



wtorek, 15 stycznia 2019

Raport mBanku na temat rynku nieruchomości.

W telegraficznym skrócie...

- **Gigantyczny wzrost dostępności mieszkań dla kupujących w ostatniej dekadzie.**
- **Popyt na mieszkania będzie rósł, również z powodów strukturalnych.**
- **Problemy podażowe i wysoki popyt to recepta na dalsze wzrosty cen.**

Spis treści

Streszczenie	2
Szczypta teorii	2
Rys historyczny i stan bieżący	4
Ceny na rynku	4
Popyt – aspekt długookresowy („głód mieszkań”)	6
Popyt – aspekt cykliczny	9
Popyt – uwarunkowania egzogeniczne	13
Podaż nieruchomości	14
Rynek najmu	16
Dokąd zmierza polski rynek nieruchomości mieszkaniowych?	17
W poszukiwaniu nowej równowagi	17
Scenariusz bazowy na liczbach i warunki stresowe	19
Aneks – opis danych	21



Streszczenie

Przeanalizowaliśmy determinanty popytu i podaży na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Całą analizę przeprowadziliśmy na prostym modelu popytu i podaży. W takim ujęciu kluczem do analizy są przesunięcia wspomnianych krzywych determinowane przez czynniki inne niż cena, która jest jedynie zmienną wynikową gry podaży i popytu. Analiza czynników strukturalnych („głód mieszkaniowy”) i cyklicznych prowadzi nas do wniosku, że sytuacja popytowa pozostanie bardzo korzystna, co przy krótkoterminowym ograniczeniu podaży będzie prowadzić do wyższych cen. Stopniowe uruchomienie podaży – przy wyższych cenach, usuwających ograniczenia kosztowe – pozwoli na stopniowe zrównoważenie rynku przy wyższych cenach i wyższej aktywności. Stosowane przez nas wskaźniki dostępności kredytowej mieszkań spadają do poziomów poprzedzających zakończenie hossy dopiero przy założeniu koniunktury spadku płac i silnych podwyżek stóp lub też jeszcze silniejszych wahanń obu kategorii osobno. Wyniki naszej analizy odporne są więc nawet na umiarkowane zmiany scenariusza makroekonomicznego.

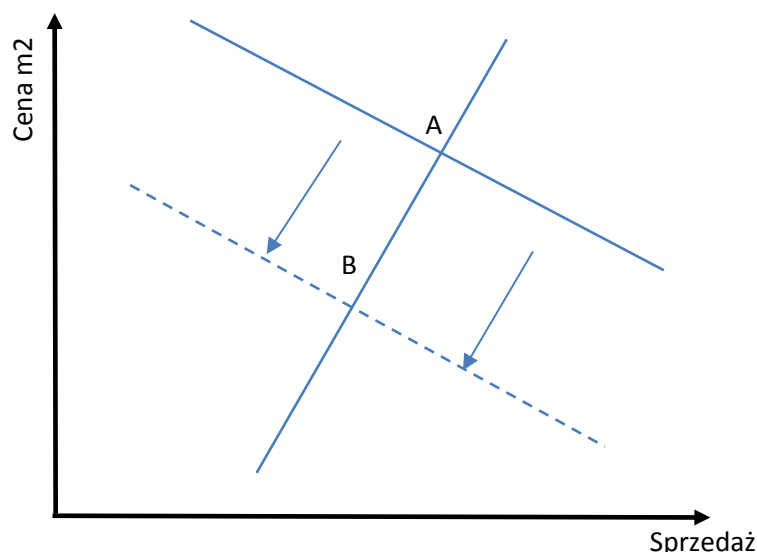
Szczypta teorii

Proste operacje na krzywych podaży i popytu pozwalają na ustalenie skutków poszczególnych scenariuszy na rynku nieruchomości. Oczywiście to tylko statyka porównawcza, a nie model dynamiczny (a w takich przecież realiach operujemy). Tym niemniej, dynamiczne oczekiwania możemy przełożyć właśnie na ruchy od jednej równowagi do drugiej i opisać je modelowo. Na osi pionowej odznaczamy cenę, a na poziomej - wielkość sprzedaży. Wyróżniamy ruchy „po” krzywych popytu i podaży, czyli te, w których dostosowanie biegnie przez cenę lub poziom sprzedaży i ruchy samych krzywych, które wynikają z czynników innych niż poziom sprzedaży i cena: dochody, stopy procentowe, warunki kredytowe, koszty itp. Jest to ekonomia naprawdę podstawowa. Pamiętajmy o zasadzie *ceteris paribus*.

Krzywe popytu i podaży rozpatrujemy w formie liniowej, choć w przypadku krzywej podaży łatwo byłoby uzasadnić nieco inny kształt, który wypłaszczałby się w miarę wzrostu sprzedaży (wrócimy do tej formy prezentacji pod koniec opracowania). Dlaczego? W krótkim terminie reakcja podaży jest w zasadzie ograniczona do bieżącego zasobu mieszkań, a proces ich budowania jest rozciągnięty w czasie. W długim terminie natomiast można sobie wyobrazić, że dzięki zmianom technologicznym, racjonalizacji kosztów, poprawie zyskowności itp. deweloperzy byłiby w stanie dostarczyć niemal nieograniczonej podaży przy niewielkiej zmianie cen. Zabawa w różne postacie funkcyjne krzywej podaży nie ma wpływu na wyniki analizy, aczkolwiek przy różnych kształtach uzyskalibyśmy zmiany sprzedaży i cen, które pozostawałyby ze sobą w różnych proporcjach. Za każdym razem kierunek zmiany byłby taki sam. Łatwiej rysuje się linie proste i na takich się na razie skupimy.

Na początek przyjrzyjmy się, co dzieje się na rynku nieruchomości, gdy dochodzi do przesunięcia krzywej popytu z uwagi na pogorszenie dostępności kredytowej mieszkania związanej ze spadkiem realnego dochodu oraz podwyższeniem stóp procentowych (choć wystarczy jeden z nich załóżmy dwa jednocześnie). Żaden z czynników wywołujących przesunięcie popytu nie jest naszym zdaniem adekwatny do obecnej sytuacji, ale niech będzie to tylko ilustracją problemu.

Rysunek 1. Zmiana równowagi rynkowej po egzogenicznym ograniczeniu popytu (przesunięcie krzywej popytu w kierunku środka układu współrzędnych).

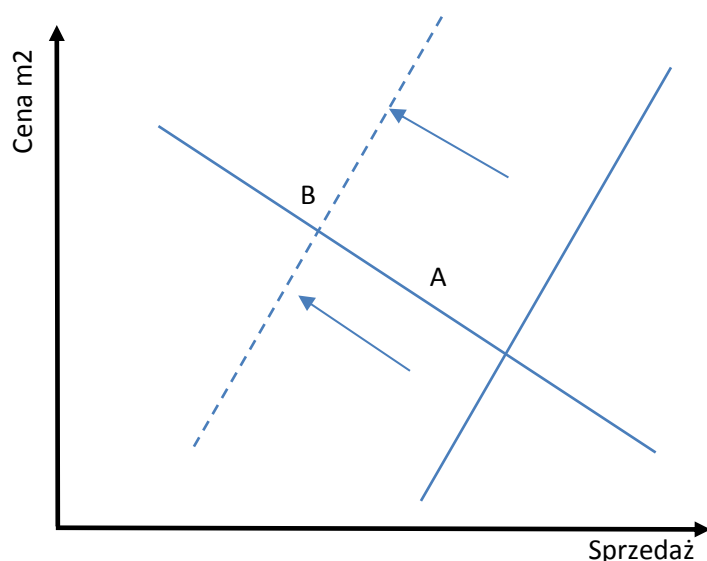


Źródło: Opracowanie własne.

Dochodzi do przesunięcia całej krzywej popytu do wnętrza układu współrzędnych. Ceny spadają, zniechęcając podaż (ruch „po” krzywej podaży), a rynek znajduje równowagę przy niższym poziomie aktywności i niższym poziomie cen – jest to klasyczny, negatywny szok popytowy. Równowaga rynkowa przesuwa się z punktu A do punktu B.

Popatrzmy teraz na szok podażyowy. Załóżmy, że z uwagi na kosztowe ograniczenia, czy wręcz bariery fizycznej produkcji (brak pracowników) dochodzi do przesunięcia całej krzywej podaży na lewo. Ograniczona podaż zwiększa ceny na rynku, a ruch po krzywej popytu prowadzi do ustalenia się równowagi przy niższym poziomie aktywności i wyższym poziomie cen. Równowaga rynkowa zmienia się z A na B.

Rysunek 2. Zmiana równowagi rynkowej po egzogenicznym ograniczeniu podaży (przesunięcie krzywej popytu podaży w lewo).



Źródło: Opracowanie własne.

Co ciekawe, taka zmiana równowagi odpowiada narracji rynkowej, która sugeruje, że w ostatnim czasie deweloperzy celowo ograniczyli podaż, aby podbić ceny i poprawić marżę. Rozumowanie oparte na krzywych podaży i popytu ukazuje sens takiego przedsięwzięcia. Można sprzedać drożej i mniejszą ilość – sytuacja idealna na czasy ograniczeń liczby pracowników.

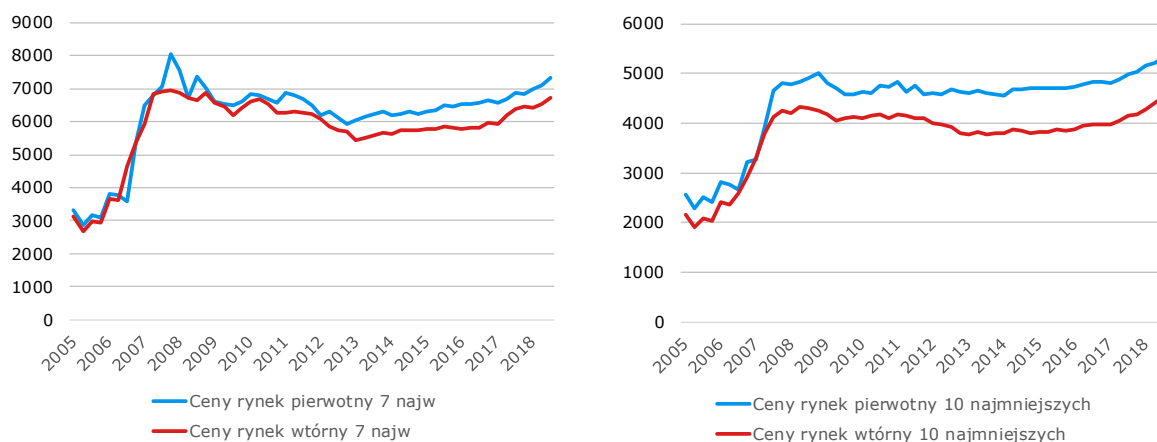
W dalszej części opracowania będziemy nadal trzymać się spojrzenia opartego na analizie krzywych podaży i popytu. Dochodząc do równowagi rynkowej będziemy starali się odpowiedzieć na pytanie, w jaki sposób przesuwają się wspomniane krzywe i co z nich wynika. Najpierw jednak przyjrzyjmy się danym o cenach i porównajmy stan obecny z okresem hossy 2006-2008.

Rys historyczny i stan bieżący

Ceny na rynku

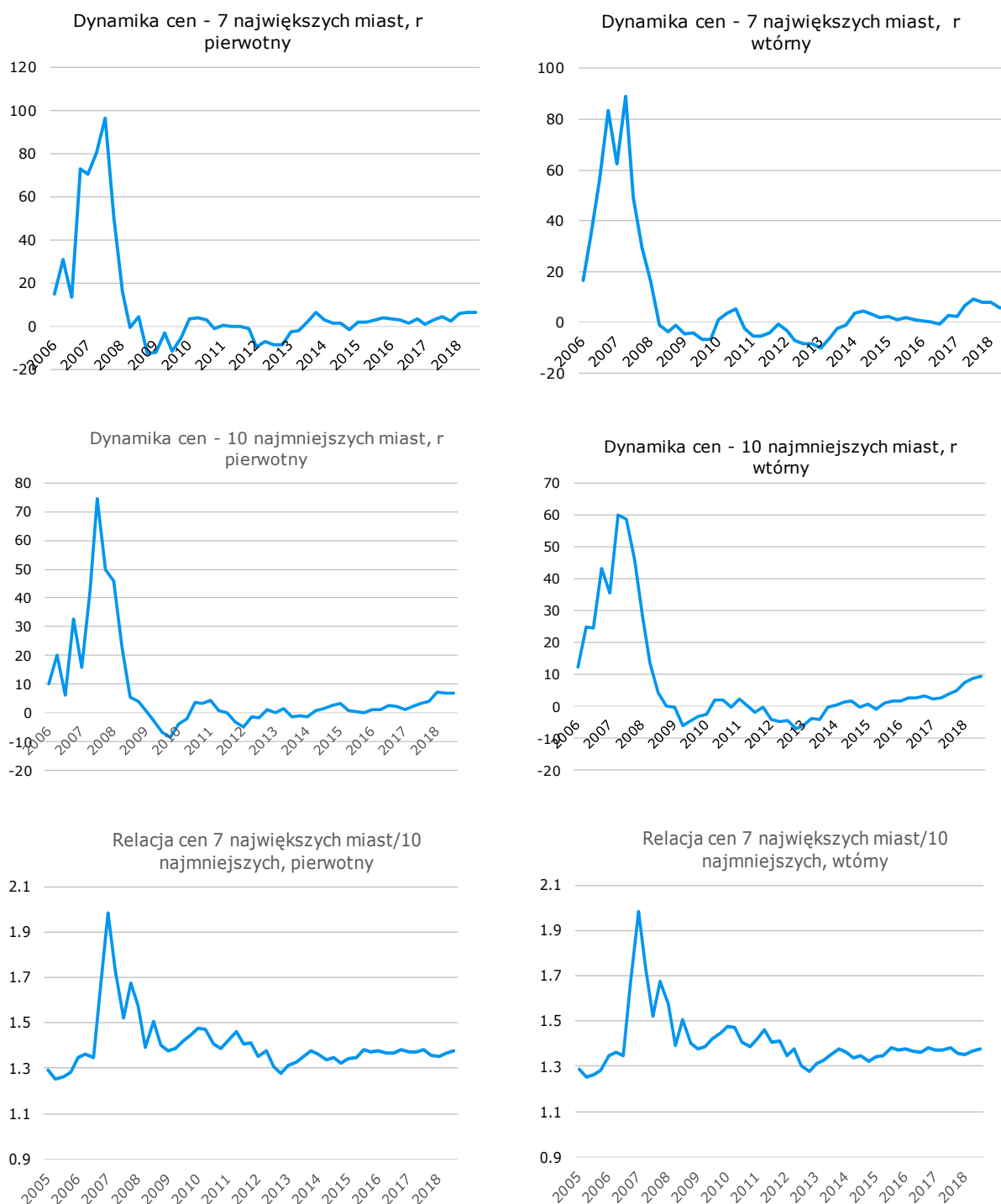
Rynek nieruchomości jest, z uwagi na dostępność danych, rynkiem niewdzięcznym do analizowania. W opracowaniu będziemy się posługiwać głównie danymi dotyczącymi miast. Duża korelacja cen pomiędzy poszczególnymi ośrodkami sprawia, że wnioski z analizy z dużą dozą trafności można przekładać na cały rynek nieruchomości w Polsce. W tej części opracowania porównamy zachowanie cen w okresie poprzedniej hossy (2006-2008) ze stanem obecnym. Na pierwszy ogień idą ceny na rynku pierwotnym i wtórnym.

Rysunek 3. Ceny na rynku nieruchomości (7 największych miast, 10 najmniejszych miast w bazie NBP).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Rysunek 4. Dynamika cen na rynku nieruchomości (7 największych miast, 10 najmniejszych miast w bazie NBP) i ich relacje.

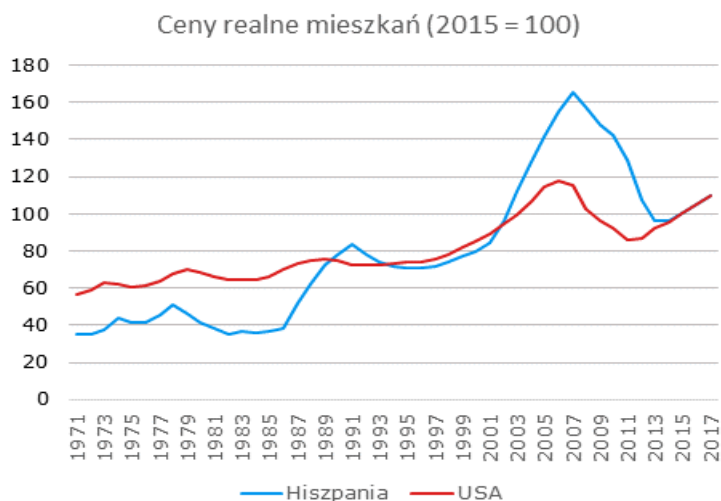


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na fakt potężnego wzrostu cen w okresie poprzedniej hossy, który sięgnął – w zależności od rynku – 60-100%. Co ciekawe, hossa w większej mierze objęła większe ośrodki miejskie niż małe (patrz wykresy z relacjami cen 7 największych – 10 najmniejszych). Silny wzrost cen był pokłosiem bardzo korzystnych warunków popytowych oraz ograniczonej podaży. Warto zwrócić jednak uwagę na aspekt dynamiczny

rozładowania się wygenerowanych wcześniej wzrostów cen: ich dynamika po prostu wygasła, bez głębszej korekty samych cen – szczególnie porównując na przykład z rynkiem nieruchomości w USA czy Hiszpanii.

Rysunek 5. Realne ceny nieruchomości w USA i Hiszpanii – porównanie.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Trudno więc nazwać okres hossy bańką spekulacyjną, gdyż nawet mimo ograniczenia podaży kredytu, potężnej zmiany warunków makroekonomicznych na gorsze (silne spowolnienie, duża deprecjacja złotego) nie została ona w spektakularny sposób przebita. Już na tym etapie warto więc zadać pytanie, dlaczego obecne, dość umiarkowane wzrosty cen na rynku miałyby się zakończyć silną przeceną, skoro 100% wzrosty cen wygenerowane w hossie zostały ledwo nadgryzione w okresie korekty?

Obecna akcja cenowa na rynku nieruchomości wygląda w porównaniu do poprzedniej hossy wyjątkowo mizernie: 6-10% wzrosty cen w ujęciu rocznym przy wysokim poziomie sprzedaży i dużym zasobie mieszkań na rynku. Do ciekawostek można zaliczyć fakt, że ceny rosną szybciej w mniejszych ośrodkach miejskich, jednak nie są to dysproporcje na tyle duże, aby powodować zmianę relacji cenowych.

Popyt – aspekt długookresowy („głód mieszkań”)

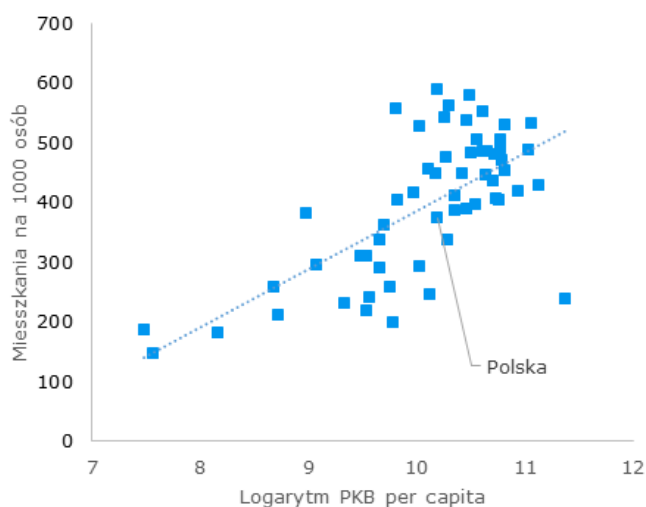
Głód mieszkań (rozumiany w kategoriach ekonomicznych jako niedostateczna podaż wysokiej jakości zasobu mieszkaniowego) jest jednym z najbardziej trwałych elementów polskiej polityki publicznej – występował w II RP (co barwnie opisał chociażby F.Springer w „13 piętrach”), istniał w PRL i nie zniknął z krajobrazu w ostatnich 25 latach. Trzeba jednak pamiętać, że stan zasobu mieszkaniowego można oceniać w kategoriach absolutnych, tj. względem potrzeb osób dorosłych żyjących w danym momencie na terytorium danego kraju, oraz w kategoriach relatywnych, tj. w odniesieniu do poziomu rozwoju i innych istotnych czynników (jak np. stopień rozwoju turystyki lub urbanizacja). Kraje zamożniejsze i bardziej zurbanizowane dysponują, *ceteris paribus*, większą łączną podażą mieszkań. Ponadto, różne mierniki zasobów mieszkaniowych (liczba mieszkań per capita, liczba izb per capita, powierzchnia użytkowa mieszkań na osobę i średnia powierzchnia mieszkania) mierzą nieco inny aspekt dostępności i zaspokojenie nieco innych potrzeb. Z polskiego punktu widzenia istnieje zatem kilka rozłącznych pytań:

- (1) czy bieżący zasób mieszkaniowy jest adekwatny do bieżącego poziomu rozwoju gospodarczego?
- (2) biorąc pod uwagę prognozowane zmiany poziomu rozwoju gospodarczego i innych istotnych czynników, czy bieżący zasób mieszkaniowych będzie w przyszłości adekwatny?
- (3) czy jakość zasobu mieszkaniowego jest adekwatna w stosunku do poziomu rozwoju?

Ze względu na dostępność porównywalnych danych międzynarodowych oraz możliwe (i nie w pełni rozpoznane) różnice metodologiczne, należy do porównań zasobów mieszkaniowych podchodzić z pewną rezerwą. Tym niemniej, obraz sytuacji Polski, jak się z nich wyłania, jest naszym zdaniem dość jednoznaczny.

Po pierwsze, liczba mieszkań w Polsce w przeliczeniu na tysiąc mieszkańców (w 2017 r. 371 mieszkań) jest mniejsza od średnich w Unii Europejskiej i OECD (460-480). W grupie krajów o podobnym PKB per capita rozstrzał jest przy tym znaczący i wynika zapewne z dodatkowych uwarunkowań, taki jak wartość zakumulowanego kapitału, wskaźnik urbanizacji czy też natężenie ruchu turystycznego. I choć mniej więcej liczba mieszkań odpowiada poziomowi rozwoju, zakładając dalszy wzrost poziomu zamożności kraju należy zakładać przynajmniej ruch w kierunku obowiązującej relacji.

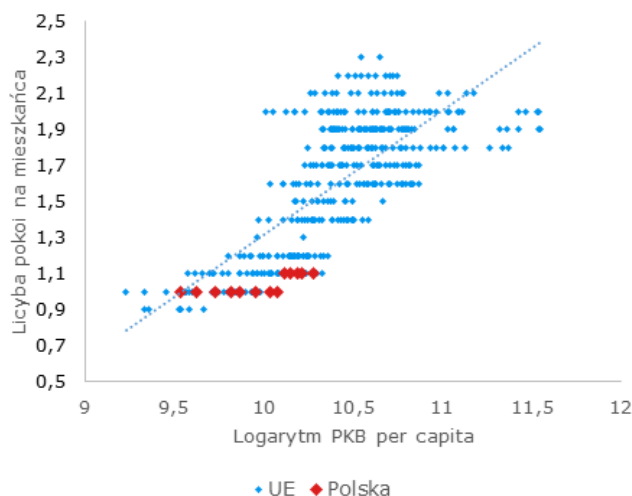
Rysunek 6. Liczba mieszkań na 1000 mieszkańców i PKB per capita – porównania międzynarodowe.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD, Helgi Library i Banku Światowego.

Po drugie, luka pod względem jakości zasobu mieszkaniowego jest prawdopodobnie znacznie większa. Na jednego mieszkańca Polski przypada obecnie 1,1 izby (pokoju), podczas gdy średnia dla UE-28 to 1,7 izby, a w niektórych państwach Europy Zach. wskaźnik ten przekracza 2,0 izby. Tutaj dysponujemy danymi panelowymi, które wskazują (por. wykres poniżej) na to, że dystans w stosunku do średniej unijnej lub też w stosunku do wartości typowych dla poziomów PKB per capita w kolejnych latach nie tylko jest znaczący, ale też się powiększał. Innymi słowy, relatywnie do wzrostu gospodarczego notowanego w latach 2005-2017, zasób mieszkaniowy powiększał się w zbyt wolnym tempie – budowano zbyt małe mieszkania.

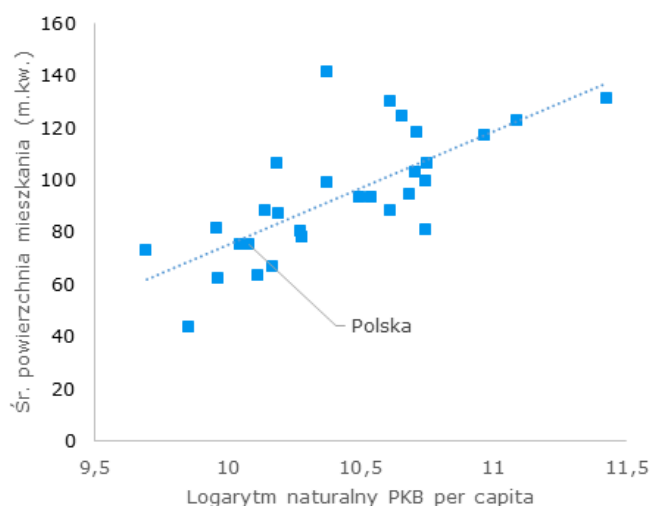
Rysunek 7. Liczba izb na 1 mieszkańca i PKB per capita – panel krajów UE i EEA.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu i Banku Światowego.

Zarówno średnia powierzchnia mieszkania (75,2 m. kw.), jak i powierzchnia mieszkalna przypadająca na jednego mieszkańca kształtuje się istotnie poniżej średnich dla UE i w pobliżu wartości implikowanych przez bieżące PKB per capita. Co więcej, zważywszy na wielkość średniego mieszkania oddawanego obecnie do użytku (ok. 60 m. kw.), średnia wielkość mieszkania w zasobie powinna z roku na rok spadać i – tym samym – pogarszać relatywną pozycję Polski w porównaniach międzynarodowych.

Rysunek 8. Średnia powierzchnia mieszkania i PKB per capita – kraje UE.

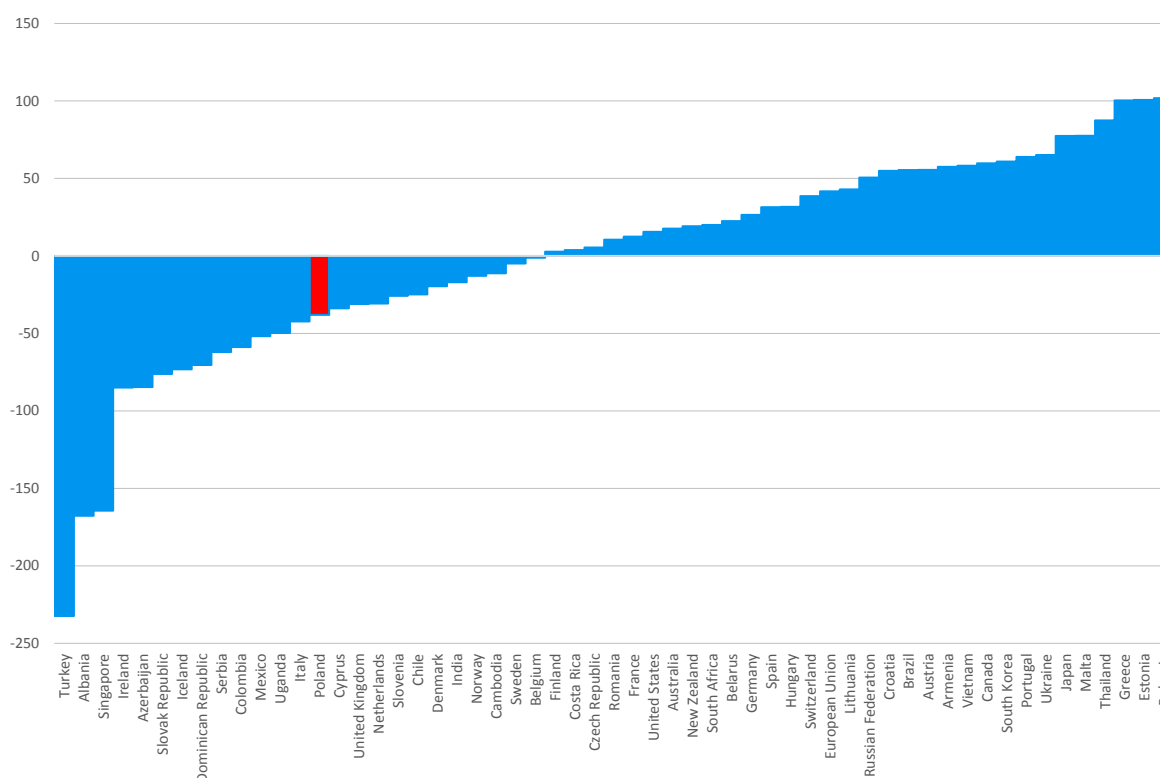


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu i Banku Światowego.

Dodatkowo, aby sprawdzić, jak bieżąca liczba mieszkań w Polsce (w przeliczeniu na 1000 mieszk. – z w/w wskaźników wybraliśmy ten z uwagi na największą dostępność danych) ma się do szerszego katalogu fundamentów, zdecydowaliśmy się na konstrukcję modelu ekonometrycznego na danych przekrojowych, który pozwoliłby na ocenę obecnych braków mieszkaniowych. Model ten obejmuje PKB per capita, wskaźnik urbanizacji, miernik struktury wiekowej ludności oraz kilka regionalnych zmiennych zero-jedynkowych. Względem tego zestawu fundamentów liczba mieszkań na 1000 osób w 2015 r. w Polsce była o 38 mniejsza od implikowanej (rysunek 9). Przekłada się to na niedobór ok. 1,4 mln mieszkań.

W kontekście zapotrzebowania na mieszkania w przyszłości, to wyniki analizy wskazują na to, że popularne twierdzenie, jakoby starzenie się ludności stanowiło ograniczenie dla popytu mieszkaniowego w przyszłości, jest z gruntu fałszywe. Po pierwsze, trend poprawy jakości zasobu mieszkaniowego wymaga stałego zasilania nową podażą o wyższym standardzie. Po drugie, część istniejącego zasobu w miastach (np. 4-piętrowe bloki bez wind, domy jednorodzinne na terenach funkcjonalnie wiejskich) nie będzie w stanie zaspokajać potrzeb starszych mieszkańców. Po trzecie, w kontekście rynku mieszkaniowego podstawowe znaczenie należy przypisać popytowi mieszkaniowemu w miastach i ich bezpośrednim otoczeniu – szczególnie, że istnieje w Polsce przestrzeń do dokończenia urbanizacji. W horyzoncie wieloletnim wskaźniki urbanizacji pozostają niższe od implikowanych przez PKB per capita.

Rysunek 9. Modelowy niedobór (-) / nadwyżka (+) mieszkań (liczba mieszkań na 1000 osób).



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu i Banku Światowego.

Popyt – aspekt cykliczny

Aby syntetycznie ująć możliwości popytowe konsumentów, stworzyliśmy indeks kredytowej dostępności mieszkania (IKD). Określa on ile przeciętnych realnych wynagrodzeń z sektora przedsiębiorstw należy wydać, aby zakupić mieszkanie średniej wielkości przy LTV 80% oraz 30-letnim okresie kredytowania przy założeniu rat malejących. Jest to indeks łączący informacje z trzech obszarów: ceny na rynku, oprocentowania oraz dochodu realnego. Jest to indeks zbudowany na średnich cenach mieszkań z 7 największych miast. Dokładny opis danych oraz niezbędnych ekstrapolacji dostępny jest w aneksie niniejszego opracowania. Indeks przedstawiony jest na rysunku 10.

Alternatywnym sposobem prezentacji indeksu dostępności kredytowej jest kombinacja liniowa znormalizowanego względem średniej i odchylenia standardowego oprocentowania kredytu (-), realnego wynagrodzenia (+) oraz ceny m.kw. (-), gdzie w nawiasach podajemy „ładunki” znormalizowanych zmiennych, które są niczym innym jak wskazanie, czy dana zmienna poprawia, czy pogarsza możliwości zakupu mieszkania przez gospodarstwo domowe.

Nazwijmy go indeksem dostępności kredytowej mieszkania typu 2. Z przyczyn obiektywnych (brak jednolitej ceny m.kw.) należy konstruować 4 indeksy dla różnych segmentów rynku. Ich aspekty dynamiczne są identyczne, więc IDK typu 2 zestawiamy z IDK typu 1 tylko dla cen z rynku pierwotnego 7 największych miast. Poruszają się one też identycznie, co widać na rysunku 11.

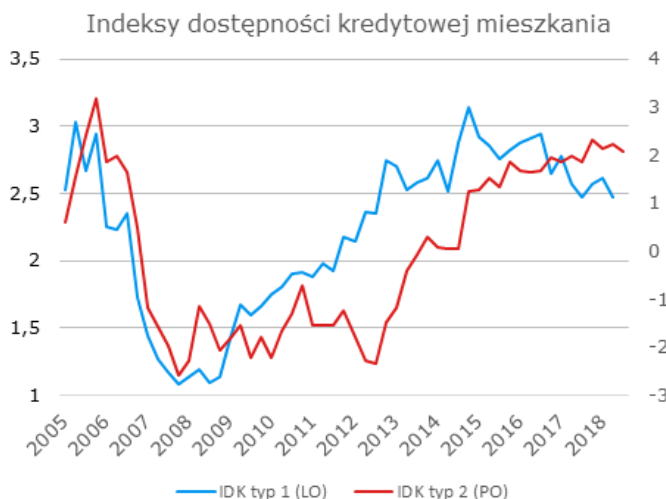
Rysunek 10. Indeks dostępności kredytowej mieszkania, typ 1.



Uwagi: W skrócie relacja raty za mieszkanie średniej wielkości i średniej pensji w sektorze przedsiębiorstw przy 80% LTV. Czym wyższy tym mieszkania są bardziej dostępne.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Rysunek 11. Indeksy dostępności kredytowej mieszkania: porównanie typu 1 i typu 2.

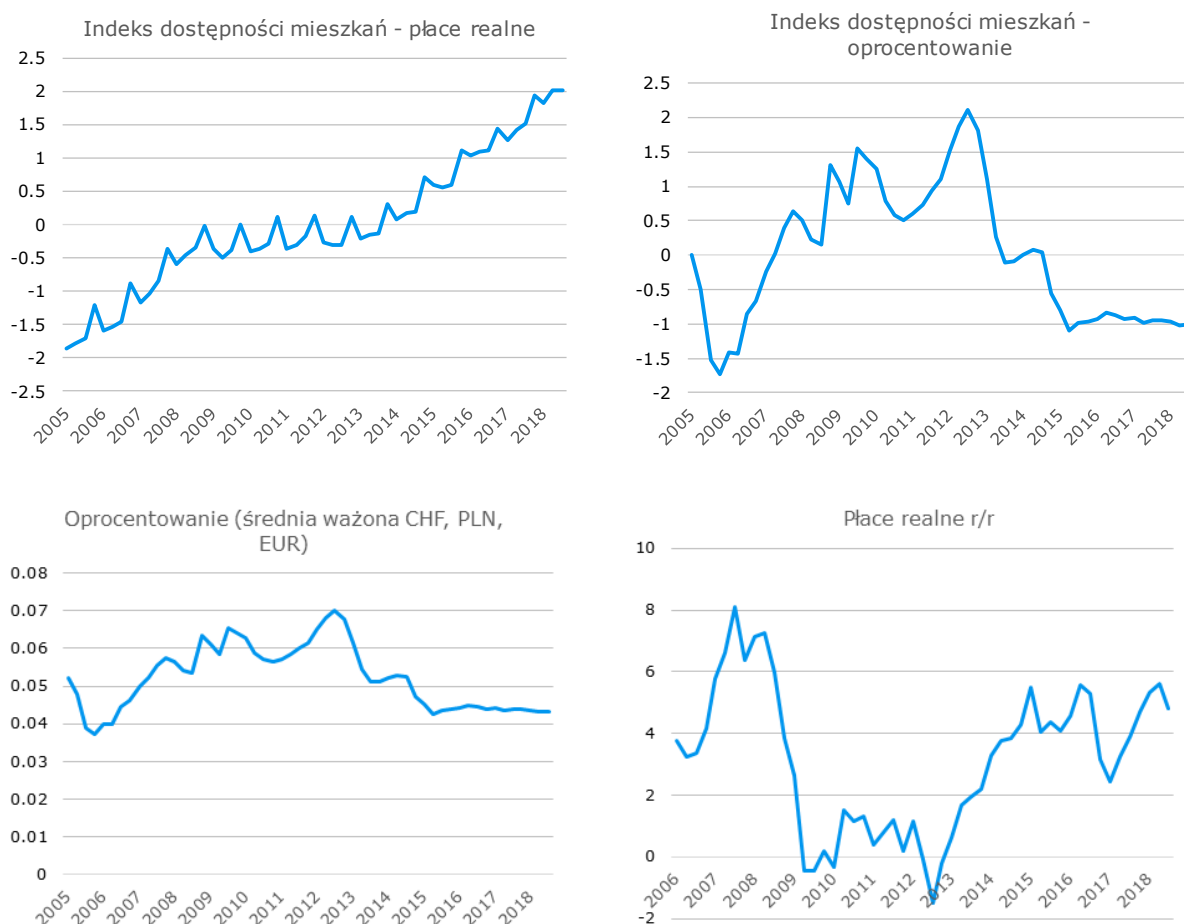


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Indeks liniowy ma jednak tę zaletę, że łatwo możemy go (bez linearyzacji i konieczności dokonywania lokalnych przybliżeń) rozłożyć na czynniki pierwsze. W tym przypadku głównie interesuje nas oprocentowanie i płace realne. Prezentujemy je zarówno w formie wystandaryzowanej, czyli tej obecnej w indeksie, jak i w formie dynamik (płace) oraz poziomów (oprocentowanie). Nietrudno zauważyć, że płace realne i stopy procentowe są i będą elementami silnie wspierającymi popyt na rynku nieruchomości, gdyż kilkuprocentowe wzrosty płac oraz stabilne stopy procentowe (zacieśnienia kredytowego na poziomie marż obecnie nie obserwujemy) to scenariusz bazowy co

najmniej na najbliższy rok. Dodatkowo, w obecnych warunkach trudno doszukać się też oczekiwań na tyle negatywnego scenariusza makroekonomicznego, który generowałby jednocześnie szok niższych dochodów realnych oraz wzrost stóp procentowych – odegrały one jednak niebagatelną rolę jako katalizatory zakończenia hossy w roku 2008.

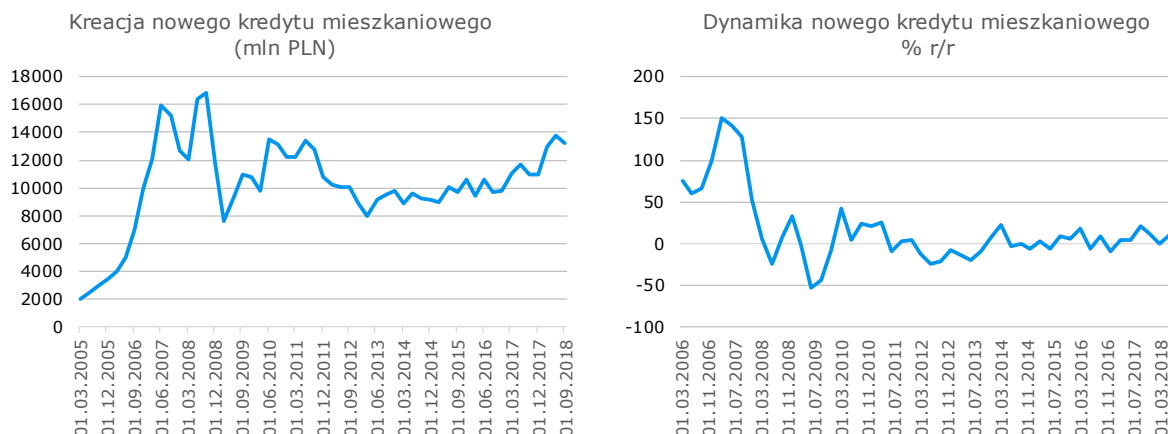
Rysunek 12. Podstawowe składowe indeksu kredytowej dostępności mieszkania i ich dynamiki (bez cen nieruchomości prezentowanych wcześniej na rysunkach 1 i 2).



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Trudno też doszukiwać się blokady popytu od strony podaży kredytu mieszkaniowego. Jak już wspomniano, nie widać wzrostów marż zaś kreacja nowego kredytu mieszkaniowego rośnie. Posługując się prostym schematem wynikania można stwierdzić, że (wciąż!) umiarkowana ekspansja kredytu przy stałych (w rzeczywistości) stopach procentowych to przejaw siły popytu mieszkaniowego i takiej interpretacji będziemy się trzymać. W tym samym duchu należy odczytywać obecne relatywnie niskie dynamiki kreacji nowego kredytu – brak eksplozji kredytowej to przesłanka do wydłużenia etapu ożywienia na rynku i mniejsze ryzyko narastania nierównowag.

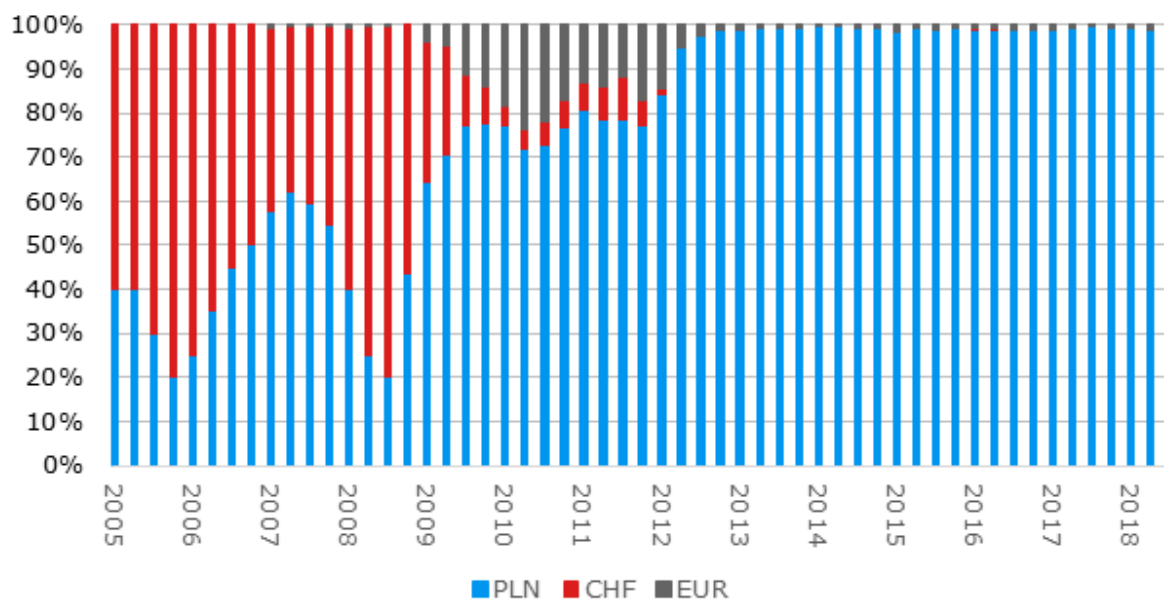
Rysunek 13. Rynek nowych kredytów mieszkaniowych.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Obecny obraz rynku kredytowego jest również bardziej odporny na scenariusze kryzysowe z uwagi na brak kreacji kredytów w walutach obcych. Połączenie szoku makroekonomicznego z szokiem walutowym na stosunkowo świeżych kredytach walutowych z okresu poprzedniej hossy było poważną przesłanką za dodatkowym ograniczeniem popytu. Obecnie ryzyko takie dotyczy tylko i wyłącznie kredytów, które są już znacząco nadpłacone, a konsumenci całkiem nieźle przygotowani psychicznie na wahania kursów walut.

Rysunek 14. Struktura walutowa nowo udzielonych kredytów na nieruchomości.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Popyt – uwarunkowania egzogeniczne

Koniec wsparcia rynku w ramach programu „Mieszkanie dla młodych”

Jednym z czynników, który potencjalnie mógłby ograniczać popyt na mieszkania, może być zakończenie w tym roku rządowego programu „Mieszkanie dla Młodych”. Program umożliwiał uzyskanie dopłat do kredytu (od 10% do 30% w zależności od liczby dzieci w rodzinie), przy ograniczeniach dotyczących m.in. maksymalnego wieku osoby ubiegającej się o dofinansowanie (35 lat), metrażu mieszkania (do 75 m.kw., dla domów jednorodzinnych do 100 m.kw.) oraz limitów cen. W 2018 roku, łączna kwota kredytów na mieszkania udzielonych ze wsparciem programu MdM wyniosła 4,6 mld zł, a suma kredytów z całego okresu trwania programu (lat 2014-18) to 19 mld zł. Kredyty udzielone w ramach programu stanowiły ok. 10% wartości kredytów mieszkaniowych udzielanych ogółem i dotyczyły ok. 26 tysięcy transakcji rocznie. Wspomniane 10% wartości kredytów ogółem na kwotę 4,6 mld zł rocznie mogłoby sugerować maksymalną potencjalną skalę obniżenia popytu z tytułu końca MdM, co miałoby znaczące przełożenie na rynek nieruchomości. Jednak pomimo faktu, że pula środków z programu zakończyła się 4 stycznia, wartość nowo-udzielanych kredytów w późniejszych miesiącach 2018 roku nie obniżała się, co sugeruje, że koniec programu nie wpłynął istotnie na zmniejszenie popytu na mieszkania.

Dopłata z tytułu programu mogła być tylko jednym z argumentów skłaniających do zakupu mieszkania (większa nadwyżka konsumenta - pozostając w orbicie krzywych popytu i podaży), ale jego zakończenie nie powoduje żadnych negatywnych zmian w popycie (albo powoduje, ale popyt od gospodarstw, które i tak nie skorzystałyby z programu jest tak wysoki, że rekompensuje ubytek z tego źródła). Reasumując, zakończenie MdM nie jest argumentem na rzecz obniżenia popytu przy każdym poziomie ceny, a więc przesunięcia krzywej popytu w lewo.

Imigracja jako źródło dodatkowego popytu

Jednym z aspektów determinujących wzrosty cen mieszkań w ostatnich latach mogła być zwiększona imigracja obywateli Ukrainy do Polski po 2014 roku. Potencjalne efekty to wyższy popyt na nieruchomości i/lub wpływ na wzrost cen wynajmu mieszkań.

Liczba migrantów z Ukrainy w Polsce nie jest dokładnie znana i znacząco różni się w zależności od źródła. Szacunki liczby migrantów dla 2017 roku wahają się od ok. 500 tys. (badania GUS, liczba ubezpieczonych w ZUS), przez ok. 900 tys. (szacunki NBP), do 2 mln (szacunki minister ds. pomocy humanitarnej). Nasze szacunki dot. liczby Ukraińców w Polsce opieramy o dane z oświadczeń o zamiarze powierzenia pracy pracownikowi z Ukrainy (tych w ubiegłym roku było ponad 1,8 mln). Jednak nie każde oświadczenie przekłada się na migranta, dlatego dane zostały przeskalowane tak, żeby w 2017 roku zgadzały się z szacowaną przez NBP liczbą 900 tys. osób, którą uznajemy za najbardziej wiarygodną. Zgodnie z opisaną metodologią liczbę migrantów z Ukrainy w Polsce w 2018 roku można szacować na ok. 860 tys., co oznacza, że w tym roku musiało zostać zaspokojone zapotrzebowanie na mieszkanie prawie 700 tys. migrantów więcej niż w 2014 roku.

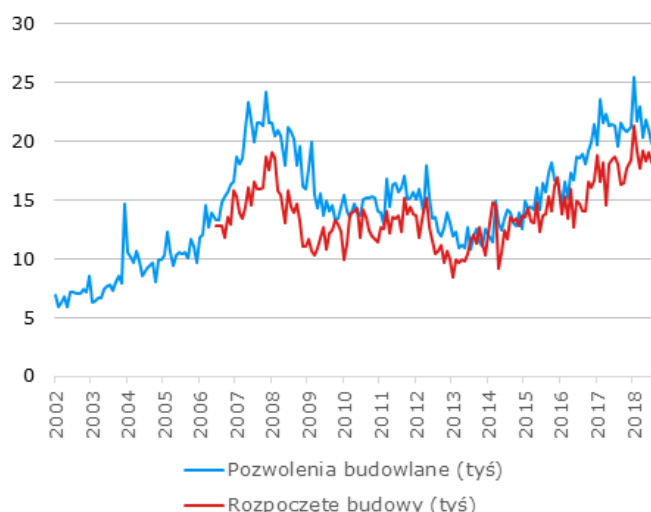
Czy to dużo? Od 2014 roku w 6 największych miastach sprzedano 234 tysięcy nowych mieszkań (przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem). Teoretycznie więc, zakładając średnio 3 osoby na mieszkanie (co w przypadku tzw. mieszkań pracowniczych na pewno jest dolną granicą szacunku), obywatele Ukrainy mogli wykupić całą sprzedaż mieszkań w największych 6-ciu miastach. To byłby jednak szacunek potwornie zawyżony. Z dostępnych danych MSWiA wynika, że w 2017 roku cudzoziemcy dokonali 4,8 tys. transakcji na rynku mieszkaniowym, a sami Ukraińcy kupili 70 tys. m. kw. powierzchni mieszkalnej – to około 1-1,5 tys. mieszkań. Trudno zakładać istotny wpływ na rynek zakupów. Pozostaje rynek najmu, choć w tym wypadku zdecydowanie trudniej pokusić się o liczby. Powracając jednak do faktu, że piszemy o potencjalnie 200 tys. mieszkań (lub nawet zdecydowanie mniejszej ich liczbie), nie jest to liczba powalająca względem zasobów mieszkaniowych w Polsce. I choć problemem może być planowane na 2020 rok otwarcie niemieckiego rynku m.in. dla Ukraińców, co spowoduje odpływ ich części z Polski, można raczej zakładać wyhamowanie wzrostów cen najmu (w kontekście ciągle bardzo dużej opłacalności – patrz

niżej) niż wpływ na ceny mieszkań. Nie uznajemy tego problemu za istotny z punktu widzenia rynku nieruchomości w Polsce.

Podaż nieruchomości

Podaż nowych domów/mieszkań można przedstawiać zarówno w postaci pozwoleń budowlanych jak i rozpoczętych budów – oba wskaźniki, oprócz pewnej rozbieżności pod względem poziomu, wykazują wysoki poziom korelacji, co widać na wykresie poniżej. Niestety nie dysponujemy danymi o podaży w miastach (analogicznej do danych cenowych w podziale na 7 największych miast i 10 najmniejszych). Bez względu na formę prezentacji, podaż znajduje się obecnie na poziomie szczytów hossy 2006-2008 i nie wykazuje symptomów spowolnienia. Co mogłoby je wywołać?

Rysunek 15. Podaż nowych domów/mieszkań na rynku nieruchomości.



Źródło: GUS.

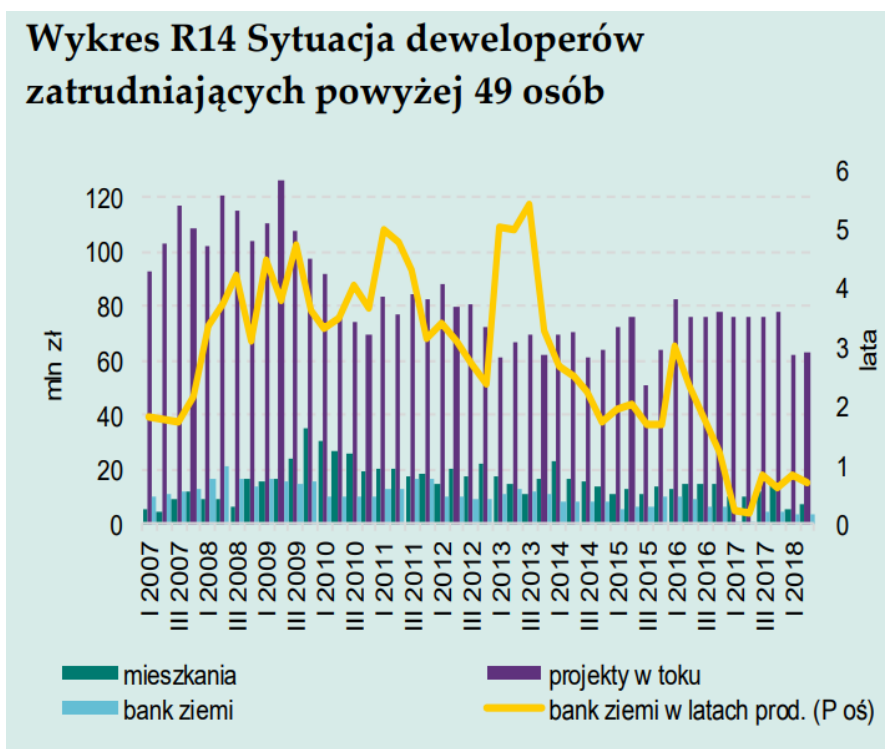
Klasycznym już obecnie argumentem jest argument kosztowy. Wzrost cen materiałów budowlanych, wzrost kosztów pracy, wzrost cen ziemi i niski poziom zapełnienia banków ziemi u deweloperów (patrz wykres, który zaczerpnęliśmy od NBP). To wszystko, według klasycznego myślenia w kategoriach krzywej podaży, powinno prowadzić do jej przesunięcia w lewo, a więc ograniczenia podaży przy danym poziomie cen. Kluczowy jest jednak dodatek „przy danym poziomie cen”. Wzrost cen to czynnik stymulujący podaż przy całej gamie hamulców wymienionych wcześniej. Żaden z nich nie ma charakteru trwałej bariery. Wiele z nich działa tylko i wyłącznie z uwagi na rachunek ekonomiczny, którego istotnym elementem jest cena. Duża część komentatorów zwraca uwagę na fakt niskiego poziomu banku ziemi wśród deweloperów (rysunek 16). Jest on faktycznie niski relatywnie do produkcji, niemniej jednak spora część jego spadku wynika właśnie ze znaczącego wzrostu produkcji, który dokonał się w ostatnich latach. Dodatkowo, jak pisaliśmy – bank ziemi może być (i prawdopodobnie jest) jedną z tych zmiennych reagujących na cenę sprzedawanego mieszkania.

Można sobie także wyobrazić dostosowanie w dwóch innych formach. Argumentem za rozluźnieniem znaczenia niskiego zasobu ziemi jest zwiększenie akceptacji dla gorszych (tańszych) lokalizacji, która będzie odwrotnie proporcjonalna do cen obowiązujących na rynku pierwotnym. Racjonalny konsument mający konkretne założenia odnośnie wielkości mieszkania zdecyduje się na gorszą lokalizację, jeśli tylko taka zaspokoi jego oczekiwania lokalowe przy danym budżecie. Podobne dostosowanie można sobie wyobrazić poprzez uaktywnienie rynku

wtórnego, który w okresie poprzedniej hossy był dużo gorszy jakościowo niż obecnie. Dodatkowo, jak wskazują badania, po rynek wtórny często sięgają gospodarstwa domowe, dla których lokalizacja jest ważna, lecz rynek pierwotny poza zasięgiem (niekiedy rynek pierwotny nie jest w dobrych lokalizacjach dostępny w ogóle).

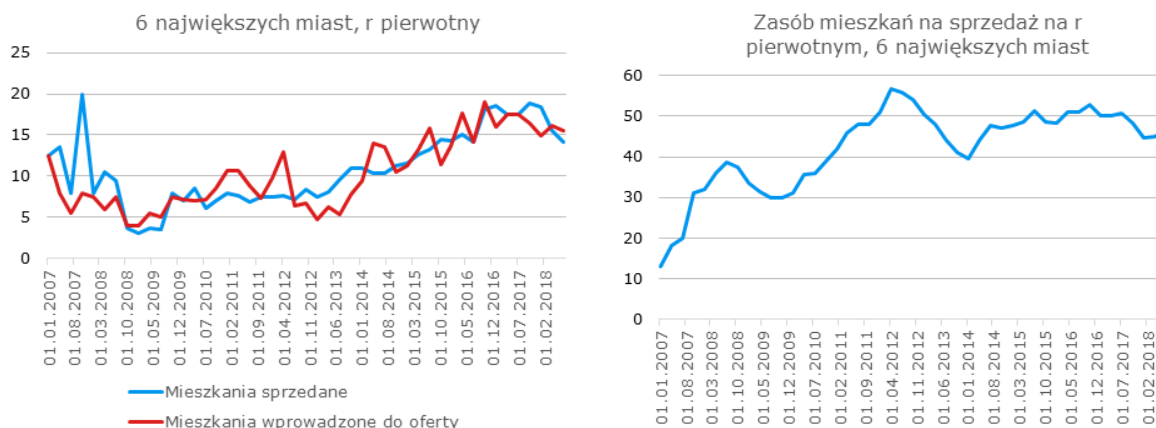
Warto także odnieść się do danych związanych z zapasami na rynku nieruchomości (rysunek 17). Są one obecnie wysokie – przynajmniej dla 6 największych miast, dla których mamy dane. Jest to argument przynajmniej tymczasowo rozluźniający ewentualne ograniczenia podaży. W języku krzywych podaży jest to argument na rzecz mniej pionowej krzywej podaży.

Rysunek 16. Zestawienie informacji o deweloperach zatrudniających powyżej 49 osób.



Źródło: Raport „Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2018 roku, NBP.

Rysunek 17. Nowa podaż na rynku nieruchomości. Faktyczna sprzedaż i zapasy (w tyś).



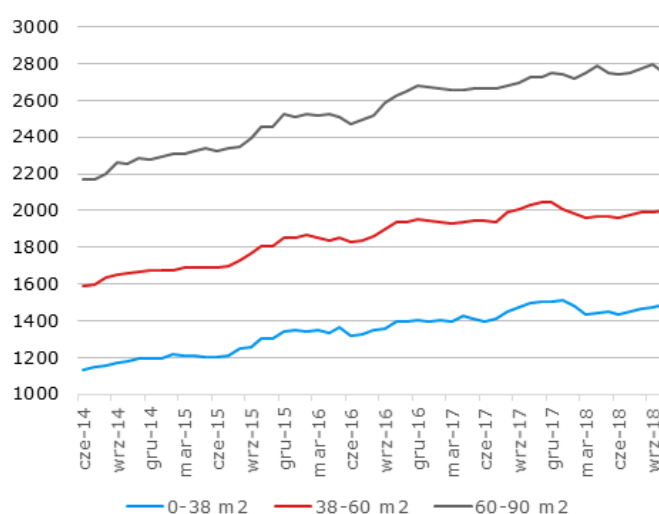
Źródło: REAS.

Rynek najmu

Rynek najmu należy rozpatrywać jako część popytu i jednocześnie część podaży (rynek wtórny).

Ceny ofertowe za wynajem dla dziesięciu największych miast systematycznie rosną. Rentowność najmu z kolei – tu posiłkujemy się ponownie wykresem z badań NBP – wciąż znacząco przekracza alternatywne inwestycje. Dopóki stopy procentowe są stabilne trudno spodziewać się zatem, że rentowność najmu spadnie na tyle, żeby właściciele zdecydowali się na sprzedaż nieruchomości. Z kolei brak spektakularnych wzrostów cen oznacza, że popyt inwestycyjny związany z zakupem mieszkań przeznaczonych na wynajem również nagle nie zgaśnie. Sprzyjają mu też te same czynniki, które powodują, że zakup mieszkania na kredyt jest wciąż atrakcyjny.

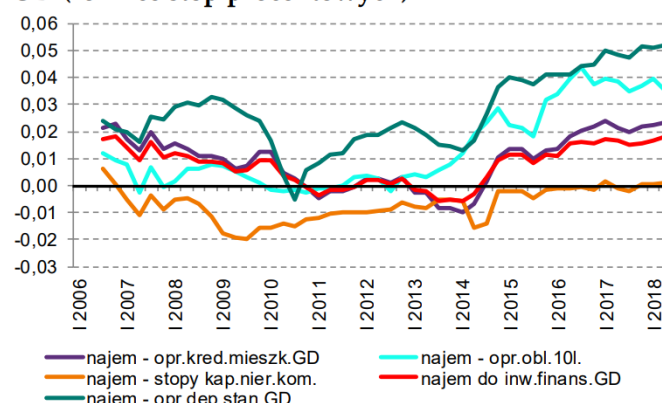
Rysunek 18. Rynek najmu. Ceny ofertowe z 10 największych miast w 3 grupach metrażu (zł miesięcznie).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z raportów o cenach wynajmu mieszkań serwisu Bankier.pl, budowanych w oparciu o dane z Otodom.pl.

Rysunek 19. Stopa zwrotu z wynajmu nieruchomości w stosunku do wybranych, pozostałych klas aktywów.

Wykres 22 Opłacalność wynajmu mieszk. (śr. w Warszawie i 6M) wobec alternatywnych inwestycji GD (różnice stóp procentowych)



Źródło: Raport „Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2018 roku”, NBP.

Oczywiście sytuacja na różnych mikro-rynkach w obrębie miast, czy też dzielnic miast nie jest w tym zakresie jednakowa, patrząc na agregat trudno jednak prognozować nagłe zwiększenie podaży bądź ograniczenie popytu. Nie widzimy więc na razie w rynku najmu katalizatora, który mógłby poruszać krzywymi popytu i podaży.

Dokąd zmierza polski rynek nieruchomości mieszkaniowych?

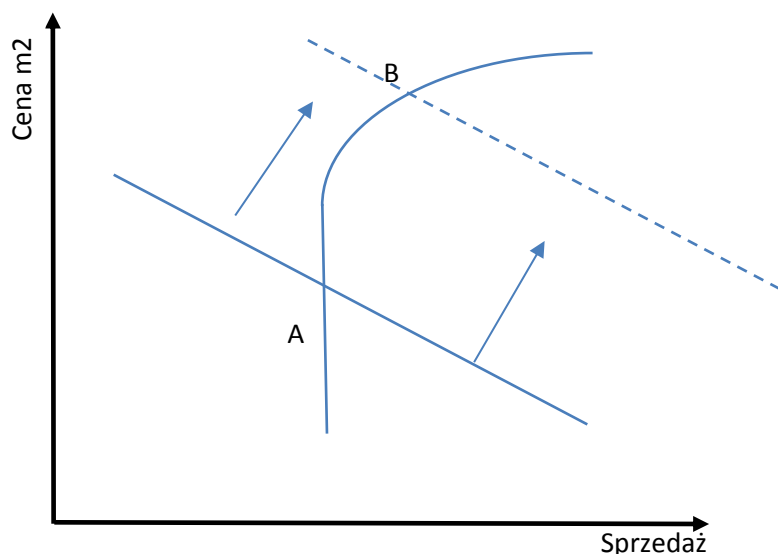
W poszukiwaniu nowej równowagi

We wcześniejszych paragrafach staraliśmy się rozłożyć na czynniki pierwsze kwestie popytu i podaży na rynku nieruchomości. W tej części opracowania na powrót składamy popyt i podaż w całość i opisujemy, co z tego złożenia może wynikać.

Dla ułatwienia analizy powtórzmy, co już zostało ustalone:

- (1) Spodziewamy się dalszego zwiększenia popytu na nieruchomości. Oprócz czynników strukturalnych (głód mieszkań), sprzyjać będzie mu dalszy wzrost dochodów rozporządzalnych (płac) gospodarstw domowych oraz niskie stopy procentowe. Środowisko niskich stóp procentowych oraz wciąż relatywnie wysoka stopa zwrotu z wynajmu nieruchomości mieszkaniowych powodują, że należy się raczej spodziewać utrzymania popytu inwestycyjnego. Skutek opisanych zmian to przesunięcie krzywej popytu w prawo (wyższy popyt przy danym poziomie cen).
- (2) Dopuszczamy istnienie ograniczeń podażyowych na rynku nieruchomości. Choć obiecaliśmy na początku analizy, że nie będziemy manipulować kształtem krzywych popytu i podaży, to ostatnie zwiększenie zasobu mieszkań na rynku wtórnym należy traktować jako rezerwuar mieszkań, który może zostać uruchomiony w krótkim okresie, zanim zareaguje podaż z rynku pierwotnego. W konsekwencji krzywą podaży widzielibyśmy jako złamaną lub wypłaszczającą się przy wyższym poziomie cen (wybieramy ten drugi wariant).

Rysunek 20. Scenariusz bazowy dla rynku nieruchomości.

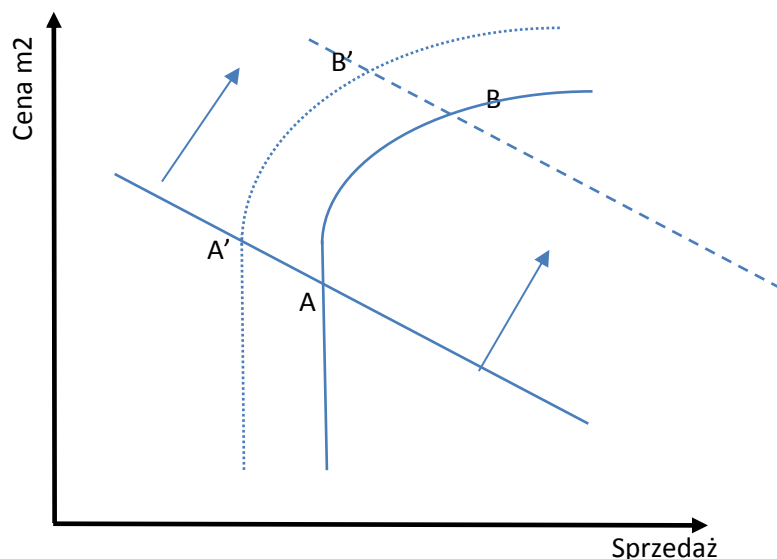


Źródło: Opracowanie własne.

Nasz scenariusz bazowy zakłada dalszą ekspansję popytu, co uwidacznia się ruchem krzywej popytu w prawo. Z uwagi na względną sztywność podaży w krótkim terminie (proces budowy, kompresja marż przy bieżących cenach, niechęć do wyprzedaży aktywów z rynku wtórnego, które obecnie przynoszą relatywnie wysoką stopę zwrotu) nadwyżka popytu nad podażą będzie prowadziła w większej mierze do wzrostów cen nieruchomości niż zwiększenia liczby transakcji (stroma krzywa popytu). W miarę wzrostu cen podaż będzie w coraz większym stopniu elastyczna cenowo i wreszcie ukształtuje się równowaga B, do której dojdziemy wychodząc z punktu A. **Scenariuszem bazowym jest więc wzrost cen i dalszy wzrost aktywności na rynku nieruchomości.**

Tu czytelnikom należy się dygresja. Na początku opracowania analizowaliśmy sytuację, w której deweloperzy celowo ograniczają podaż, aby poprawić marże. Jeśli przyjęlibyśmy ten wariant za bazowy, to osiągnięta zostałaby równowaga o jeszcze wyższym poziomie cen oraz niższej aktywności (sprzedaży) na rynku. Obrazujemy to na rysunku 21. Nowa krzywa podaży położona jest bardziej na lewo a przesunięcie popytu prowadzi do zmiany równowagi z A' na B'.

Rysunek 21. Scenariusz bazowy dla rynku nieruchomości uzupełniony ograniczaniem podaży przez deweloperów.

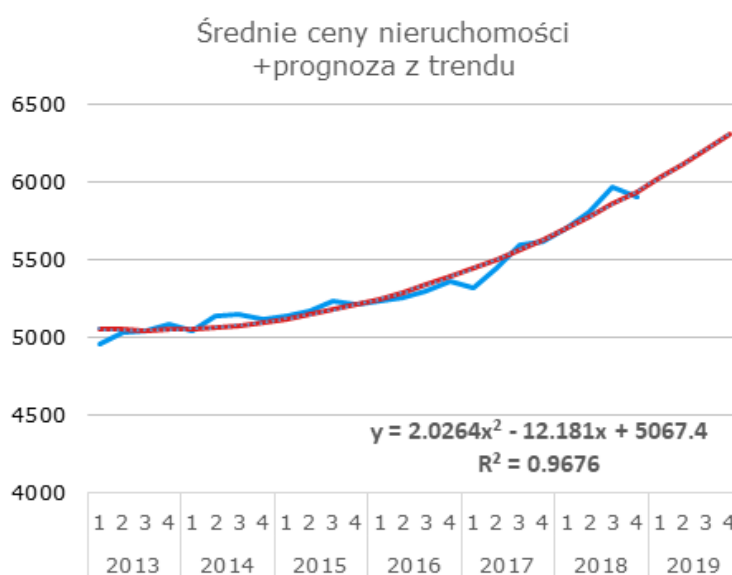


Źródło: Opracowanie własne.

Scenariusz bazowy na liczbach i warunki stresowe

Naszym scenariuszem bazowym jest dalszy wzrost realnych dochodów z płac w sektorze przedsiębiorstw o około 5-6% i wynikająca z niego kontynuacja wzrostowego trendu w cenach nieruchomości w środowisku niskich stóp procentowych (brak zmian). Nie jesteśmy fanami prognozowania eksplozywnego bez oczywistego katalizatora, jednak w przypadku cen zastosowaliśmy trend wielomianowy, który pozwala na wykorzystanie konserwatywnych, czyli bardziej znaczących wzrostów cen, szczególnie w kontekście dynamicznym, które to wypłaszczone zostałyby przez trend liniowy. Zakładamy brak zmian w średniej powierzchni mieszkania (60m²), choć jest to założenie konserwatywne – konsumenci mogą reagować na wzrosty cen obniżeniem oczekiwanej wielkości mieszkania, aby zbić cenę do akceptowalnego poziomu.

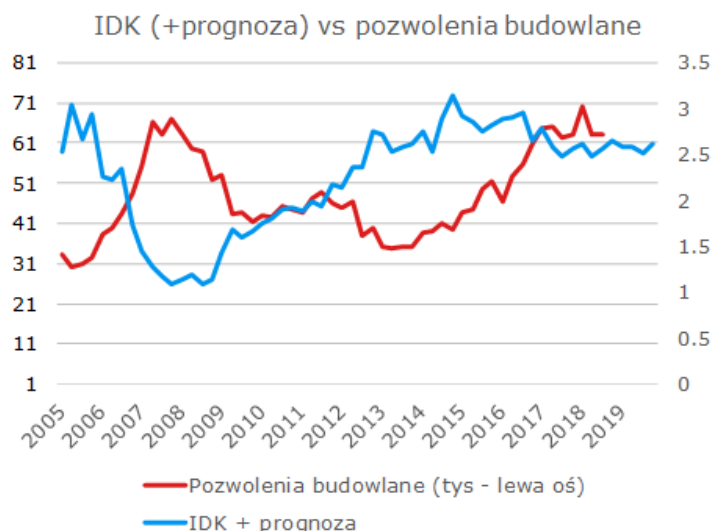
Rysunek 22. Prognoza cen nieruchomości z trendu wielomianowego. Przez ceny nieruchomości rozumiemy zwykłą średnią z rynku wtórnego i pierwotnego. Dynamicznie jest ona zawyżona przez ceny z mniejszych miast.



Źródło: Opracowanie własne.

Czytelnikom przypominamy, że rozważany przez nas scenariusz należy na krzywych popytu i podaży rozpatrywać jako przesuwanie krzywych. Zmiana cen nieruchomości powinna być jednak wynikowa (nie powoduje ruchu krzywej, lecz po krzywej). Zmiana dochodu przy stałych stopach powoduje wzrost popytu, który przy relatywnie sztywnej podaży prowadzi do wzrostów cen. Kształtuje się nowa równowaga przy podobnym poziomie aktywności, ale wyższym poziomie cen. Pasuje, prawda? Raczej jednak wciąż poruszamy się w obrębie dość sztywnej podaży, co sugerowałoby nieco mniejszy ruch krzywej popytu, aby „zmieścić się” jeszcze na pionowym fragmencie krzywej podaży. To też pasuje do ograniczeń kosztowych, prawda?

Rysunek 23. Indeks kredytowej dostępności mieszkania w 2019 roku w scenariuszu bazowym zestawiony z pozwoleniami budowlanymi.



Źródło: Opracowanie własne.

Pozostając w orbicie myślenia w kategoriach przesunięć krzywych popytu i podaży warto na zakończenie zapytać, jakie czynniki mogłyby doprowadzić do takiego tąpnięcia popytu na rynku nieruchomości, aby ukształtowała się równowaga przy niższych cenach i niższej aktywności. Pytamy więc, co musiałoby się stać z płacami realnymi oraz stopami procentowymi aby doprowadzić do spadku IDK do poziomu 1 (ten poziom sprokurował tąpnięcie na pozwoleniach budowlanych i niewielką korektę cen):

1. Realne dochody z pracy w sektorze przedsiębiorstw musiałyby się obniżyć o ... połowę. Scenariusz absolutnie nierealny nie tylko z uwagi na sztywność płac. W takim scenariuszu rynek nieruchomości w naturalny sposób zapadłby się w krótkim terminie pod ziemię razem z całą gospodarką. Ergo, nie warto go rozważać. Z uwagi na sztywność realnych płac nierealnym scenariuszem jest ich.
2. 800 pb podwyżki stóp procentowych. Odpowiednie wielkości IDK dla podwyżek od 100 do 800 pb wynoszą (podajemy co 100 pb): 2,35, 2,1, 1,9, 1,73, 1,59, 1,47, 1,37, 1,28. Przy obecnie wycenianym cyklu podwyżek stóp (25-50 pb) IDK w zasadzie nawet nie drgnie.

Uwagą na koniec niech będzie dygresja o cenach. Otóż ceny są w naszym modelu rozumowania zmienną wynikową. Aby rozważać wzrosty podobne do 2007-2008 należałoby zakładać potężny wzrost popytu lub potężne ograniczenie podaży. Warunki zaistnienia takiego scenariusza nie są spełnione. Nawet jeśli, zanim rynek zawaliłby się mielibyśmy do czynienia z dmuchaniem bańki na rynku nieruchomości i solidnym wzrostem cen (IDK spada do poziomu 1, gdy ceny, *ceteris paribus*, rosną do poziomów 14000 m.kw. (średnio!). Nijak to nie przypomina scenariusza korekty cen w dół z obecnych poziomów i ograniczenia aktywności.

Aneks – opis danych

1. Oprocentowanie. Tam gdzie się udało, dane bezpośrednio z danych NBP (Statystyka stóp procentowych NBP). Puste miesiące (i całe okresy) wypełnione w przypadku kredytów CHF na podstawie marż kredytów EUR z podmienioną stopą rozliczenia (z EURIBOR 3M na LIBOR 3M). Oprocentowanie rynkowe, obliczone jako jedna liczba, to średnia PLN, EUR, CHF ważona udziałami *nowych* kredytów w tych walutach.
2. Dochody. Przyjęliśmy średnią płacę realną w sektorze przedsiębiorstw. Dochody w gospodarce narodowej uznaliśmy za nieodpowiednie z uwagi na duży odsetek emerytów. Płaca nominalna została policzona dla stałego poziomu cen styczeń 2005 = 100.
3. Ceny rynkowe 1m² (podawane za NBP dla ośrodków miejskich) zostały ekstrapolowane na 2005 i 2006 rok (zaznaczenie na czerwono) przy pomocy nakładów poniesionych przez inwestorów indywidualnych w przeliczeniu na 1m² powierzchni, przygotowanego przez GUS (Cena 1 m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania) (<http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/przemysl-budownictwo-srodki-trwale/budownictwo/cena-1-m2-powierzchni-uzytkowej-budynku-mieszkalnego-oddanego-do-uzytkowania,8,1.html>) poprzez wykorzystanie koncepcji marży sprzedaży m² (ilorazu ceny m² i poniesionych nakładów).
4. Średnie ceny wynajmu w 10 największych miastach zostały obliczone na podstawie danych z raportów o cenach wynajmu mieszkań serwisu Bankier.pl, budowanych w oparciu o dane z Otodom.pl
5. Indeks kredytowej dostępności mieszkania typ 1. Iloraz średniego dochodu realnego w sektorze przedsiębiorstw i raty kredytowej. Rata kredytowa została obliczona dla średniego oprocentowania (stopa zmienna + marża) i dotyczy kredytu na mieszkanie średniej wielkości, zakupione po średniej cenie z rynku pierwotnego (średnia nieważona z 7 największych miast i 10 najmniejszych miast z danych NBP). Zakładamy, że LTV wynosi 80%. Przyjęliśmy, że gospodarstwo domowe jest jednoosobowe. Z uwagi na brak wiarygodnych informacji o zmianach w formacji gospodarstw domowych w badanym okresie, założenie to wpływa tylko na poziom indeksu, ale nie na jego dynamikę. Zakładamy 30-letni okres kredytowania i raty malejące.
6. Indeks kredytowej dostępności mieszkania typ 2. Jest to prostsza wariacja indeksu dostępności kredytowej mieszkania. To kombinacja liniowa 3 czynników: ceny m² mieszkania (osobno dla 4 rynków: pierwotnego i wtórnego, 7 i 10 miast), średniego oprocentowania kredytów oraz średniego, realnego dochodu rozporządzalnego. Aby 3 różne zmienne można było dodać normalizujemy je względem własnych średnich i odchyłeń standardowych. Z uwagi na fakt, że indeks mierzy dostępność mieszkania, płaca wchodzi do niego z ładunkiem „+” zaś cena metra kwadratowego oraz stopy procentowe z „-”.



mBank Research

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA
główny ekonomista
tel: +48 22 829 0166
email: ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Dr Marcin Mazurek
analityk
tel: +48 22 829 0183
email: marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel: +48 22 526 7034
email: piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Maciej Zdrolik
analityk
tel: +48 22 829 0256
email: maciej.zdrolik@mbank.pl

Uwagi:

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwantowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.