (badamy tu 5 wskaźników). Przede wszystkim zwracamy tutaj uwagę na skalę nowej akcji kredytowej (hipoteki) – jej dynamikę i to jak rośnie łączne zadłużenie Polaków. W tym wypadku także patrzymy nie na wartości nominalne, ale realne, a więc takie uwzględniające utratę siły nabywczej w czasie (inflację). Zwracamy uwagę nie tylko na kwoty samego zadłużenia, ale też uwzględniamy, jak wartość ta ma się do PKB. W uproszczeniu chodzi o to, że wraz z tym jak gospodarka rośnie, a społeczeństwo się bogaci, stać nas na więcej kredytów mieszkaniowych. W związku z tym, że z biegiem lat przeciętny kredyt hipoteczny opiewa na coraz wyższą kwotę, postanowiliśmy badać nie tylko łączną wartość udzielonych kredytów, ale też liczbę udzielanych hipotek. W ramach badania sytuacji w sektorze bankowym sprawdzamy też, jak zmieniają się kryteria udzielania takich długów. Chodzi o to, czy banki ułatwiają dostęp do hipotek, czy może wręcz przeciwnie. Ważna jest dla nas przy tym dynamika tych zmian. Dopiero znając te wszystkie dane, jesteśmy w stanie ostrzegać np. przed zapaścią na rynku kredytowym lub wręcz przeciwnie – przed narastaniem baniek kredytowych, które stanowią duże zagrożenie dla stabilności sektora mieszkaniowego, a w skrajnym przypadku nawet całej gospodarki.

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

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

Indeks koniunktury na rynku nieruchomości w I kwartale 2022 roku

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

Pierwszy kwartał 2022 roku przyniósł dalszy wzrost wartości **subindeksu cen nieruchomości**. Wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,769 wobec 0,716 kwartał wcześniej. Wzrost subindeksu cen nieruchomości odnotowano również w ujęciu rocznym. W analogicznym okresie roku poprzedniego, tj. w I kw. 2021 roku analizowany subindeks kształtował się bowiem na poziomie 0,527.

Wzrost subindeksu cen nieruchomości determinowany był przede wszystkim dalszym, istotnym wzrostem wskaźnika obrazującego odwrotność premii za ryzyko. Wskaźnik ten kształtował się na poziomie 0,600 wobec 0,370 kwartał wcześniej.

Na wzrost subindeksu cen nieruchomości oddziaływał ponadto wyższy w porównaniu z kwartałem ubiegłym wskaźnik rocznej realnej stopy wzrostu cen mieszkań na rynku wtórnym mierzonych zharmonizowanym indeksem hedonicznym. Wskaźnik ten wyniósł w I kw. 2022 roku 0,860 wobec 0,750 w IV kw. 2021 roku.



Dodatkowo wyższa w porównaniu z IV kw. 2021 roku wartość subindeksu cen nieruchomości wynikała z dalszego wzrostu wskaźnika odnoszącego się do odchylenia cen nieruchomości na rynku pierwotnym od cen równowagi długookresowej, z poziomu 0,940 w IV kw. 2021 roku do 0,980 w I kw. 2022 roku.

Wzrost subindeksu cen nieruchomości ograniczany był natomiast spadkiem wskaźników odzwierciedlających realny poziom cen nieruchomości, zarówno na rynku pierwotnym, jak i na rynku wtórnym. W przypadku rynku pierwotnego analizowany wskaźnik obniżył się z 0,990 w IV kw. 2021 roku do 0,950 w I kw. br. Na rynku wtórnym wskaźnik ten ukształtował się natomiast na poziomie 0,980 wobec 0,990 kwartał wcześniej.

Ponadto, w analizowanym okresie odnotowano nieznaczny spadek wskaźnika odnoszącego się do relacji średnich cen na rynku pierwotnym i wtórnym do PKB. W I kw. 2022 roku wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,600,

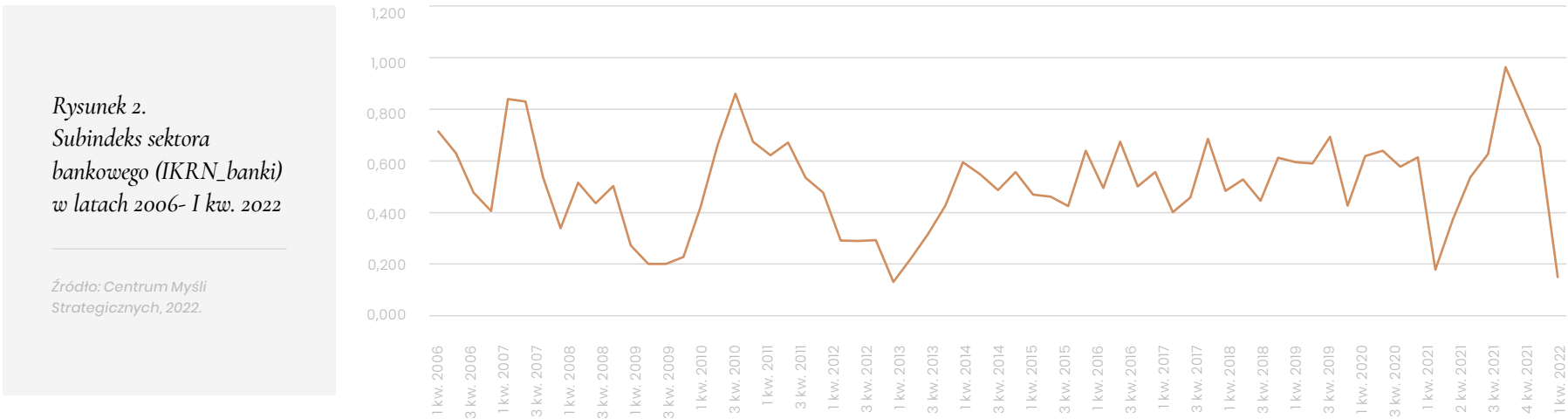
podczas gdy kwartał wcześniej kształtował się na poziomie 0,610.

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

W I kw. 2022 roku odnotowano istotny spadek wartości subindeksu sektora bankowego. Na koniec I kw. 2022 roku analizowany subindeks wyniósł 0,151 wobec 0,656 kwartał wcześniej oraz 0,627 w I kw. 2021 roku.

Spadek subindeksu sektora bankowego w I kw. 2022 roku determinowany był obniżeniem się wszystkich wskaźników wchodzących w jego skład.

Przed wszystkim odnotowano istotny spadek wskaźników odnoszących się do liczby i wartości nowoudzielonych kredytów mieszkaniowych. Wskaźnik odpo-



wiadający stopie wzrostu liczby udzielonych kredytów mieszkaniowych obniżył się z 0,920 w IV kw. 2021 do 0,120 w I kw. 2022 roku. Wskaźnik obrazujący roczną realną stopę wzrostu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych ukształtował się natomiast na poziomie 0,190 wobec 0,910 kwartał wcześniej.

Spadkowi wskaźników odnoszących się do nowoudzielonych kredytów mieszkaniowych towarzyszyło obniżenie się wskaźnika obrazującego kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych przez banki. W I kw. 2022 roku odpowiedni wskaźnik wyrażony w percentylach wyniósł 0,210 podczas gdy kwartał wcześniej znajdował się na poziomie 0,450.

Ponadto, w analizowanym okresie odnotowano spadek wskaźnika odnoszącego się do relacji zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych do PKB. Wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 0,320 wobec 0,460 kwartał wcześniej.

Obniżeniu uległ również wskaźnik obrazujący roczną realną stopę wzrostu wolumenu zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych – osiągając w I kw. 2022 roku historyczne minimum.

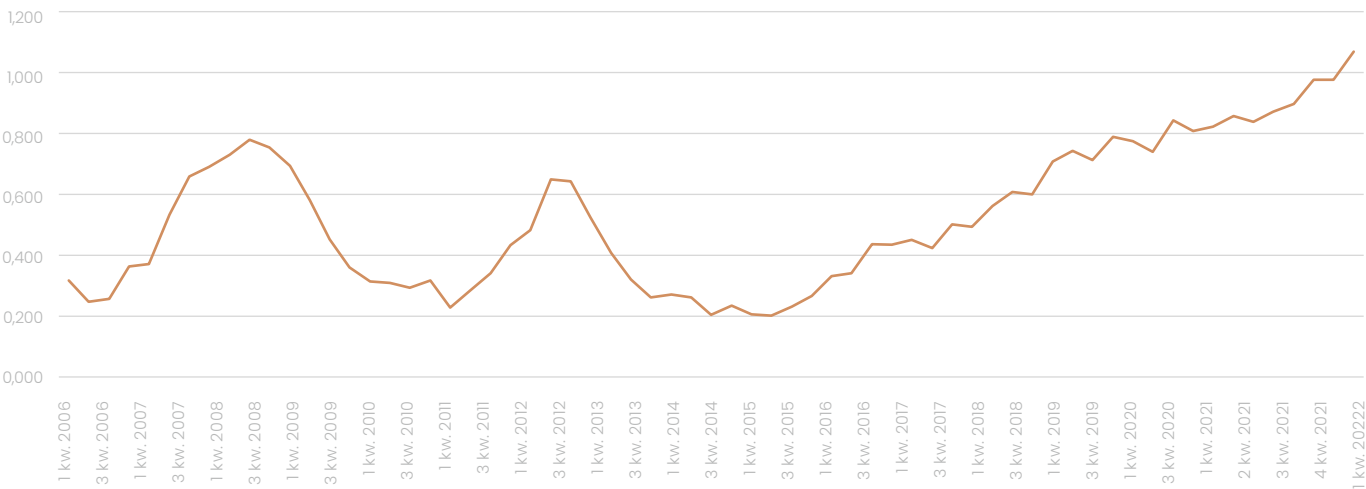
Trzecim co do znaczenia subindeksem jest **subindeks sektora budownictwa** (IKRN_bud). Zmienność analizowanego subindeksu prezentowana jest na rysunku nr 3.

W I kw. 2022 roku odnotowano dalszy wzrost subindeksu sektora budownictwa (IKRN_bud) w kierunku historycznych maksimów osiągając poziom 1,069 (wobec 0,976 w IV kwartale 2021).

Wzrost poziomu subindeksu budownictwa w I kw. 2022 roku wynikał przede wszystkim z wyższego poziomu wskaźników cen zarówno usług utrzymania i naprawy mieszkań (z 1,020 w IV kw. 2021 do 1,280 w I kw. 2022 roku), jak i ma-

*Rysunek 3.
Subindeks sektora
budownictwa
(IKRN_bud) w latach
2006-I kw. 2022*

*Źródło: Centrum Myśli
Strategicznych, 2022.*



teriałów do utrzymania i naprawy mieszkań (z 0,830 w IV kw. 2021 do 0,890 w I kw. 2022).

Ponadto, w I kw. 2022 roku odnotowano wzrost wskaźnika obrazującego dynamikę nakładów poniesionych przez inwestorów na budowę nowych budynków mieszkalnych (innych niż jednorodzinne i zbiorowego zamieszkania) w przeliczeniu na 1 m kw. powierzchni użytkowej budynku (z 0,410 w IV kw. 2021 do 0,560 w I kw. br.).

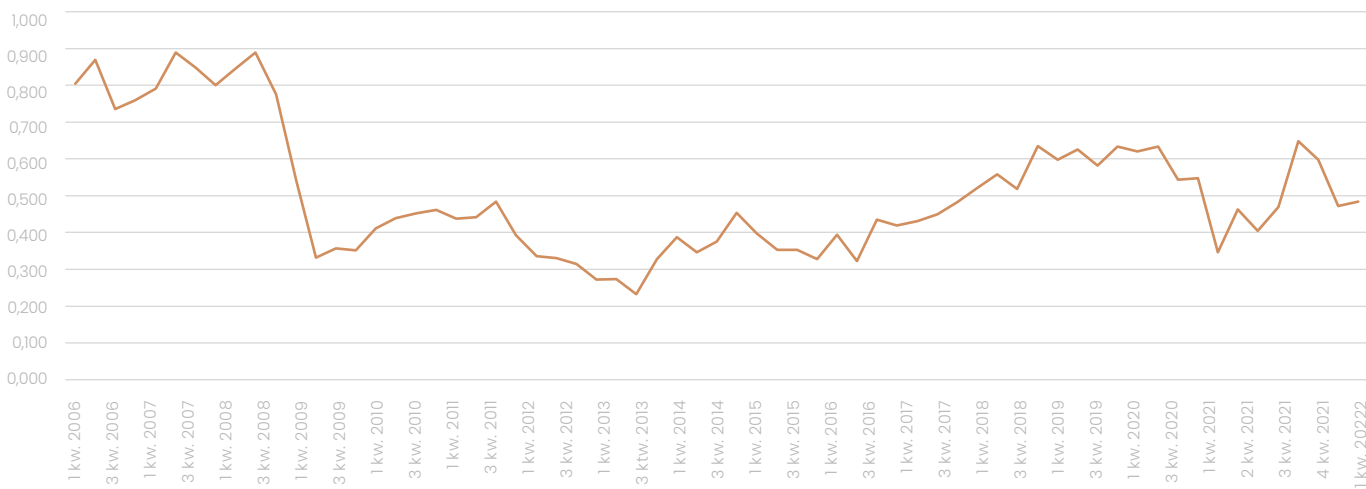
Na wzrost wartości analizowanego subindeksu oddziaływał ponadto wzrost wskaźnika odnoszącego się do cen wybranych obiektów budowlanych – z 0,930 w IV kw. 2021 roku do 1,110 w I kw. 2022 roku oraz wzrost wskaźnika liczby mieszkań pozostających w budowie (z 1,220 w IV kw. 2021 roku do 1,290 w I kw. 2022 roku).

Wzrost subindeksu sektora budownictwa ograniczany był natomiast spadkiem trzech pozostałych wskaźników wchodzących w jego skład. W I kw. 2022 roku odnotowano obniżenie się poziomu wskaźnika liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto, liczonego jako 12-miesięczna suma krocząca (z 1,170 w IV kw. 2021 roku do 1,130 w I kw. br.). Obniżeniu uległ również wskaźnik odnoszący się do liczby nowych pozwoleń na budowę mieszkań przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem. W ujęciu percentylowym wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 1,030 wobec 1,070 kwartał wcześniej. Wskaźnik obrazujący liczbę mieszkań oddanych do użytkowania ukształtował się na poziomie 1,040 wobec 1,070 kwartał wcześniej.

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

*Rysunek 4.
Subindeks gospodarstw
domowych (IKRN_gosp)
w latach 2006-I kw. 2022*

*Źródło: Centrum Myśli
Strategicznych, 2022.*



W I kwartale 2022 roku odnotowano nieznaczny wzrost **subindeksu gospo-**
darstw domowych. Wartość IKRN_gosp ukształtowała się na poziomie 0,484
wobec 0,473 kwartał wcześniej. Wzrost analizowanego subindeksu odnotowa-
no także w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, kiedy to
IKRN_gosp. wyniósł 0,470.

Wzrost subindeksu gospodarstw domowych determinowany był wyłącznie
wyższym poziomem wskaźnika dotyczącego rocznej stopy wzrostu sumy real-
nych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wskaźnik ten ukształtował się na
poziomie 0,570 wobec 0,340 kwartał wcześniej.

Wzrost analizowanego subindeksu ograniczało natomiast pogorsze-
nie nastrojów konsumenckich, mierzonych Bieżącym Wskaźnikiem Ufno-
ści Konsumenckiej. W I kw. 2022 roku wskaźnik obrazujący numer percentyla

w rozkładzie empirycznym wskaźnika BWUK osiągnął historyczne minimum.

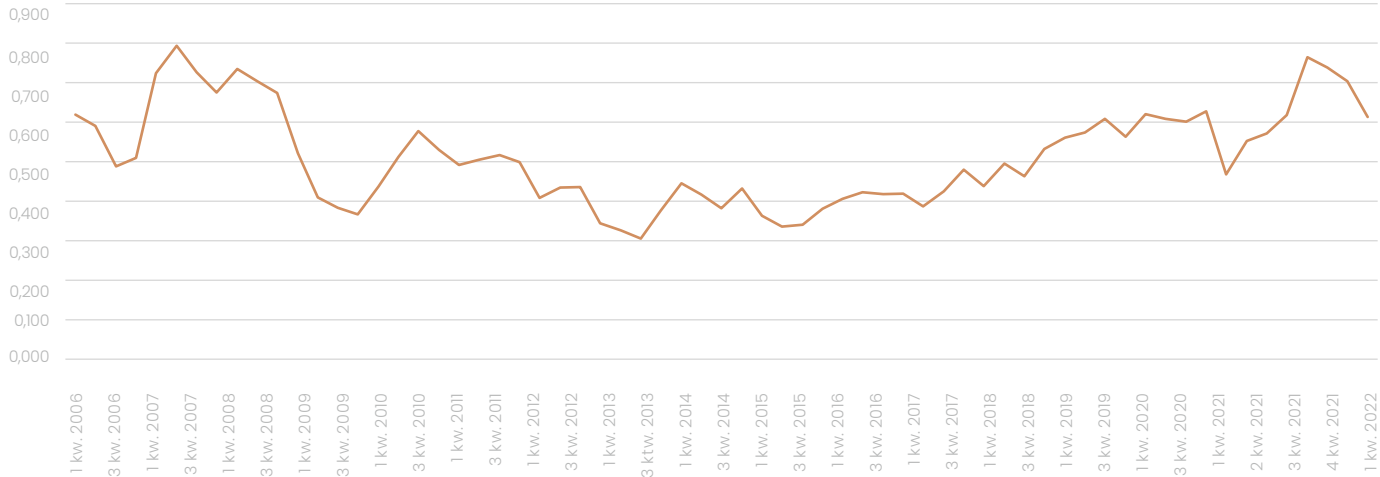
Podobnie historyczne minimum odnotowano w przypadku wskaźnika odnoszą-
cego się do popytu na kredyty mieszkaniowe. Wskaźnik ten uległ obniżeniu już
trzeci kwartał z rzędu.

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

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

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

Źródło: Centrum Myśli
Strategicznych, 2022.



Spadek wartości indeksu ograniczony był natomiast wzrostem:

- subindeksu gospodarstw domowych (IKRN_gosp) – z poziomu **0,473**
w IV kwartale 2021 do **0,484** w I kwartale 2022 roku,
- subindeksu cen nieruchomości (IKRN_ceny) – z poziomu **0,716**
w IV kwartale 2021 do **0,769** w I kwartale 2022 roku,
- subindeksu sektora budownictwa (IKRN_bud) – z poziomu **0,976**
w IV kwartale 2021 do **1,069** w I kwartale 2022 roku.

Uwzględniając zmiany subindeksów oraz wagi nadane przez ekspertów,
indeks końcowy koniunktury na rynku nieruchomości (IKRN) w I kwartale 2022
roku wyniósł **0,613** wobec 0,704 kwartał wcześniej. Dla porównania w analogicz-
nym okresie roku poprzedniego (I kw. 2021) indeks końcowy kształtował się na
poziomie 0,618. Zmienność IKRN w czasie przedstawiono na rysunku 5.

Obniżenie poziomu indeksu koniunktury na rynku nieruchomości determino-
wane było istotnym kwartalnym spadkiem jednego spośród czterech subin-
deksów wchodzących w jego skład:

- subindeksu sektora bankowego (IKRN_banki) – z poziomu **0,656**
w IV kwartale 2021 do **0,151** w I kwartale 2022 roku,

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

	I kwartał 2021	IV kwartał 2021	I kwartał 2022
Indeks koniunktury na rynku nieruchomości (IKRN)	0,618	0,704	0,613
IKRN_ceny	0,527	0,716	0,769
IKRN_banki	0,627	0,656	0,151
IKRN_gospodarstwa domowe	0,470	0,473	0,484
IKRN_sektor budownictwa	0,871	0,976	1,069

Źródło: Centrum Myśli Strategicznych, 2022.

Słowniczek

Subindeks IKRN_CENY

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

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

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

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

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

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

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

Subindeks IKRN_BANKI

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

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

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

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

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

Subindeks IKRN_GOSPODARSTWA DOMOWE

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

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

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

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

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

Subindeks IKRN_BUDOWNICTWO

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

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

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

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

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

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

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

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



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