

Rynek nieruchomości w Polsce 2024

To jeszcze nie koniec wzrostów cen

Ernest Pytlarczyk, Aleksandra Beška, Piotr Bartkiewicz, Paweł Kowalski, Kamil Łuczkowski, Krzysztof Mrówczyński, Karol Pogorzelski, Sebastian A. Roy (red.)

Według wielu miar Polaków wciąż stać na mieszkania i nie wychodzą z rynku – więc ceny nieruchomości nie przestaną rosnąć. Losy programu #NaStart nie bez znaczenia dla trajektorii cen w 2024.

Potencjalne schłodzenie rynku to na razie pieśń przyszłości (i to odległej)

Mieszkania zdrożają: Polacy są gotowi dalej kupować na (preferencyjny) kredyt przy rosnących pensjach

- Głód mieszkań w Polsce to nie fanaberia. **Nie dość, że mieszkań jest za mało względem potrzeb, to dodatkowo są strukturalnie niedopasowane (zbyt małe i przeludnione).** Dostosowanie bazy mieszkaniowej będzie trwało i napędzało ruch na rynku nieruchomości. **To argument za wzrostem cen.**
- **Poziom zakredytowania polskiego rynku nieruchomości jest obiektywnie niski.** Gospodarstwa domowe mają przestrzeń na to, żeby brać kredyty hipoteczne i przeliczowały się nawzajem przy kupnie domów i mieszkań. **To drugi argument za wzrostem cen.** Potencjał dalszego rozpędzenia akcji kredytowej jest istotny, a do historycznych, dwucyfrowych dynamik wolumenu hipotek złotych wciąż nam daleko. **Ceny nieruchomości nie są w Polsce napędzane bańką kredytową.**
- **Dostępność dochodowa nieruchomości w Polsce kształtuje się na wysokim poziomie** na tle innych krajów Europy i nie spadła znacząco w minionych latach. Wręcz przeciwnie - od 2015 utrzymuje się na względnie stałym poziomie. To również argument za wzrostem cen.
- Modelowe/ekonometryczne podejście także dostarcza argumentów za dalszymi wzrostami cen nieruchomości. Według naszej prognozy, biorąc pod uwagę głównie czynniki makroekonomiczne, **transakcyjne ceny mieszkań na rynku pierwotnym będą jeszcze rosły do I kwartału 2025 r. Od II kwartału powinny zacząć nieznacznie się obniżyć.** W 2-letnim horyzoncie naszej prognozy (lata 2024-2025) ceny mieszkań wzrosną o 7%.

Wysokie stopy schłodziły rynek w krótkim okresie, w dłuższym demografia to jedyne, co się liczy

- **Dostępność dochodowa nieruchomości w Polsce pogarsza się, jeśli wziąć pod uwagę wysokie koszty kredytu.** Bez subsydiów w postaci kredytu BK2% albo #NaStart popyt na nieruchomości w Polsce byłby umiarkowanie niski. Trajektorja cen mieszkań w 2024 może jednak w pewnym stopniu zależeć od losów (niewdrożenie/modyfikacja) programu #NaStart.
- **Barierą wzrostu cen nieruchomości jest do pewnego stopnia demografia.** **Polskie społeczeństwo starzeje się,** a wiele miast i obszarów wiejskich się wyludnia. Nie jest to jednak silna bariera wzrostu cen nieruchomości, ponieważ duże miasta wciąż przyciągają nowych mieszkańców (także z zagranicy) i panuje w nich deficyt mieszkaniowy. Ponadto Polacy kupują coraz więcej nieruchomości o charakterze rekreacyjnym, które podnoszą popyt na domy i mieszkania w mniejszych ośrodkach.

W średnim okresie ceny nieruchomości wzrosną mimo rosnącej podaży mieszkań

- Naszym zdaniem w perspektywie najbliższych lat **należy oczekiwać dalszych wzrostów cen nieruchomości** – realne dochody Polaków rosną, programy pomocowe obniżają efektywne stopy dla najwrażliwszych gospodarstw domowych, potencjał do poprawy akcji kredytowej jest znaczny, a strukturalne potrzeby rynkowe pozostają wysokie (przeludnienie mieszkań).
- **Dynamiki cen pozostaną zróżnicowane regionalnie** – w mniejszych, wyludniających się ośrodkach i przy niskiej płynności rynku, ceny mogą rosnąć w wolniejszym tempie niż w metropoliach.

W ostatnich latach ceny mieszkań w Polsce niemal nieprzerwanie rosły szybciej niż w Unii Europejskiej

W minionym roku trendy cenowe mocno się „rozjechały”



Wzrostu cen w Polsce nie powstrzymała ani pandemia ani wysokie stopy procentowe

- Według danych Eurostatu, ceny nieruchomości mieszkaniowych (średnia z rynku pierwotnego i wtórnego) w Polsce notowały na przestrzeni ostatnich 5 lat konsekwentny wzrost. W tym czasie miały miejsce dwa okresy spowolnienia dynamiki cen mieszkań – pierwszy wywołany lockdownami w okresie pandemii (ograniczenia sanitarne wydłużające proces zakupu mieszkań od strony formalnej) oraz drugi będący następstwem silnych podwyżek stóp procentowych w 2022 roku, jednak **w żadnym z nich przeciętna dynamika cen lokali mieszkalnych nie spadła poniżej +5% r/r.**

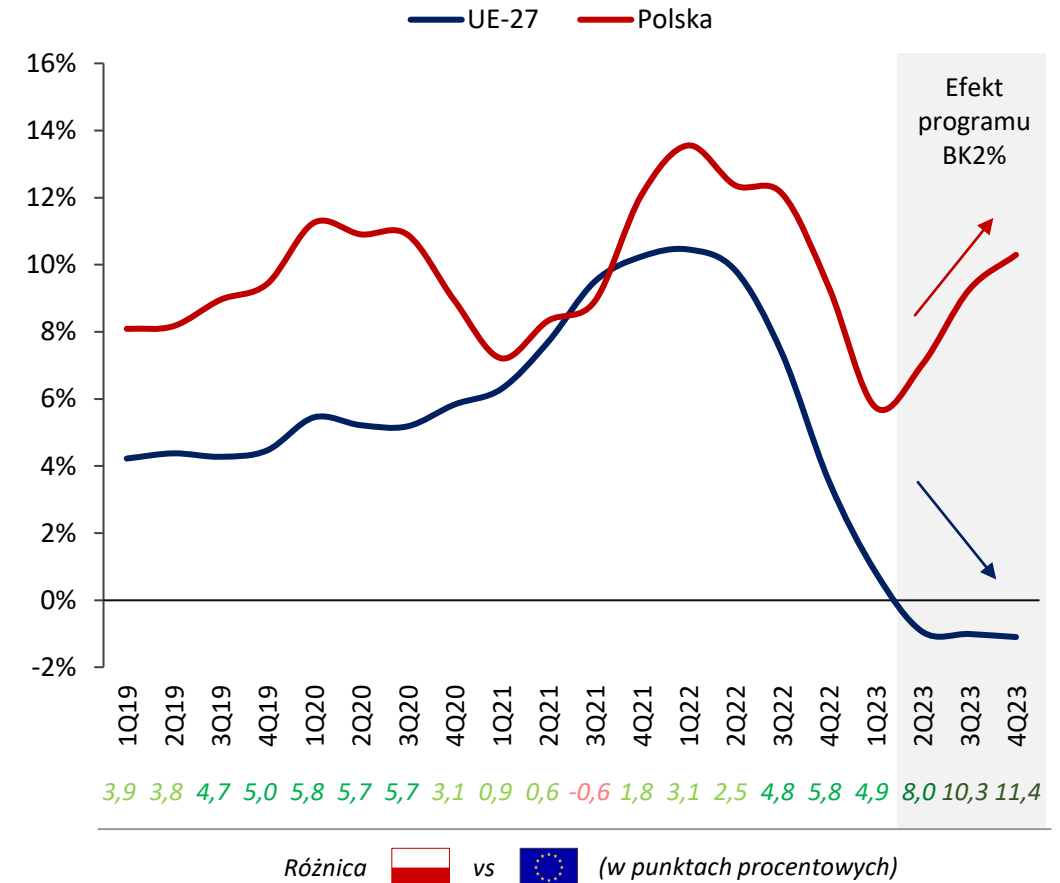
Ceny stale rosną w Polsce szybciej niż w Europie

- Przez większość analizowanego okresu **ceny mieszkań w Polsce wykazywały wyraźnie wyższą dynamikę niż średnio w UE.** W 2019 i pierwszej połowie 2020 roku różnica w tempie rozwojowym sięgała 4-5 punktów procentowych, po czym w okresie pandemii dynamiki na krajowym i unijnym rynku mocno się do siebie zbliżyły. Od 4Q21 tempo wzrostu cen w Polsce ponownie utrzymuje się powyżej poziomu unijnego.

W ujęciu nominalnym ceny domów weszły w UE w deflację – w Polsce wręcz przeciwnie

- 2Q23 wyznacza moment, w którym średnia cena mieszkań w Europie zaczęła się kurczyć w tempie niemal 1% r/r. W Polsce natomiast sytuacja ukształtowała się odwrotnie: w 1Q23 dynamika cen nieruchomości odbiła się od dna i zaczęła przyspieszać, zaś wzrosty w 2Q23 częściowo były spowodowane antycypacją efektów rządowego programu wsparcia kredytobiorców (tzw. Bezpieczny Kredyt 2%, BK2%).

Zmiana %r/r średnich cen mieszkań (rynek pierwotny i wtórny) w Polsce na tle średniej unijnej

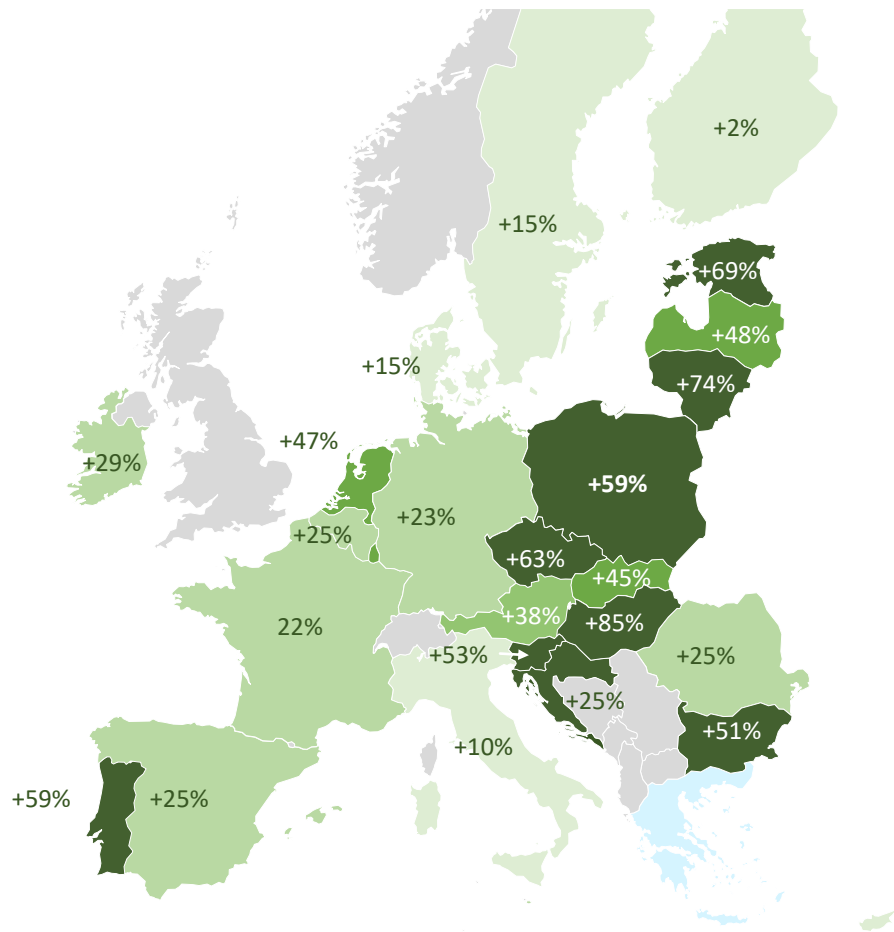


Szybki wzrost cen nieruchomości wiąże się z podwyższoną dynamiką CPI

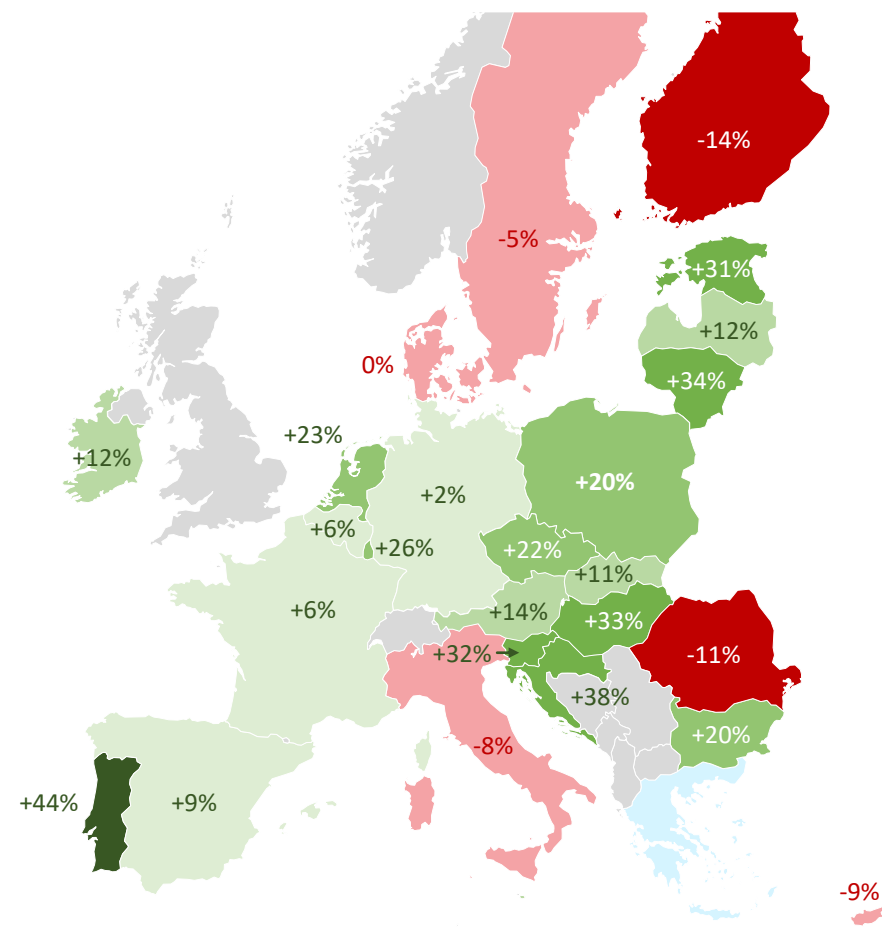
Państwa z wysoką dynamiką cen mieszkań mają też najwyższą inflację, lecz relatywnie do koszyka CPI mogą one nawet tanieć



Zmiana %r/r średnich cen mieszkań (rynek pierwotny i wtórny)
2023 wobec 2018



Zmiana %r/r średnich cen mieszkań (rynek pierwotny i wtórny)
skorygowana o inflację, 2023 wobec 2018



Roczne zmiany cen nieruchomości w 2023 r. – nominalnie i relatywnie do koszyka konsumpcyjnego

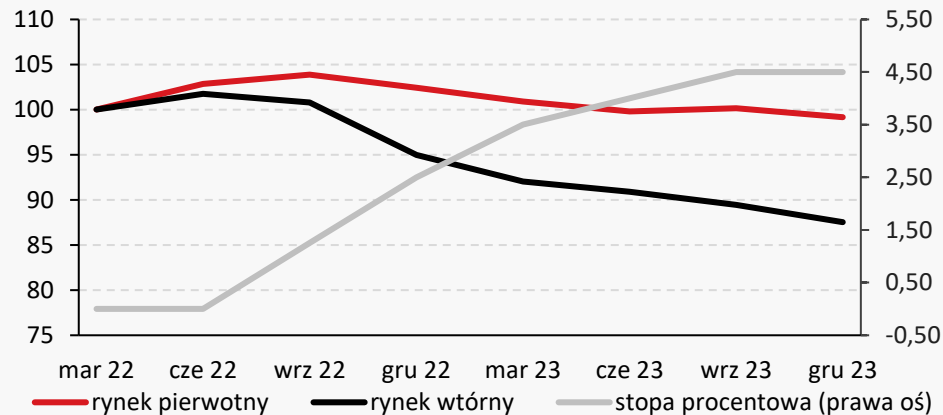
Wysokie stopy procentowe w Europie obniżają popyt na mieszkania, a regulacje energetyczne dodatkowo osłabiają rynek wtórny



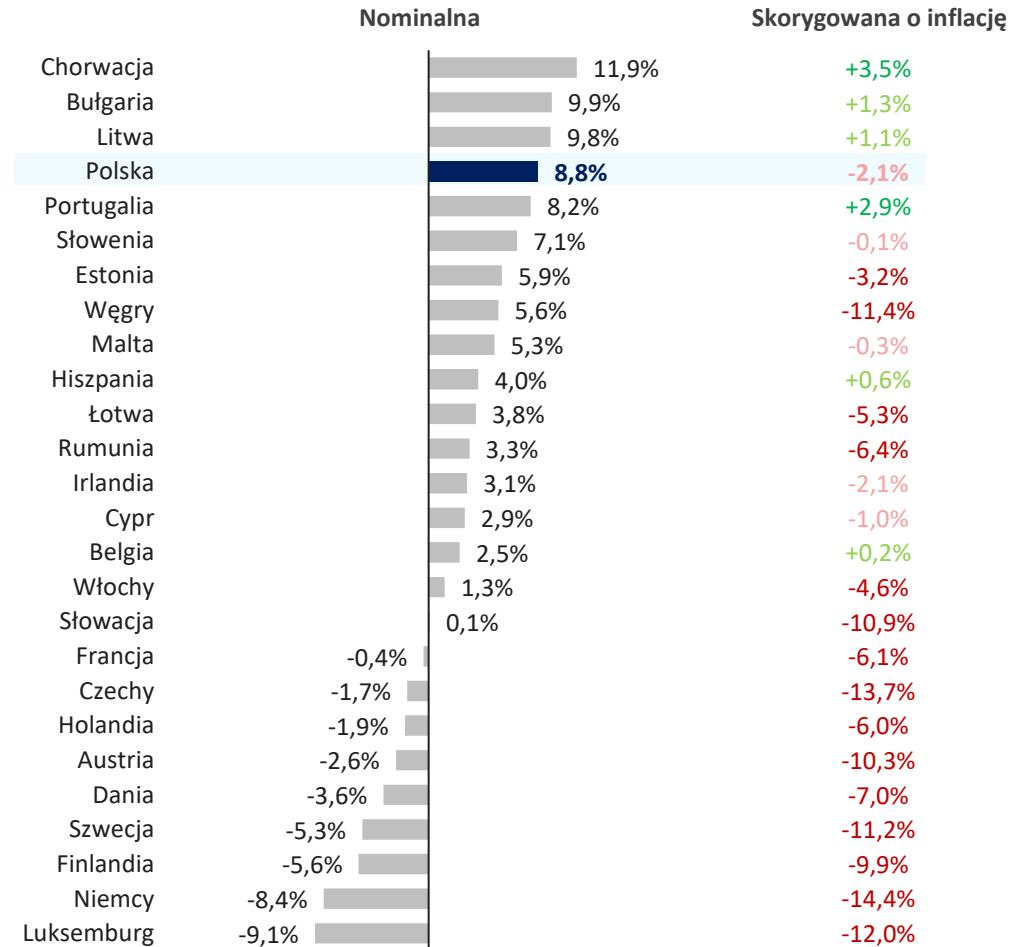
Niemcy: skutki restrykcyjnej polityki pieniężnej i klimatycznej

- W 2023 r. Niemcy zanotowały rekordowy w skali UE spadek cen nieruchomości (-8,4% r/r w cenach bieżących i -14,4% r/r relatywnie do koszyka konsumpcyjnego). Cezurę inflacji cen domów wyznacza połowa 2022 r., kiedy to indeks cen nieruchomości HPI osiągnął maksimum. Dlaczego tak się stało?
- Bez wątplenia **jednym z kluczowych czynników były podwyżki stóp** – EBC rozpoczął zacieśnianie polityki pieniężnej w lipcu 2022 r., a jak wiadomo, rynek nieruchomości jest jednym z pierwszych, który reaguje na zmianę restrykcyjności polityki monetarnej. Rosnące stopy podbiły koszt kredytu, co wobec niedostatecznej dynamiki wynagrodzeń doprowadziło do zmniejszenia dostępności cenowej mieszkań i spadku popytu o 9% r/r w 2022 r. i 37% r/r w 2023 r.
- Spadek cen ujawnił się na rynku wtórnym (-7,8% r/r w 2023 r.) ponad dwukrotnie silniej niż na pierwotnym (-3,2% r/r). **Powód? Restrykcyjne przepisy klimatyczne**, które sprawiają, że wydajne energetycznie budynki są dla nabywców dalece bardziej atrakcyjne od starych, słabiej ocieplonych nieruchomości.

Kwartalny wskaźnik cen nieruchomości (1Q 2022 = 100) na tle stopy procentowej EBC (%)



Zmiana %r/r średnich cen mieszkań (rynek pierwotny i wtórny) w 2023 roku



Rok 2022 przyniósł rekordowo wysoką rozbieżność między cenami nowych i starych mieszkań Czy to również efekt dostosowania do przepisów klimatycznych?



Polacy coraz częściej stawiają na nowe budownictwo

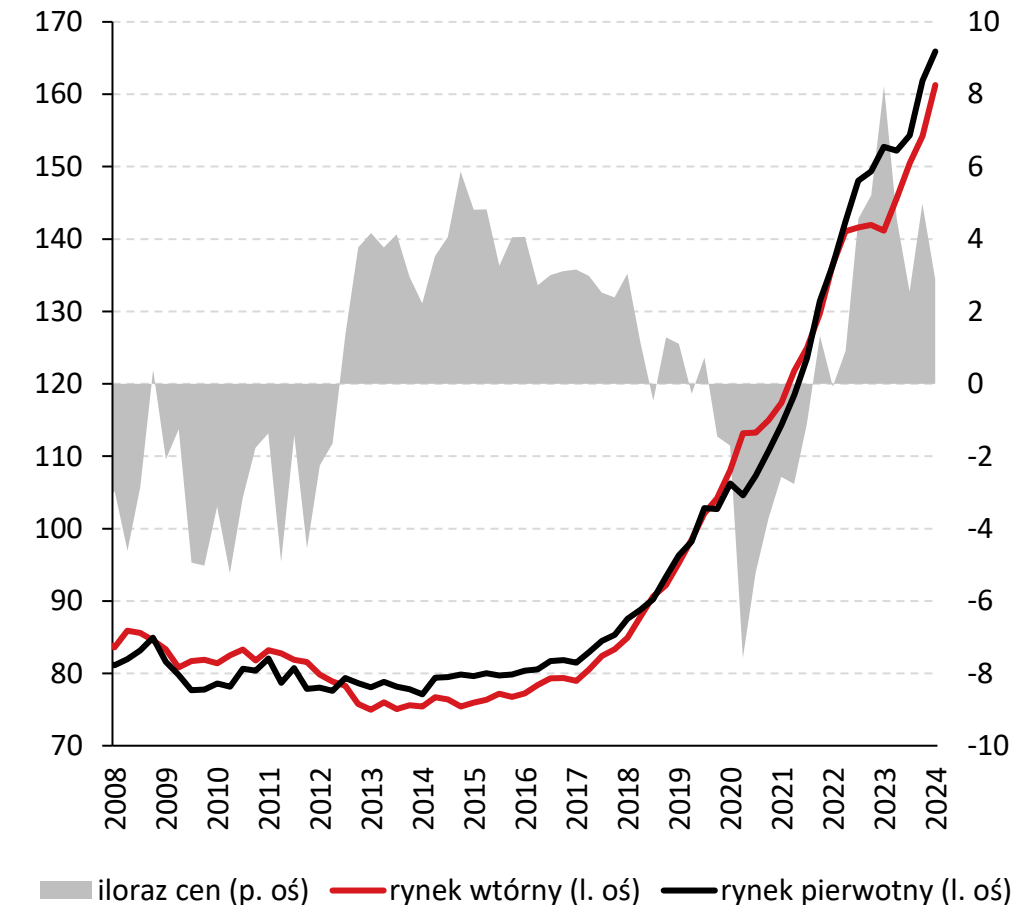
- W ostatnich 15 latach różnica między cenami mieszkań z rynku pierwotnego a tymi z wtórnego wyznaczała lekki trend wzrostowy. Ta różnica jest pochodną preferencji konsumentów co do konkretnego typu budownictwa, w szczególności **Polacy coraz silniej preferują zakup mieszkania od dewelopera wobec alternatywy w postaci mieszkania z rynku wtórnego**. Przyczyn takiego stanu rzeczy jest kilka.

Jaki jest powód - koniunktura, ekologia czy bogacenie się społeczeństwa?

- Główną **determinantą wzrostu zainteresowania nowym budownictwem jest koniunktura**. W momencie lepszej sytuacji gospodarczej, większej dostępności kredytu i opłacalności inwestycyjnej (oba czynniki to pochodne stóp procentowych) popyt na mieszkania z rynku pierwotnego jeszcze wyraźniej przewyższa ten obserwowany na rynku wtórnym.
- Natomiast sam trend wzrostowy omawianego wskaźnika może być uzasadniony zarówno **przyspieszonym postępem technologicznym** w ostatnich latach (innowacje w rodzaju *smart home*) są częściej stosowane w nowym budownictwie) oraz **chęcią optymalizacji mieszkania w kontekście emisyjności**. Dostosowanie starych mieszkań do nowych wymogów klimatycznych jest kłopotliwym procesem, a relatywnie nowe rozwiązania technologiczne (przykładowo klimatyzacja czy alarm) stają się niezbędnym elementem dla coraz większej ilości gospodarstw domowych.
- Trend wzrostowy różnicy między oboma wskaźnikami **nie jest** natomiast (jak mogłoby się wydawać) **pochodną bogacenia się społeczeństwa**. **Dostępność dochodowa mieszkań w badanym okresie pozostała niemal niezmienną**, o czym szczegółowo piszemy w następnym rozdziale.

Różnica między ceną mieszkania na rynku pierwotnym a wtórnym

Indeks 2019 = 100, ceny transakcyjne w 10 największych polskich miastach



Ceny ofertowe mogą przerażać, ale finalizując transakcję konsumenci mogą liczyć na spore rabaty

Skuteczność negocjacji jest wyższa na rynku wtórnym – tam nabywcy przeciętnie uzyskują niemal 12% zniżki od pierwotnej oferty



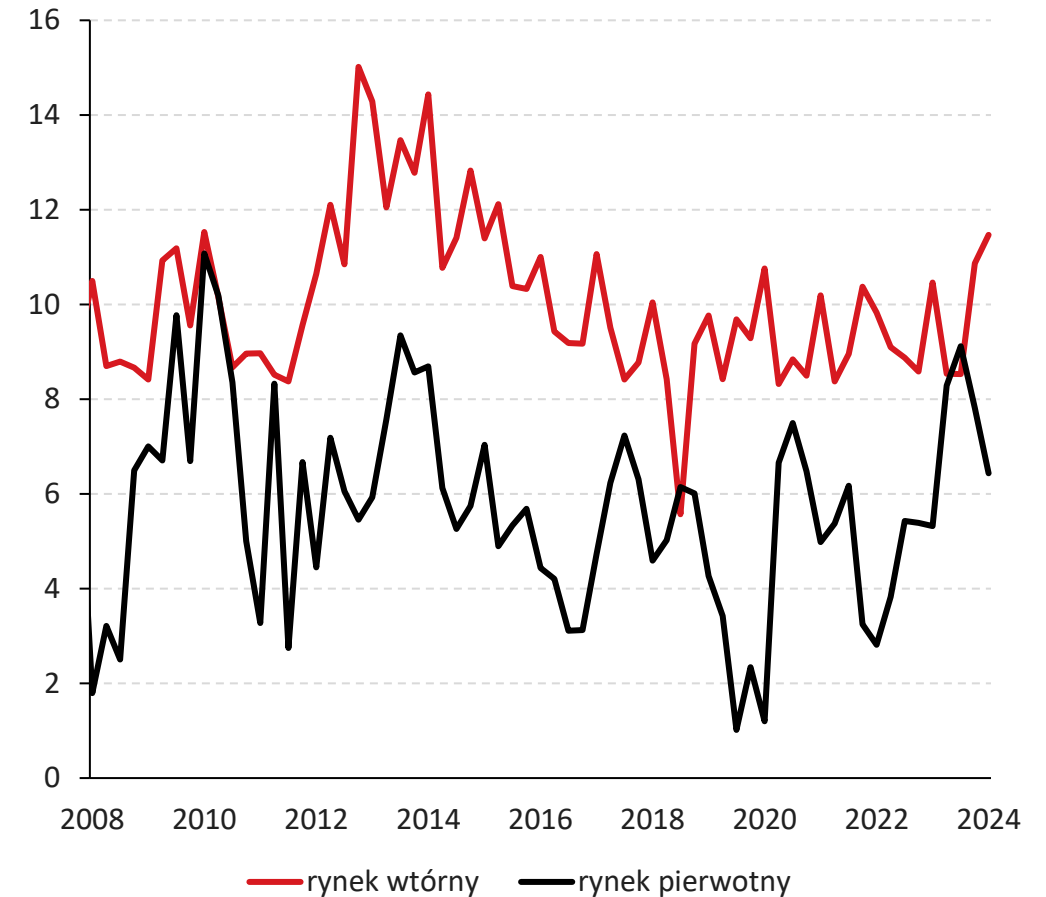
Negocjacje cenowe trzymają się mocno

- Negocjacje cenowe są standardowym elementem transakcji kupna nieruchomości. Przeciętne rabaty (obliczone jako wieloletnia średnia procentowych różnic cen ofertowych i transakcyjnych) wynoszą na rynku wtórnym 10,1%, zaś na pierwotnym 5,7%.
- Przeciętnie wyższe rabaty na rynku wtórnym pokazują strukturalnie silniejszą pozycję przetargową deweloperów względem prywatnych sprzedających.
- Obecnie różnice pomiędzy cenami ofertowymi a transakcyjnymi plasują się poniżej historycznych maksimów, ale i powyżej wieloletnich średnich: bieżące rabaty na rynku wtórnym opiewają na 11,5%, zaś na pierwotnym 6,4%.

Rabatowe nożyce się rozwierają

- Ostatnie półrocze przyniosło wyraźne zwiększenie dystansu dzielącego rabaty na rynkach: pierwotnym i wtórnym. Ponad 9-procentowe rabaty zaobserwowane na rynku pierwotnym we wrześniu 2023 r. były najwyższe od dekady.
- Spadek różnic między cenami ofertowymi a transakcyjnymi na rynku pierwotnym wiąże się ze wzmocnieniem popytu na mieszkania (programy wsparcia kredytobiorców), ale nie tylko z tym – prawdopodobnie istotną rolę odgrywają również czynniki behawioralne (preferowanie nowych mieszkań przez kupujących) i, podobnie jak w Niemczech – antycypowane regulacje klimatyczne. Nowoczesne, dobrze ocieplone i wydajne energetycznie mieszkanie stanowi po prostu bardziej opłacalną inwestycję – a zwiększone zainteresowanie takimi lokalami pozwala deweloperom udzielać niższych rabatów.

Ceny mieszkań: różnica między ceną ofertową a transakcyjną
%, ceny w 10 największych polskich miastach



Napływ imigrantów zza wschodniej granicy zaburzył trendy w dynamikach cen

Różnice w tempie wzrostu cen (głównie najmu) wzrosły



Imigranci nie byli czynnikiem różnicującym ceny zakupu mieszkań

- Od agresji Rosji na Ukrainę do Polski napłynęło i w niej pozostało ponad 400 tys. imigrantów zza wschodniej granicy (uwzględniając wyłącznie obywateli Ukrainy i Białorusi ubezpieczonych przez ZUS). Stanowili oni przytłaczającą większość ruchu migracyjnego w Polsce, bo prawie 80%.
- Głównymi obszarami osiedlenia się imigrantów były województwa mazowieckie, dolnośląskie oraz wielkopolskie. Nie sprawiło to jednak, że dynamika cen mieszkań w tych regionach kształtowała się powyżej średniej krajowej. Dlaczego?

Wzmocniona imigracja wywołała wzrosty cen najmu w wybranych regionach

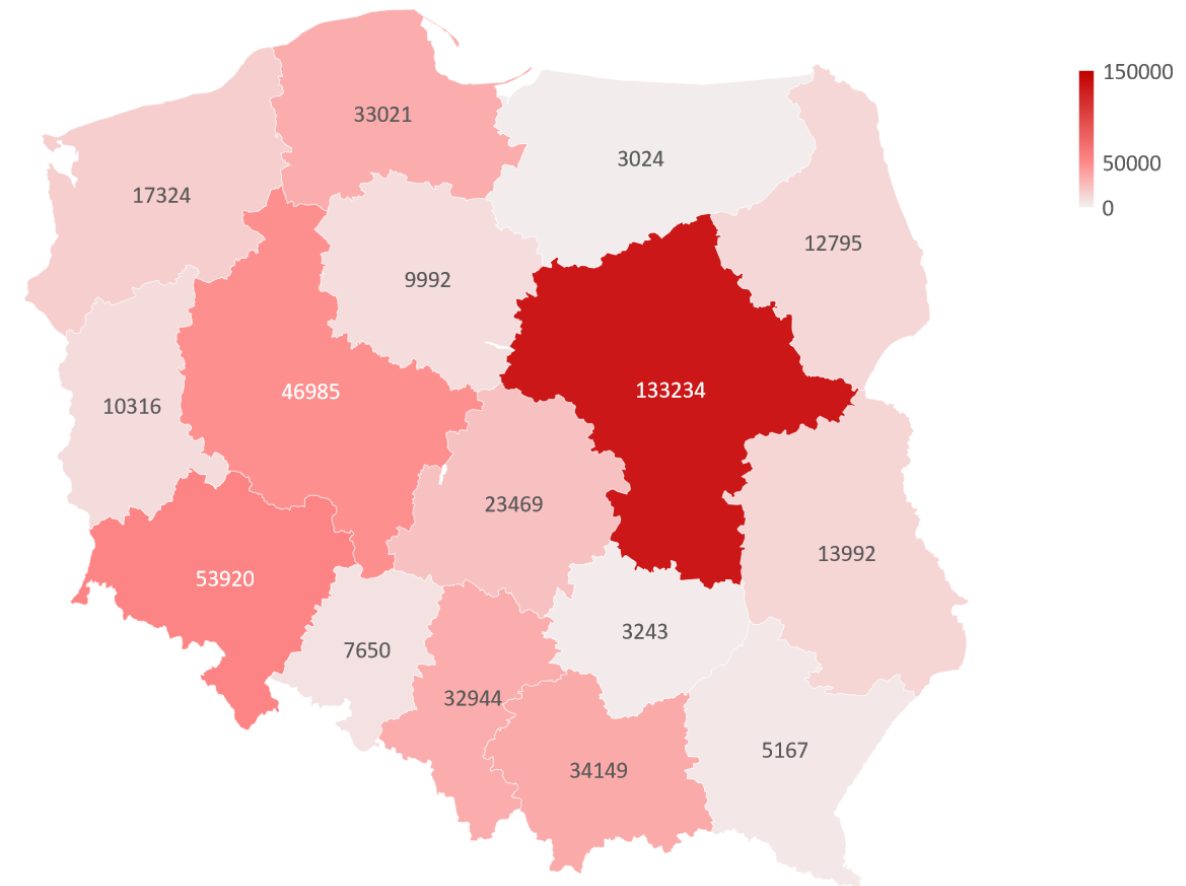
- Najprostszym wyjaśnieniem braku efektów tak silnego impulsu popytowego jest fakt, że imigranci nie kupowali mieszkań, a raczej je wynajmowali.
- Potwierdza to analiza zmian cen mieszkań w 17 największych ośrodkach miejskich. W marcu lat 2022-2024 miasta ze wspomnianych województw znajdowały się wśród 5 czołowych, jeśli chodzi o wzrost cen najmu od 2021 roku. W kluczowym momencie wojny w Ukrainie (marzec 2022) rekordowe wzrosty cen odnotowano w Warszawie i Wrocławiu, gdzie dynamiki sięgnęły 30% r/r.

Zwiększony popyt na nieruchomości w dłuższym okresie

- Imigranci pozostający na terenie Polski od dłuższego czasu generują dodatkowy popyt na mieszkania na wynajem.
- Obecnie można spodziewać się wyraźniejszego wpływu tego czynnika również na ceny zakupu mieszkań. Bowiem zakładamy, że przeważająca część obecnie pozostających w kraju 400 tys. imigrantów ze Wschodu osiedli się w Polsce na stałe i będzie szukać swojego lokum.

Przyrost liczby ubezpieczonych w ZUS Ukraińców i Białorusinów

I kwartał 2024 wobec I kwartału 2020



Mieszkania drożeją, ale płace rosną od lat w zbliżonym tempie

Dostępność mieszkań w Polsce pogorszyła się, ale prawie wyłącznie dla osób chcących skorzystać z kredytu bez subsydium państwa



Nominalny wzrost cen mieszkań niewiele znaczy

Ceny nieruchomości w Polsce od pięciu lat rosną w tempie dwucyfrowym, średnio 12% rocznie w cenach bieżących. Informacja ta niewiele jednak mówi, ponieważ w tym samym czasie rosły też dochody mieszkańców naszego kraju (z pracy i transferów) oraz ceny praktycznie wszystkich dóbr. To, że domy i mieszkania stały się dużo droższe, nie znaczy, że stały się mniej przystępne cenowo w relacji do innych dóbr i dochodów gospodarstw domowych. Aby to określić trzeba posłużyć się miarą dostępności nieruchomości. My wybraliśmy i zilustrowaliśmy cztery takie wskaźniki:

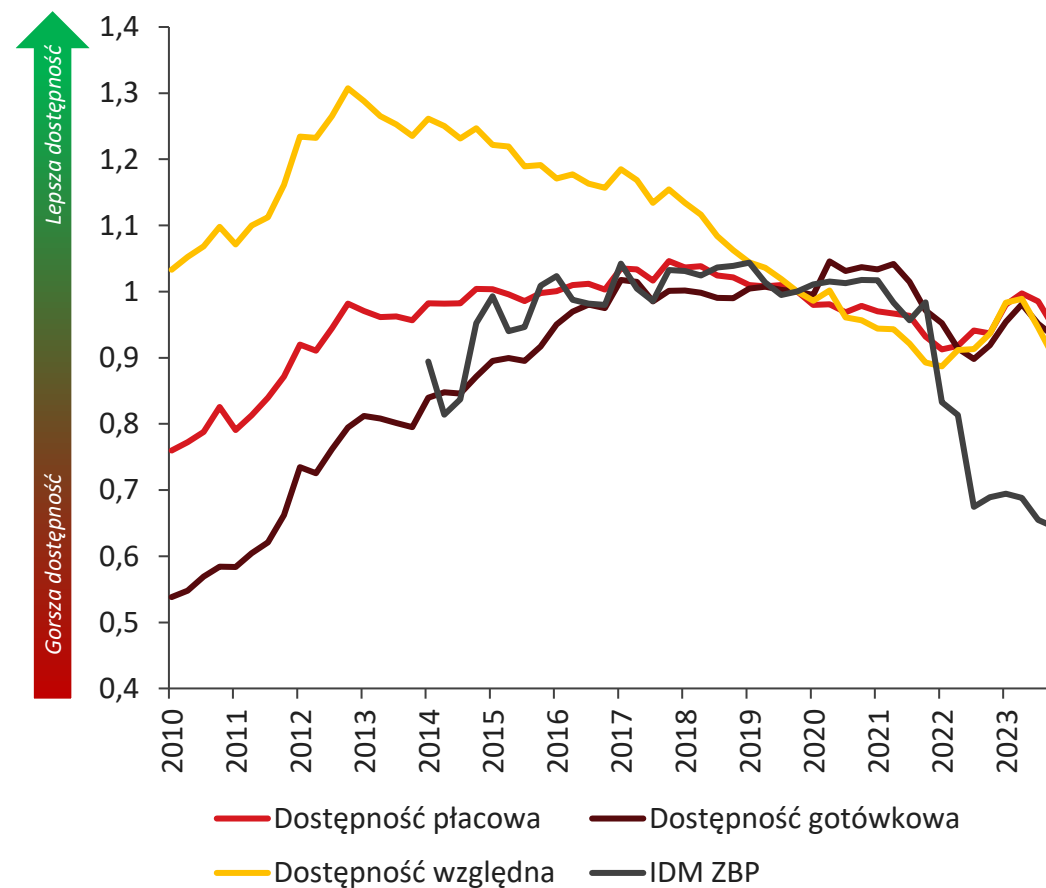
- **Dostępność płacową**, czyli liczbę m² mieszkania, które można kupić za przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej
- **Dostępność gotówkową**, czyli liczbę m² mieszkania, które można kupić za przeciętny depozyt bankowy polskiego gospodarstwa domowego
- **Dostępność względną**, czyli cenę m² mieszkania urealnioną indeksem cen konsumpcyjnych (CPI). Jest to więc liczba m² wartych tyle, co reprezentatywny koszyk dóbr i usług konsumpcyjnych
- **Indeks Dostępności Mieszkaniowej M3**, obliczany przez ZBP z uwzględnieniem cen mieszkań oraz kosztów ich utrzymania i finansowania kredytem hipotecznym a także dochodów gospodarstw domowych

Ceny mieszkań rosną niewiele szybciej niż wynagrodzenia, ale koszt kredytu jest wysoki

Wszystkie te indeksy opowiadają zbliżoną historię. **Nieruchomości w Polsce drożeją szybciej niż typowe dobra konsumpcyjne** i stają się względnie coraz większym obciążeniem dla budżetów. **Do 2019 r. ich ceny rosły jednak wolniej niż płace i oszczędności**, więc ich kupno stawało się coraz bardziej przystępne. Sprzyjał też temu względnie niski koszt kredytu. Między 2019-2021 ich dostępność gotówkowa, dochodowa i względna były mniej więcej stabilne. **Sytuacja zmieniła się na niekorzyść gospodarstw domowych w 2022 r.** Koszty kredytów hipotecznych silnie wzrosły, a ich dostępność spadła. Jeśli ktoś miał możliwość kupna mieszkania za gotówkę, to nie miał wielu powodów do narzekań (gdyż względne ceny nieruchomości spadły). Natomiast jeśli ktoś musiał posiłkować się kredytem, to wizja zamieszkania we własnym „M” mocno się oddaliła, chyba że zdążył posiłkować się subsydiowanym kredytem BK2%.

Porównanie miar dostępności mieszkań

2019Q4 = 1



Rynek nieruchomości w Polsce nie oderwał się od fundamentów

Ceny mieszkań w naszym kraju rosną proporcjonalnie do wynagrodzeń. W większości krajów Europy rosły w ostatnich latach szybciej



Co stoi za regionalnym zróżnicowaniem dostępności dochodowej nieruchomości w UE?

Dostępność dochodowa mieszkań w Polsce nie wygląda najgorzej na tle innych krajów. Kształtuje się ona na mniej więcej takim samym poziomie jak w 2015 r. – podczas gdy w większości krajów Europy i USA dostępność ta wyraźnie się zmniejszyła, choć trudno jednoznacznie wskazać czynniki, które za tym stały. Mieszkania relatywnie zdrożały w atrakcyjnej turystycznie Portugalii, ale staniały w nie mniej atrakcyjnych pod tym względem Włoszech czy Chorwacji. W Czechach przystępność cenowa mieszkań mocno spadła, podczas gdy na Słowacji obniżyła się tylko w niewielkim stopniu, zaś w innych krajach Europy Środkowej nie zmieniła się (Polska) lub mocno spadła (Bułgaria, Rumunia).

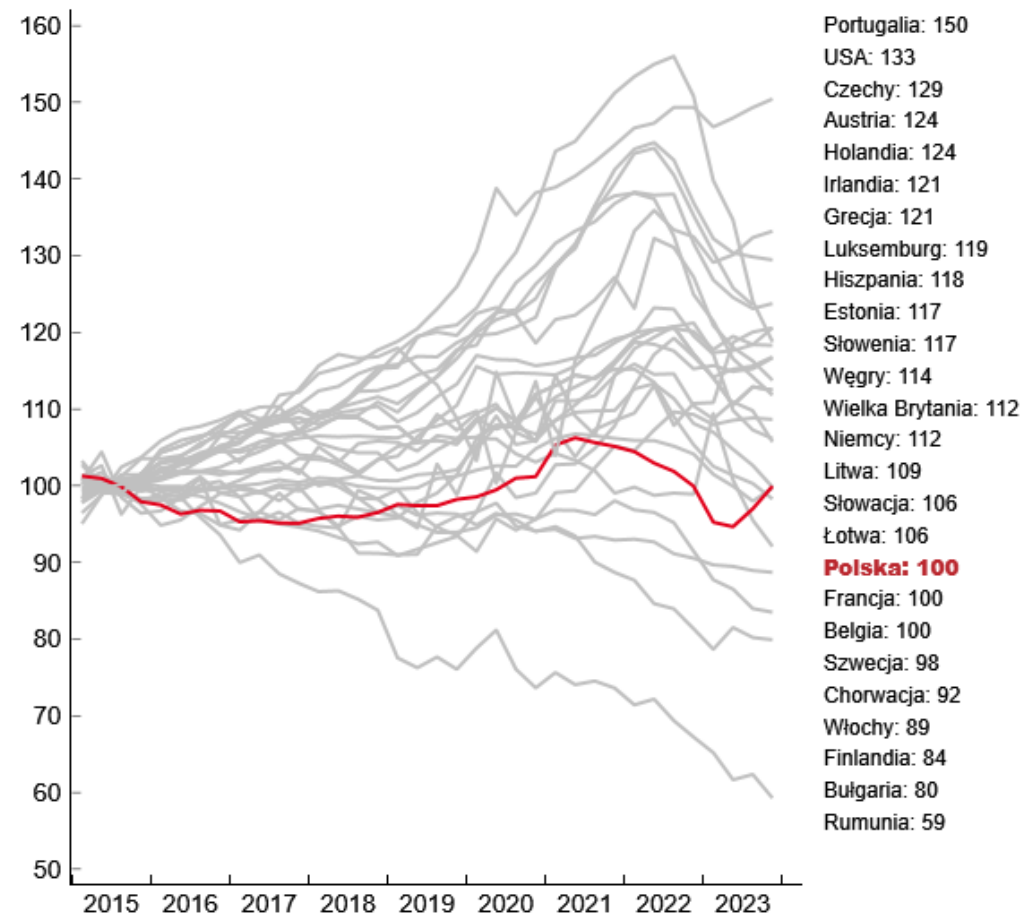
Tak duże zróżnicowanie trajektorii cen mieszkań pomiędzy krajami wynika ze splotu kilku różnych czynników:

- Fazy cyklu na rynku nieruchomości**, w jakim znajduje się dany kraj. W jednych jest to okres boomu popytowego, w innych nawis podaży – w różnych krajach różnie, jak zauważyliśmy [w ostatniej części naszego raportu](#).
- Restrykcyjności prawa budowlanego**, które może hamować dostosowanie strony podaży rynku nieruchomości do popytu. Wielka Brytania, Stany Zjednoczone i do pewnego stopnia Czechy znane są z barier tego rodzaju.
- Presji migracyjnej i demograficznej**, która może przejściowo podbijać popyt na mieszkania w regionach, w których napływ migrantów lub dzietność są duże.
- Dynamiki gospodarki i tempa wzrostu płac**. Nawet gdy ceny nieruchomości rosną, to może być to mało odczuwalne dla mieszkańców danego kraju, jeśli ich dochody rosną w zbliżonym lub szybszym tempie. Czyli zazwyczaj – choć nie zawsze – w prężnie rozwijających się gospodarkach.
- Bezwzględного poziomu cen nieruchomości**. Gospodarki państw europejskich są ze sobą coraz bardziej zintegrowane i można przypuszczać, że prowadzi to do stopniowego wyrównywania się cen nieruchomości do dochodów w poszczególnych krajach. Tam gdzie były bardzo tanie, miały duży potencjał do wzrostu, a tam gdzie drogie – przeciwnie.

Tego ostatniego czynnika nie można niestety zbadać na podstawie indeksów OECD, które w każdym kraju są wyskalowane do 100 w 2015. Aby się przekonać, czy w Polsce mieszkania są bardziej czy mniej dostępne cenowo niż w innych krajach – przeprowadziliśmy dwa studia przypadków.

Ceny mieszkań do dochodów w Europie i USA. Polska na tle innych krajów

2015 = 100, im wyższa wartość indeksu, tym droższe mieszkania w relacji do dochodów



Studium przypadku: Polska i Wielka Brytania

Dostępność mieszkań jest większa w UK, ale wzrost płac w Polsce przyczynia się do konwergencji



Ceny nieruchomości w Wielkiej Brytanii i w Polsce stopniowo do siebie zbiegają

Zacznijmy od cen mieszkań. Średnia dla 10 miast w Polsce – czyli najszerza miara publikowana przez NBP – wynosi obecnie 9,5 tys. zł za m² i w ciągu ostatniej dekady rosła w tempie średnio 7,2% rocznie. W Wielkiej Brytanii ceny są o ok. 60% wyższe (15,6 tys. zł za m²), ale rosły nieco wolniej niż w Polsce: 6,4% r/r w ciągu ostatniej dekady. Dlatego **cenę mieszkań w obu krajach najprawdopodobniej zbliżają się do siebie w ujęciu nominalnym**. „Prawdopodobnie”, ponieważ dla Wielkiej Brytanii dane obejmują nieco inny segment rynku nieruchomości: domy i mieszkania z całego kraju (z Irlandią Północną) finansowane kredytem hipotecznym (tzw. Halifax House Price Index). Bardziej porównywalnego wskaźnika z danymi NBP dla Polski nie znaleźliśmy.

Poziomy wynagrodzeń pomiędzy oboma krajami zbiegają jeszcze szybciej

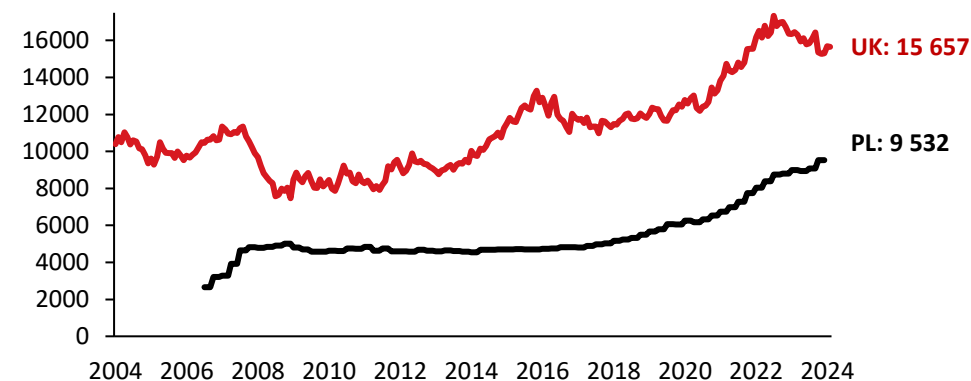
Także **wynagrodzenia rosną szybciej w Polsce niż w Wielkiej Brytanii, ale różnica jest bardziej wyraźna**. W latach 2014-2023 płace w naszym kraju rosły w przeciętnym tempie 6,8% rocznie (w cenach bieżących), na Wyspach prawie dwukrotnie wolniej: 3,6% rocznie. O ile więc dwie dekady temu przeciętny pracownik w Wielkiej Brytanii mógł liczyć na pięciokrotnie wyższe wynagrodzenie niż w Polsce, o tyle obecnie jest to już mniej niż trzykrotność.

W UK łatwiej o mieszkanie niż w Polsce, ale długookresowe trendy nad Wisłą są korzystne

Skoro wiemy już, jak się mają do siebie płace i ceny mieszkań w Polsce i w Wielkiej Brytanii, to możemy porównać dostępność dochodową mieszkań w obu krajach. Na pierwszy rzut oka wydaje się, że **mieszkania są bardziej dostępne na Wyspach niż w naszym kraju**. Tam za przeciętną pensję brutto można kupić 1,24 m² domu/mieszkania a w Polsce jedynie 0,75 m². Różnica jest w praktyce zapewne nieco mniejsza, gdyż porównujemy nieco droższy segment rynku mieszkaniowego w Polsce z nieco tańszym w Wielkiej Brytanii. Bardziej miarodajne wydaje się spojrzenie na trendy. A te w dłuższym okresie wydają się nieco **bardziej korzystne dla Polski, gdyż dostępność dochodowa mieszkań spada lub utrzymuje się na niezmiennym poziomie**, głównie za sprawą szybszego wzrostu dochodów niż cen mieszkań w naszym kraju. W Wielkiej Brytanii dostępność dochodowa mieszka wykazuje z kolei lekką tendencję rosnącą, głównie za sprawą słabego wzrostu wynagrodzeń. W ostatnim roku ceny mieszkań w tym kraju wyraźnie jednak spadły, co pozytywnie przełożyło się na ich dostępność dochodową. Bez przyspieszenia płac będzie to jednak najpewniej przejściowe zjawisko.

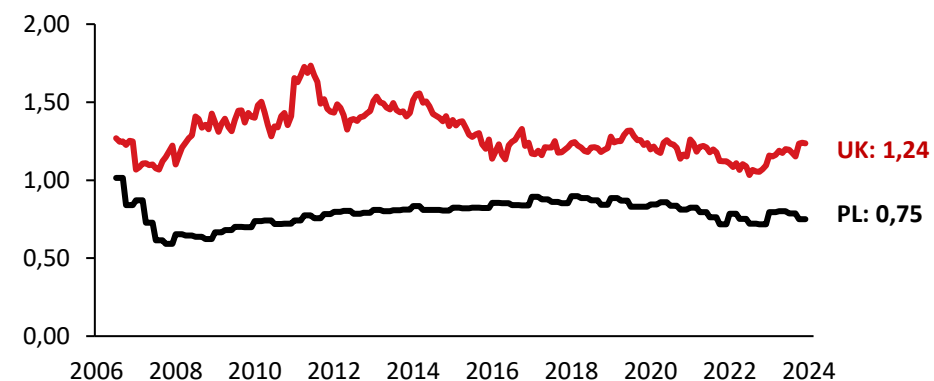
Średnia cena domu/mieszkania w Polsce i Wielkiej Brytanii, PLN za m²

w cenach bieżących. Wahania cen w UK wynikają częściowo z wahań kursu GBP/PLN



Ile m² domu/mieszkania można kupić za przeciętną pensję brutto w Polsce i Wlk. Brytanii

Indeksy Pekao



Studium przypadku: Warszawa i Praga

Praskie nieruchomości są kosztowne i błyskawicznie drożeją, ale ten scenariusz w Warszawie się nie powtórzy



W stolicy Czech mieszkania są prawie dwa razy droższe niż w Warszawie

Praga jest znana z bardzo drogiej mieszkań, a dane z [raportów Deloitte](#) o rynku nieruchomości w Europie to potwierdzają. Ich przeciętna cena w 2022 r. wyniosła blisko 5 tys. EUR za m², o **84% więcej niż w Warszawie** i dużo więcej niż w innych stolicach naszego regionu. Co więcej, ceny mieszkań w Pradze nie tylko są wysokie, lecz także rosną szybciej. Jeszcze w 2015 r. w stolicy Czech za m² trzeba było zapłacić jedynie 22% więcej niż w Warszawie (rynek pierwotny, ceny transakcyjne).

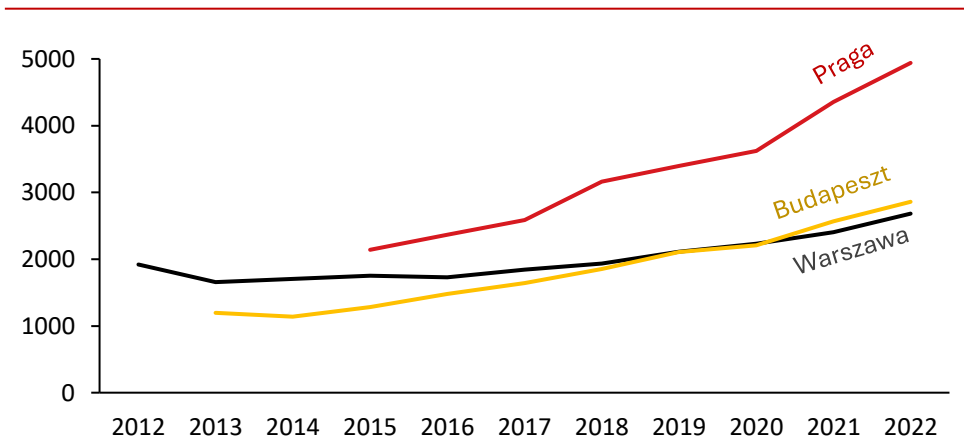
Mieszkańcy Pragi mogą wprawdzie liczyć na nieco wyższe wynagrodzenia niż mieszkańcy Warszawy, ale różnica nie jest aż tak duża. W 2022 wynosiła 13% i od tamtego czasu najpewniej się zmniejszyła, gdyż koniunktura gospodarcza w Czechach była w ostatnich kwartałach gorsza niż w Polsce, co przekładało się na słabszą presję płacową. W efekcie **dostępność dochodowa mieszkań w Pradze jest dużo mniejsza niż w Warszawie**, a ponadto jest w trendzie spadającym (bardziej stromo niż w stolicy Polski).

Problemem Pragi jest bariera niskiej podaży mieszkań. W Warszawie jest pod tym względem lepiej

Głównym powodem wysokich cen mieszkań w Pradze jest przede wszystkim ograniczona podaż mieszkań, spowodowana m.in. restrykcyjnym prawem budowlanym (w 2020 r. Czechy zajmowały dopiero 157 miejsce w rankingu [Doing Business](#) pod tym względem). Praga posiada ponadto stosunkowo mało wolnych gruntów pod zabudowę – ma dość górzystą topografię, jest gęsto zabudowana i nie była zniszczona w czasie wojny. Stolica Czech jest popularnym celem turystycznym i wiele mieszkań przeznaczonych jest pod najem krótkoterminowy. Warszawa jest pod tym względem w nieco korzystniejszej sytuacji: **prawo budowlane nie jest tak restrykcyjne** (Polska zajmuje 39 miejsce w rankingu [Doing Business](#) w tej kategorii), a samo **miasto nie jest aż tak popularne wśród turystów**. Problemem jest natomiast **coraz bardziej ograniczona powierzchnia gruntów pod zabudowę**. Nowe osiedla mogą powstać na gruntach poprzemysłowych, np. na terenie dawnej fabryki FSO Żerań lub zajezdni autobusowej przy Chełmskiej, ale wymagają one kosztownej i czasochłonnej remediacji. Presja na wzrost cen mieszkań w Warszawie będzie więc najpewniej wciąż obecna, ale **scenariusz praski – ze względu na czynniki fundamentalne – jest nadal mało prawdopodobny**.

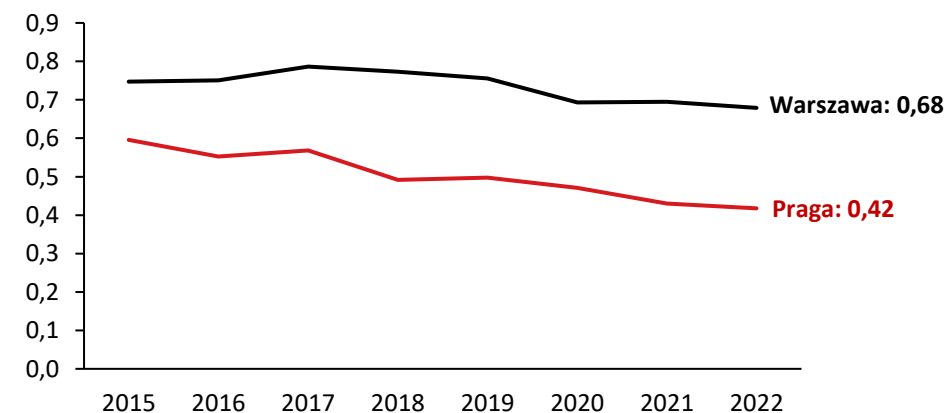
Średnia cena domu/mieszkania w Warszawie, Pradze i Budapeszcie¹

w EUR za m² w cenach bieżących



Ile m² domu/mieszkania można kupić za przeciętną pensję brutto w Warszawie i Pradze²

Indeksy Pekao



1) Źródło: Raporty Deloitte o rynku mieszkaniowym - [link](#)

2) Źródło: Analizy Pekao na podstawie [Raportów Deloitte](#) oraz statystyk wynagrodzeń GUS BDL oraz CSU

Otoczenie makroekonomiczne sprzyja odbudowie popytu na zakup nieruchomości

Jedynym (sporym) hamulcem jest drogi kredyt



Konsumpcja ponownie motorem wzrostu

- W dyskusji dotyczącej perspektyw popytowych na rynku nieruchomości przeważają argumenty za jego ożywieniem, choć nie brakuje też tych przeciwnych. Sama **odbudowa wzrostu gospodarczego w latach 2024-2025 jest pewnikiem** wśród ekonomistów i solidnym czynnikiem przemawiającym za wzmożonym popytem mieszkaniowym. Pewności w tym zakresie dostarcza szybki wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych i równie solidna odbudowa ich nastrojów.
- Po drugiej stronie sporu znajdują się natomiast wysokie stopy procentowe oraz utrzymująca się niepewność konsumenta z uwagi na perturbacje gospodarcze i geopolityczne.

Odbudowa i dalszy wzrost siły nabywczej konsumenta

- Obecnie odbudowa dochodów konsumenta przebiega w niemal bezprecedensowym tempie.
- Po spadku siły nabywczej gospodarstw domowych wskutek podwyższonej inflacji, od 2H23 wynagrodzenia zaczęły się odbudowywać. Obecnie kształtują lekko powyżej poziomu sprzed szoku inflacyjnego w ujęciu realnym.
- Realne płace będą w najbliższych latach rosnąć** i nie widzimy argumentów mogących podważyć tę tezę. Jednak ich tempo wzrostu będzie nieco niższe niż to przedpandemiczne.

Większa skłonność do zakupu nieruchomości

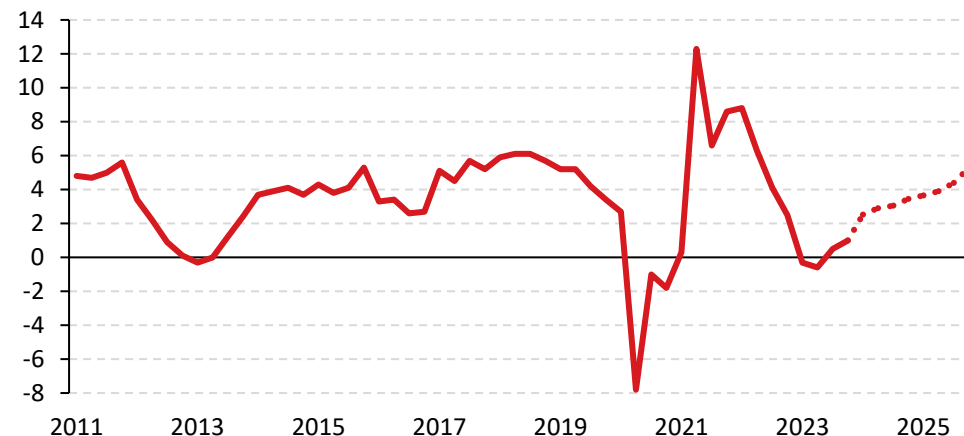
- Odbicie płac realnych to silny bodziec konsumpcyjny**, a poprawę nastrojów konsumenta obserwujemy od początku 2023 r. Choć wskaźnikom sentymentu daleko jeszcze do poziomów przedpandemicznych, to sięgnęły wartości z 2021 r. (pocovidowa odbudowa) i nadal rosną.
- Co ciekawe, optymizmem wśród tych wskaźników wyróżniają się plany zakupu nieruchomości i ważnych zakupów. **Konsumenci są niemal tak optymistyczni w tym zakresie jak w rekordowych latach 2018-2019**, a przestrzeń do poprawy nastrojów jest istotna.

Drogi kredyt komplikacją, lecz nie przeszkodą

- Główną **przeszkodą są utrzymywane przez RPP wysokie stopy**, które naszym zdaniem nie spadną w najbliższych kwartałach. Nie jest to jednak „gwóźdź do trumny”, ponieważ według danych NBP ponad 70% zakupów mieszkań finansowanych jest ze środków własnych, a nie kredytów.

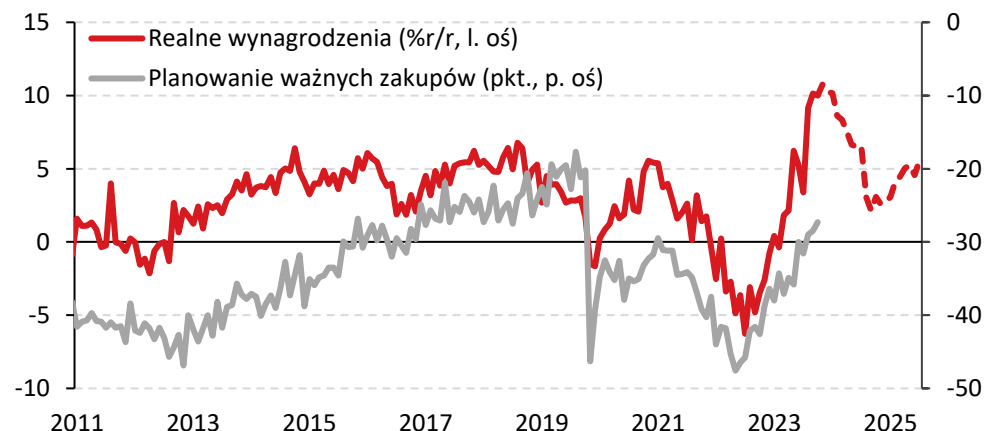
Realne tempo wzrostu polskiego PKB + prognoza Pekao

% r/r



Dynamika realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw

wobec planów ważnych zakupów polskich konsumentów



Stopy procentowe pozostaną wysokie na długo...

...ale efektywne stopy, przynajmniej dla części gospodarstw domowych, będą niższe za sprawą rządowego wsparcia



Łatwa część dezinflacji się skończyła

- Inflacja znalazła się w celu w marcu b.r., niemal równo rok od ustanowienia wieloletniego szczytu na poziomie 18,2%.
- W kolejnych miesiącach **inflacja będzie jednak rosnąć**, najpierw z uwagi na efekty bazowe, powrót 5% stawki VAT na żywność oraz częściowe odmrożenie regulowanych cen energii.
- „Słoniem w pokoju” jest jednak wpływ poprawiającej się koniunktury na inflację bazową w średnim okresie i **duże prawdopodobieństwo ustabilizowania się inflacji na poziomie powyżej celu w 2025 r.**

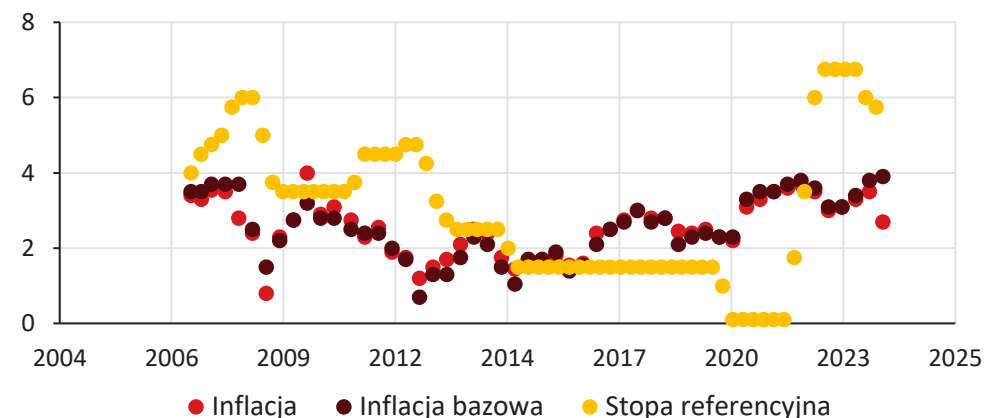
NBP skreślił w jastrzębią stronę i obecna retoryka jest spójna z prognozami banku

- NBP obecnie sygnalizuje, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2024 r.
- Naszym zdaniem perspektywa stabilnie wysokich stóp jest jeszcze dłuższa i od początku roku spodziewamy się, że **stopa referencyjna zostanie utrzymana na bieżącym poziomie (5,75%) również do końca 2025 r.**
- Bilans ryzyk jest niekorzystny – jeśli wierzyć projekcji NBP oraz większości prognoz prywatnych, inflacja bazowa pozostanie na historycznie wysokim poziomie (ok. 4%) przez kolejne 2 lata. Poprzednie Rady, mając taką projekcję, mogłyby z powodzeniem wznawiać podwyżki stóp.

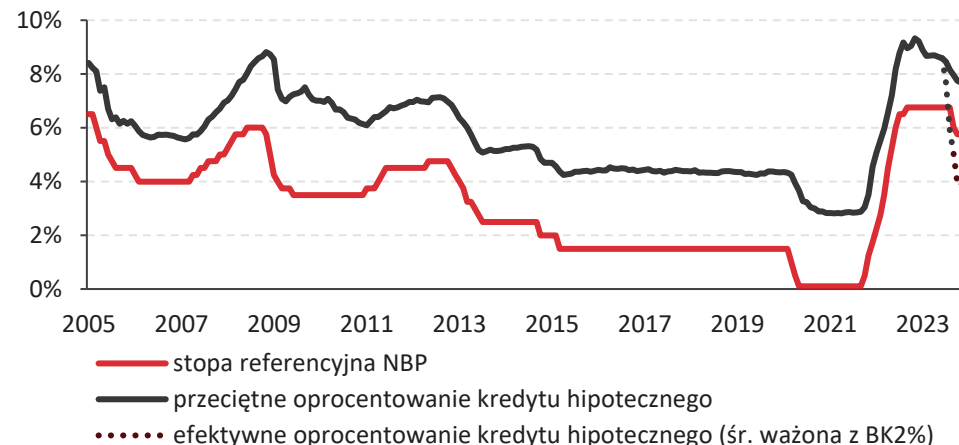
Koszt kredytu pozostanie wysoki, ale większość nowych kredytów miała preferencyjne warunki

- Upowszechnienie kredytów ze stałą stopą nie unieważnia podstawowej logiki – im wyższe stopy NBP, tym wyższe oprocentowanie kredytów hipotecznych.
- Rynki wyceniają wciąż znaczące złagodzenie polityki pieniężnej w średnim okresie. W miarę upływu czasu i falsyfikacji tego przekonania, średniookresowe stopy procentowe, na których opiera się oprocentowanie kredytów o stałej stopie, mogą rosnąć.
- Teoretycznie, **faktyczne oprocentowanie kredytów hipotecznych może być obniżone przez programy pomocowe**. Nabywcy szczególnie wrażliwi (np. młode osoby kupujące swoją pierwszą nieruchomość) najprawdopodobniej uzyskają dostęp do kredytu o wyraźnie niższym efektywnym oprocentowaniu za sprawą rządowych programów wsparcia.

Inflacja i inflacja bazowa prognozowana przez NBP w kolejnych projekcjach
%, dla maksymalnego horyzontu prognozy w danej projekcji



Oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych w złotym
%



Rządowe programy stymulacyjne zwiększają nie tylko popyt, ale i podaż (choć z opóźnieniem)

Program BK2% zdominował rynek hipotek i pomoże zasypać dziurę w podaży mieszkań



BK2% rozpycha się na rynku kredytów mieszkaniowych

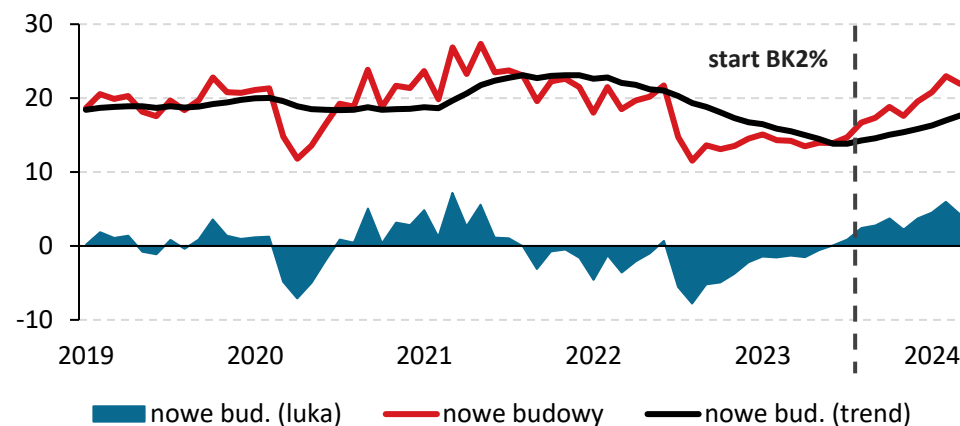
- Dane zgromadzone w systemie SARFIN nie pozostawiają wątpliwości: **rządowy program Bezpieczny Kredyt 2% spodobał się kredytobiorcom**. Pomiędzy lipcem a grudniem 2023 r. BK2% wzmocnił swój udział na rynku hipotek z 11,87% miesięcznej sprzedaży kredytów mieszkaniowych do imponujących 79,24%.
- Na przestrzeni 2023 r. BK2% wygenerował **38,9% sprzedaży kredytów mieszkaniowych** – to więcej niż Rodzina na Swoim (22,2% w najmocniejszym 2011 r.) i Mieszkanie dla Młodych (18,8% w 2016 r.).

BK2% zachęcił deweloperów do zaspokojenia podwyższonego popytu – liczba nowych budów wybiła się ponad historyczny trend

- Od sierpnia 2021 r. (za wyjątkiem czerwca 2022 r.) luka nowych budów (w rozumieniu odchylenia liczby rozpoczętych budów od trendu) pozostawała ujemna. **Wyjście luki nad kreskę należy powiązać z wprowadzeniem BK2% w lipcu 2023 r.** Warto zaznaczyć, że luka pozostała dodatnia nawet po zamknięciu programu (por. styczeń 2024 r.).
- Nominalny wpływ BK2% jest dodatni, ale w ujęciu zagregowanym możemy mieć do czynienia nie tyle z nadwyżką podaży, co z przesunięciem jej w czasie. Innymi słowy, obecne nadwyżkowe budowy stanowią swoistą kompensację ujemnej luki z przeszłości – efekt netto może być zatem zbliżony do zera.

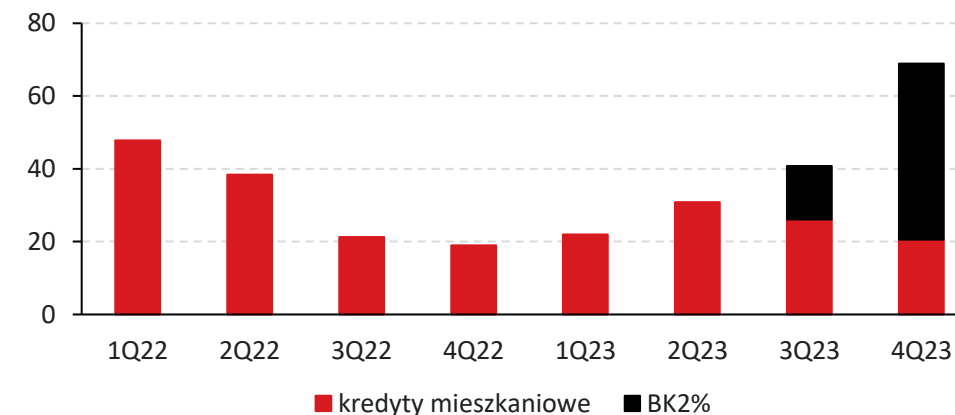
Nowe budowy domów - dekompozycja

tys.



Sprzedaż nowych kredytów mieszkaniowych

tys.



Program #NaStart umiarkowanie wpłynie na rynek przez zaszyte limity, ale obniży wybranym efektywne stopy

Scenariusz gwałtownego wzrostu sprzedaży hipotek znany z BK2% nie powtórzy się w 2024 r.



Program #NaStart – celowany, młodszy brat BK2%

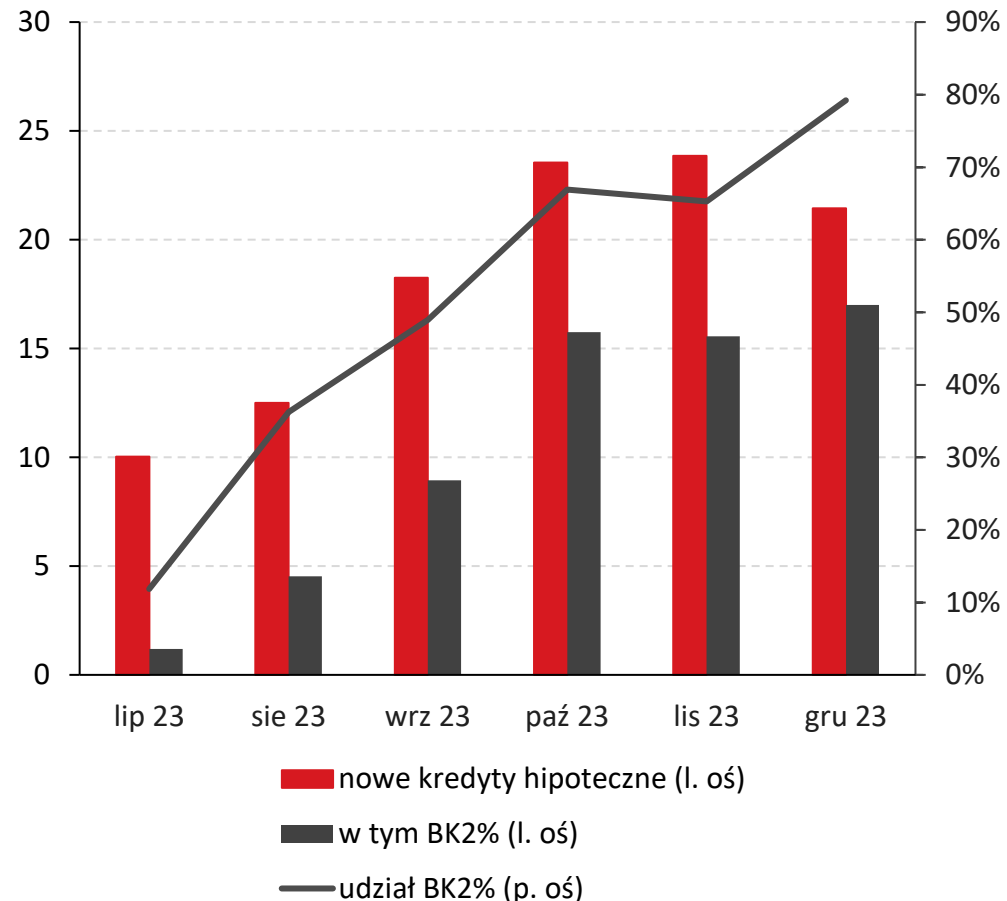
- Ministerstwo Rozwoju i Technologii 8 kwietnia opublikowało na stronach RCL *Projekt ustawy o kredycie mieszkaniowym #NaStart* (pisownia oryginalna). **Naszym zdaniem rzeczony program będzie oddziaływał na rynek w mniejszym stopniu niż jego poprzednik (BK2%), gdyż:**
 - W ramach programu #NaStart dopłaty będą udzielane do nie więcej niż 15 tys. kredytów na kwartał (a w całym 2024 r. do co najwyżej 35 tys. kredytów), podczas gdy już w październiku 2023 r. miesięczna liczba nowych kredytów objętych programem BK2% przekroczyła 15 tys. sztuk)
 - Program #NaStart ma charakter celowany, a wielu beneficjentów programu może uzyskać niższe dofinansowanie niż oferowane w BK2%. Przykładowo, bezdzietny singiel kupujący 40-metrowe mieszkanie za 600 tys. PLN otrzyma dopłatę nieprzekraczającą wyrównania do stałej stopy 1,5% od kapitału 200 tys. PLN, podczas gdy w ramach BK2% mógłby liczyć na wyrównanie do stałej stopy 2% od 500 tys. PLN.

Wybrane kryteria ograniczające dostępność kredytów #NaStart

Zgodnie z celowanym charakterem programu #NaStart, **uzyskanie dopłat będzie uzależnione od spełnienia licznych kryteriów** (szczegółowe omówienie zawarliśmy [tutaj](#)), m.in.:

- Wiekowego – program jest kierowany do osób nieprzekraczających 35 rż., choć warunek ten dotyczy wyłącznie singli
- Dochodowego – limit rozciąga się od 7 tys. PLN dla singli do 23 tys. PLN dla rodzin 5+; przekroczenie limitu będzie się wiązało z proporcjonalnym zmniejszeniem dopłat
- Metrażowego – maksymalny metraż lokalu, do jakiego będą przysługiwały dopłaty, to 40 mkw dla singli i +20 mkw za każdego kolejnego domownika
- Liczy domowników – maksymalny wymiar kapitału objętego dopłatami rozciąga się od 200 tys. PLN dla singla do 600 tys. PLN dla rodziny 5+
- Liczy dzieci – osoby bezdzietne otrzymają wyrównanie do stałej stopy 1,5%, podczas gdy każde kolejne dziecko zmniejszy tę stopę o 0,5 pkt. proc.

Sprzedaż kredytów hipotecznych i udział Bezpiecznego Kredytu 2% w rynku
tys./proc.



Jeszcze trochę inne podejście: prognoza cen mieszkań wg naszego modelu ekonometrycznego

Średniookresowa prognoza wskazuje na dalszy wzrost cen co najmniej do 1Q25, potem nieznaczny spadek



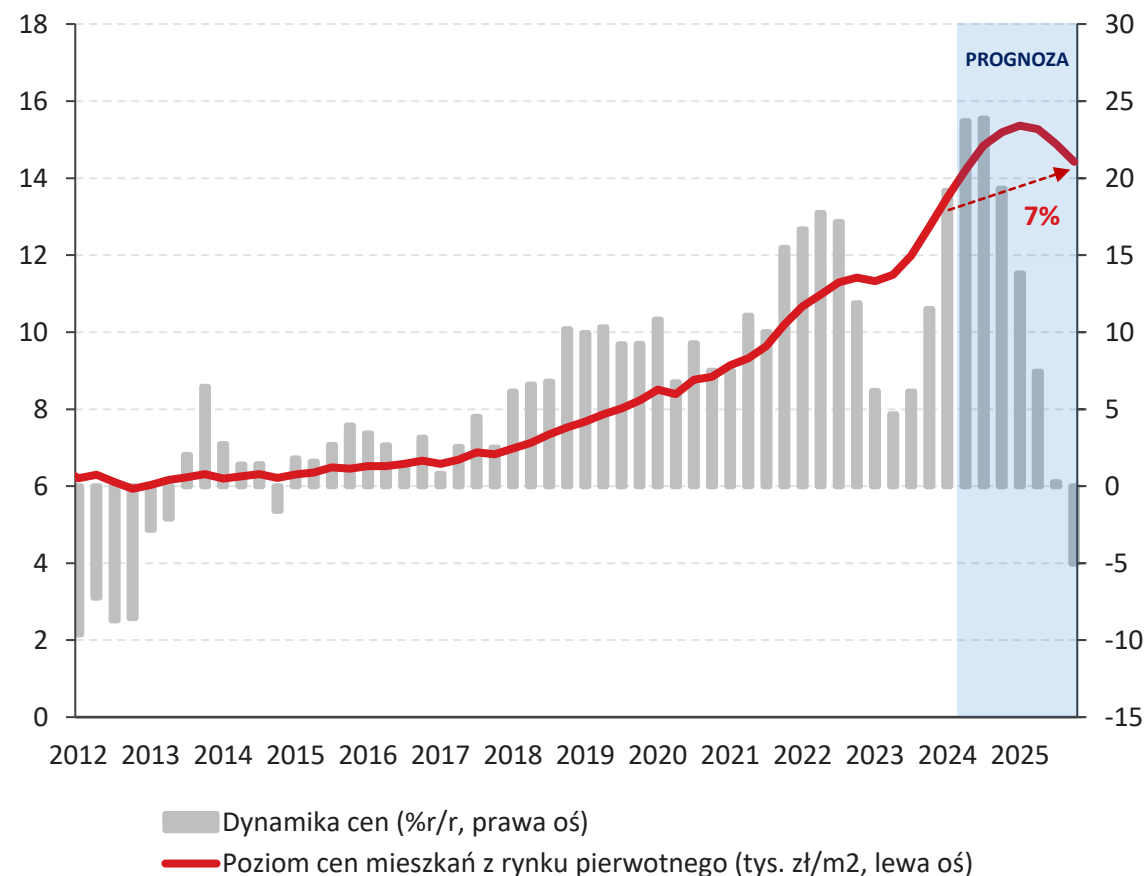
Założenia modelu

- Chcąc zagregować informacje dot. koniunktury gospodarczej i jej wpływu na ceny nieruchomości skonstruowaliśmy **prognostyczny model ekonometryczny**. Zmienną objaśnianą jest **kwartalny szereg transakcyjnych cen mieszkań z rynku pierwotnego** (dane za NBP) z 7 największych miast w Polsce.
- Model prognozuje poziom cen wykorzystując zmienne makroekonomiczne kreujące zarówno **popyt**: fundusz płac (wypadkowa poziomu wynagrodzeń i zatrudnienia), realne stopy procentowe czy liczba zarejestrowanych obcokrajowców (za ZUS), jak i **podaż**: liczba wydawanych pozwoleń na budowę mieszkań, koszty produkcji (reprezentowane przez wskaźnik PPI).

Wyniki

- Według naszej modelowej prognozy, biorąc pod uwagę głównie czynniki makroekonomiczne, **transakcyjne ceny nieruchomości sprzedawanych na rynku pierwotnym będą jeszcze rosły do I kwartału 2025 r.** i mogą osiągnąć średnio poziom 15,4 tys. zł/m². To **14%-wzrost cen** względem obecnych poziomów (13,5 tys. zł w I kwartale 2024).
- Od II kwartału 2025 r. ceny powinny zacząć nieznacznie się obniżyć** ze względu na ukazujące się z dużym opóźnieniem efekty wysokich realnych stóp procentowych ograniczających popyt na kredyty hipoteczne, rosnącej podaży mieszkań oraz wygaśnięcia wpływu rządowego programu „Bezpieczny kredyt za 2%”. Barierą dla głębszego spadku cen będzie wciąż wysoki popyt napędzany przez poprawiającą się koniunkturę i utrzymujący się szybki wzrost wynagrodzeń. **W 2-letnim horyzoncie naszej prognozy (lata 2024-2025) ceny mieszkań wzrosną o 7%.**
- Patrząc na ujęcie rok do roku **szczyt wzrostów osiągniemy w III kwartale 2024 r. w wysokości prawie 25% r/r**. W następnych kwartałach dynamika będzie się sukcesywnie obniżać, a biorąc pod uwagę efekt bardzo wysokiej bazy, spychając ją nawet poniżej zera pod koniec 2025 r. **Model nie pozwala jednak przesądzić o kształcie trendu w długim okresie.**
- Na podstawie modelu szacujemy, że **program „Bezpieczny kredyt za 2%” wpłynął na zwiększenie cen na rynku nieruchomości w 2023 r. o ok. 5%.**

Ceny mieszkań z rynku pierwotnego wg danych NBP (7 największych miast) wraz z naszą prognozą
tys. zł za m² / %r/r



Może i mieszkać w Polsce jest za mało, za to są przeludnione i za ciasne

Niska baza lokalowa o słabej jakości zagwarantuje ruch na rynku nieruchomości w średnim okresie



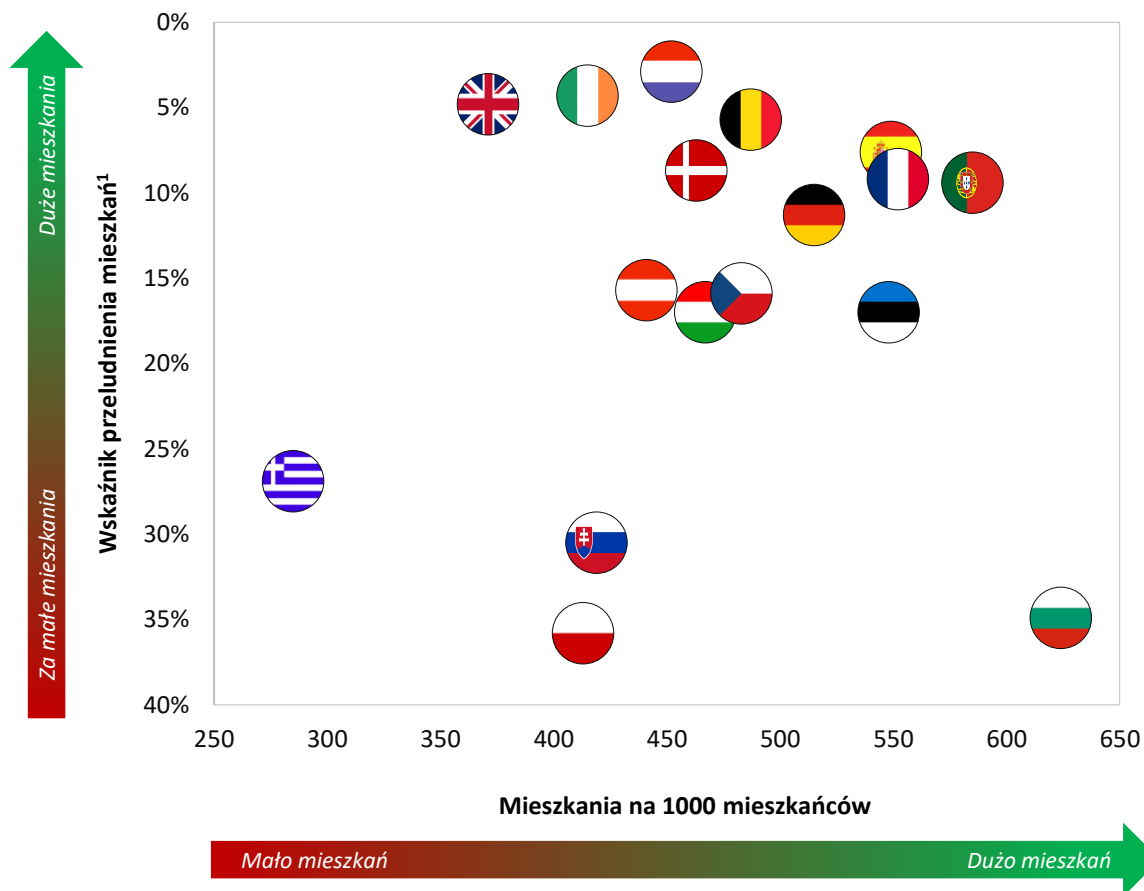
W Polsce baza mieszkaniowa jest wciąż relatywnie mała na tle Europy

- W 2022 r. baza mieszkaniowa w naszym kraju liczyła około 15,6 mln lokali. Oznacza to, że statystycznie na 1 tys. mieszkańców przypadało niewiele ponad 400 mieszkań. Jest to jeden z niższych poziomów tego wskaźnika w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej – w szczególności, w Europie Zachodniej zazwyczaj przekracza on 450.
- Liczba mieszkań na 1 tys. mieszkańców świadczy o wciąż relatywnie niskim nasyceniu rynku mieszkaniowego**, co stawia Polskę w odmiennym położeniu względem dojrzałych rynków zachodnich, jeśli chodzi o długoterminowe perspektywy popytowe czy ryzyko powstania "bańki mieszkaniowej".
- Osiągnięcie nasycenia porównywalnego z jego obecnym poziomem w Niemczech (gdzie w ostatnich latach można już mówić o wysokim nasyceniu i jego negatywnym wpływie na trendy cenowe) wymagałoby zwiększenia zasobu mieszkaniowego o blisko 4 mln lokali. Przy obecnym tempie dostarczania nowej podaży na rynek w naszym kraju (około 230 tys. mieszkań w okresach wysokiej aktywności), skala luki popytowej może naszym zdaniem zapewnić korzystne uwarunkowania popytowe przynajmniej do końca obecnej dekady.

Dodatkowym czynnikiem jest jakość mieszkań, wyraźnie ustępująca krajom zachodnim

- Dla średnioterminowych perspektyw popytowych istotne znaczenie ma również fakt, że **duża część polskiej bazy mieszkaniowej to lokale o relatywnie niskim standardzie**, zarówno jeśli chodzi o powierzchnię mieszkalną, jak i warunki do życia.
- Ponad 40% bazy mieszkaniowej w naszym kraju stanowią obecnie lokale wybudowane w latach 1945-88, a zatem przed transformacją ustrojową. Często nie odpowiadają one aspiracjom młodszych pokoleń Polaków, dla których dążeniem pozostaje zazwyczaj posiadanie własnościowego mieszkania w nowoczesnym budownictwie.

Sytuacja mieszkaniowa w wybranych państwach europejskich - luka ilościowa i jakościowa (2022)

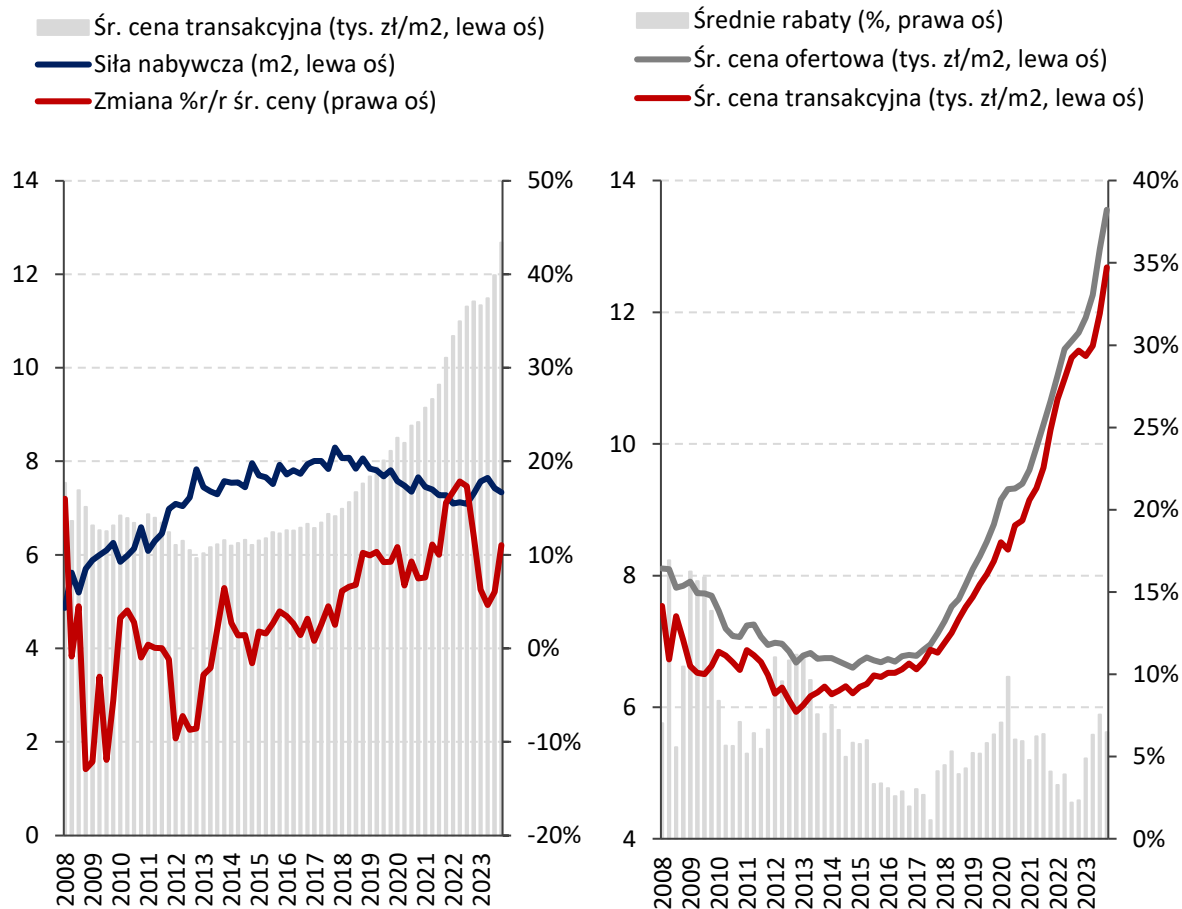


Rosnące ceny stymulują podaż – dynamika liczby mieszkań w budowie odbiła od dna, niebawem wyjdzie na plus

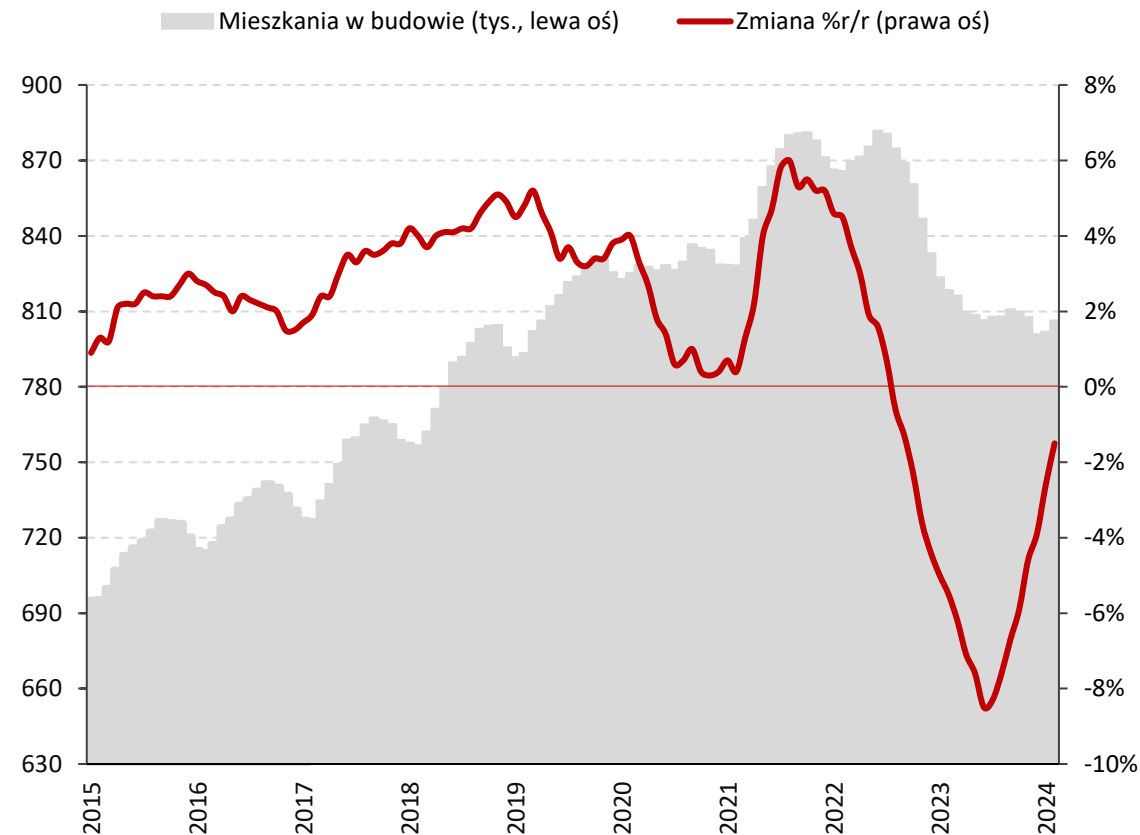
Ceny ofertowe uciekają od transakcyjnych, a rabaty zbliżają się do 10% - choć to wciąż wyraźnie poniżej historycznych maksimów



Trendy cenowe na rynku mieszkaniowym w Polsce



Sytuacja na rynku mieszkaniowym – mieszkania w budowie



Rządowe programy stymulacyjne przełamały podażową flautę na rynku, bo podaż reaguje na popyt

Pozwolenia na budowę i nowe budowy wyszły w 2023 r. na plus i nie zamierzają wyhamować



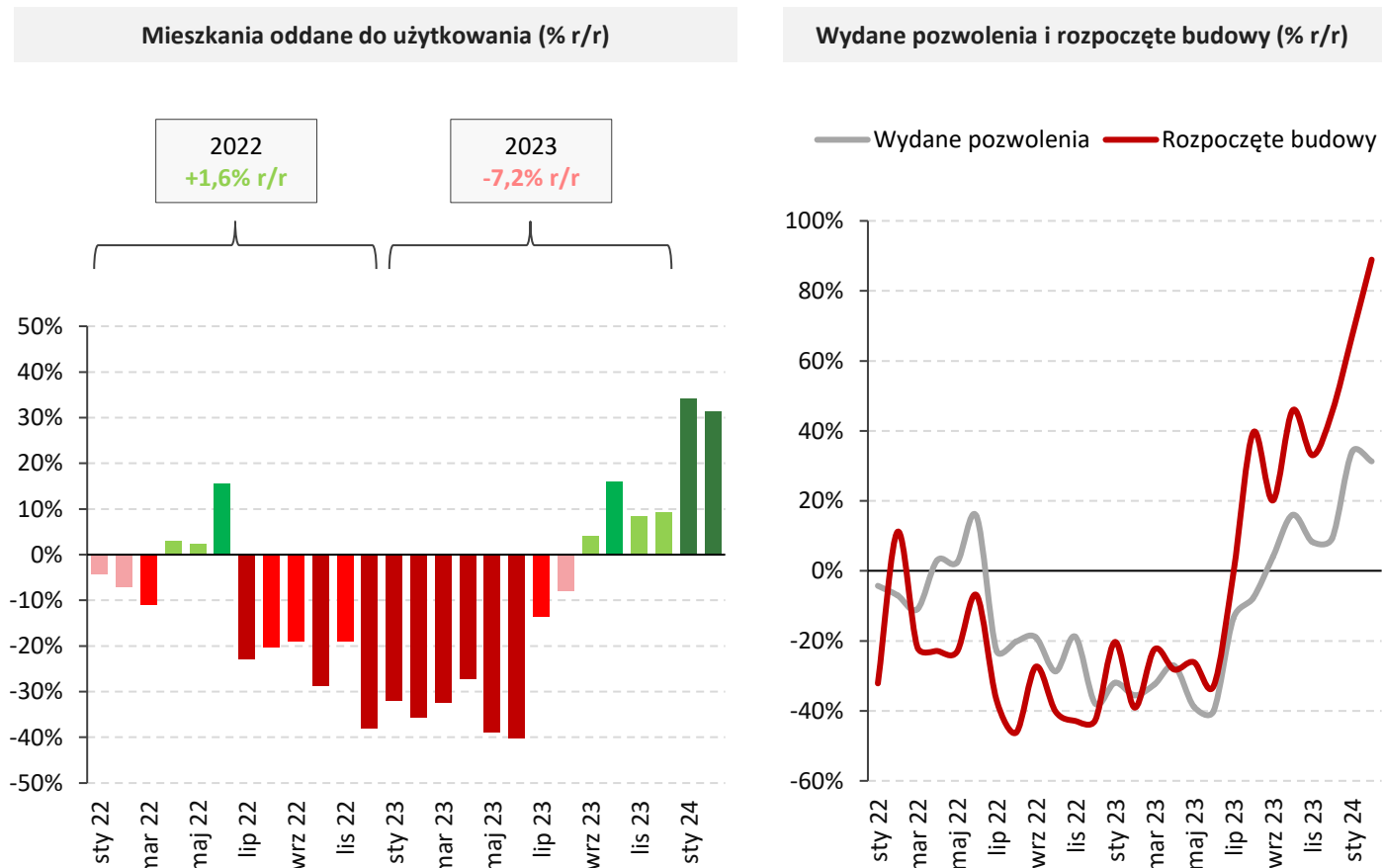
Zacieśnienie monetarne i spadek płac realnych pociągnęły popyt w dół, a podaż się dostosowała

- RPP rozpoczęła cykl podwyżek stóp procentowych już w październiku 2021 r., ale dopiero w 2022 r. zacieśnienie monetarne przyspieszyło – o ile w 2021 r. skumulowany wzrost stóp wyniósł 165 pb., tak w 2022 r. było to już 500 pb. **Radykalny wzrost kosztów odsetkowych schłodził popyt na kredyt, a sprzedaż hipotek została ograniczona**, co przełożyło się na zmniejszony popyt na mieszkania.
- Negatywny szok popytowy (tzn. zmniejszona skłonność do zakupów po oferowanych na rynku cenach) wymusił dostosowanie po stronie podaży. Wobec zmniejszonego apetytu zakupowego podaż mieszkań (liczona jako liczba mieszkań oddawanych do użytkowania) wyhamowała przy ujemnych dynamikach notowanych od 3Q22 do 2Q23. Takie ograniczenie podaży, poza czynnikami popytowymi, mogło wiązać się również z echem COVIDowych zakłóceń w łańcuchach dostaw i związanych z nimi szokami kosztowymi (wzrost cen materiałów budowlanych).

Podaż mieszkań odpowiedziała pozytywnie na rządowe programy stymulujące popyt. Ten efekt zostanie z nami na dłużej.

- Dynamika wydanych pozwoleń na budowę domów wyszła na plus w drugim półroczu 2023 r. – łatwo to powiązać z wejściem w życie programu BK2%. Pozytywną odpowiedź podaży na stymulację popytu widać po liczbie nowych budów i wydanych pozwoleń na budowy – roczna dynamika rozpoczętych budów już w sierpniu 2023 r. wzrosła do 39,5% r/r, osiągając 89,0% r/r w lutym 2024 r.
- Podwyższona dynamika nowych budów i wydanych pozwoleń na budowę pozwala **spodziewać się zwiększonej liczby mieszkań oddawanych do użytku w kolejnych kwartałach i latach.**

Sytuacja na rynku mieszkaniowym – mieszkania oddane do użytkowania na tle rozpoczętych budów i pozwoleń na budowę



Balon hipotek nie jest w Polsce napompowany – widzimy potencjał do mocniejszej dźwigni na rynku

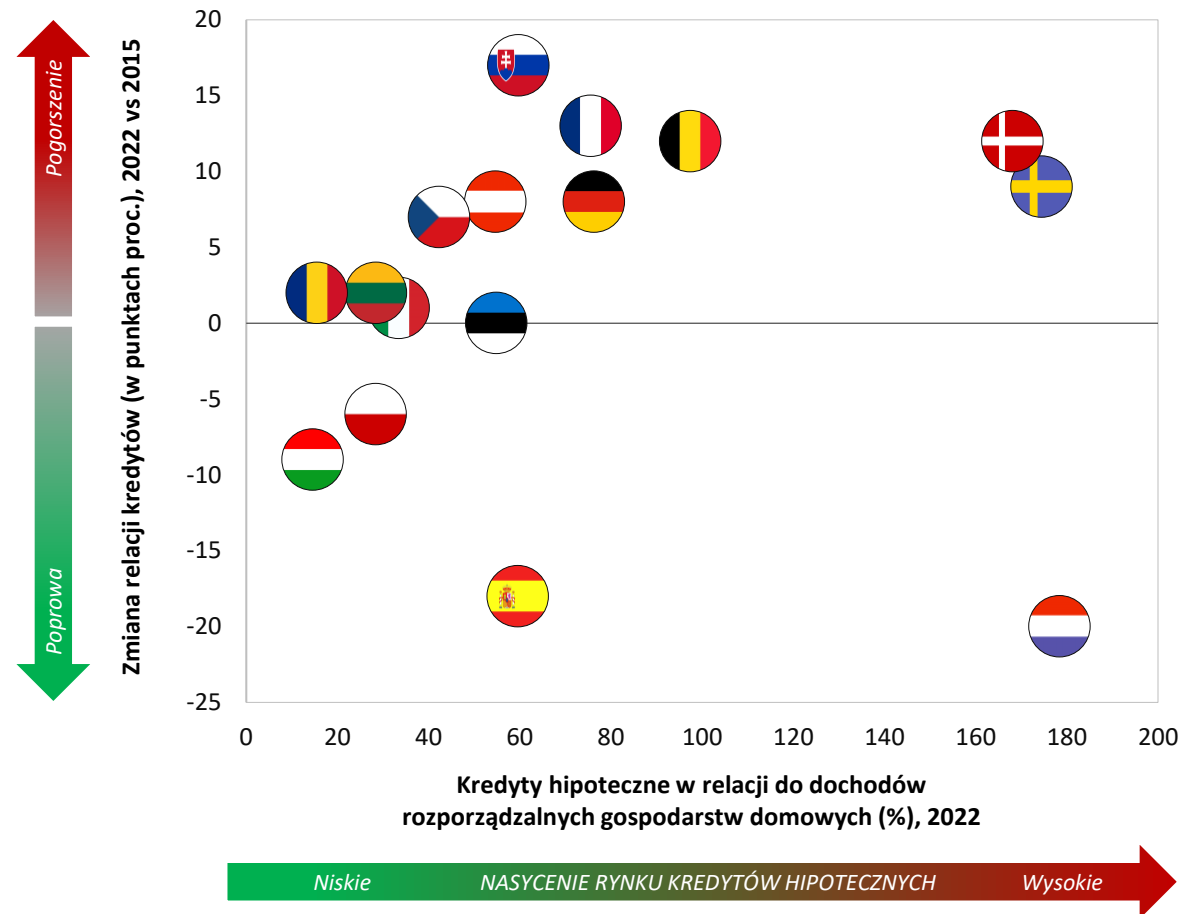
Stosunek hipotek do dochodów jest w Polsce niższy niż w Europie, a na dodatek spadł od 2015 r.



Zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych w Polsce pozostaje niskie

- Czynnikiem sugerującym możliwość utrzymania się w Polsce silnego popytu na mieszkania w kolejnych latach jest także **niski poziom zadłużenia kredytami hipotecznymi**. W 2022 wartość portfela tych kredytów w relacji do łącznego dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych w naszym kraju nie przekraczała 30%. Tymczasem średnia unijna ukształtowała się powyżej 70%. Podobny obraz sytuacji kreślą inne wskaźniki, np. oddające relację wartości tego portfela w stosunku do PKB.
- Jeżeli przyjąć założenie, że wyznacznikiem wysokiego stopnia nasycenia rynku mieszkaniowego są kraje Europy Zachodniej, to dystans dzielący od nich Polskę pod względem rozmiarów portfela kredytów hipotecznych jest **kolejnym czynnikiem świadczącym o niskim stopniu nasycenia tego rynku w naszym kraju**. Wprawdzie w niektórych państwach zachodnich (m.in. we Włoszech, Austrii czy Hiszpanii) relacja kredytów hipotecznych do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych kształtowała się w 2022 r. w przedziale 30-60%, to jednak standardem są znacznie wyższe poziomy (Niemcy, Francja, Belgia w przedziale 75-100%, kraje skandynawskie i Holandia nawet 170-180%).
- **Relacja portfela kredytów hipotecznych do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych w naszym kraju obniżyła się w latach 2015-22 o 6 pkt. proc.** Spadek ten wynikał przede wszystkim z wysokiej dynamiki dochodów w omawianym okresie (pochodna szybkiego tempa wzrostu płac) oraz ze spadku wartości samego portfela kredytów w 2022 r. (silny wzrost stóp procentowych – wyższe koszty kredytu i pogorszenie jego dostępności). Polska wyróżniała się pod tym względem na tle większości krajów unijnych, gdzie przeważały odwrotne trendy.

Relacja kredytów hipotecznych do dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych oraz jej zmiana po 2015 roku w wybranych krajach Unii Europejskiej



Zmiany demograficzne wywrą presję na wzrost cen nieruchomości w dużych miastach

Lecz kredyt #NaStart może chwilowo napędzić ceny poza dużymi ośrodkami miejskimi



Ceny w dużych ośrodkach miejskich rosną szybciej

- Krajowy rynek nieruchomości jest silnie zróżnicowany regionalnie. Mowa tu głównie o rozbieżnościach między dużymi ośrodkami miejskimi a resztą kraju. W roku 2023 dynamika roczna cen nieruchomości w 7 największych miastach Polski przewyższała krajowe tempo ich wzrostu o ponad 2 pkt. proc.
- Jest to trwały trend wynikający z dodatniego salda migracji w największych ośrodkach miejskich. Innymi słowy postępujące zjawisko urbanizacji generuje nierównowagę między popytem a podażą w dużych miastach, co prowadzi do silniejszego wzrostu cen nieruchomości w porównaniu do reszty kraju.

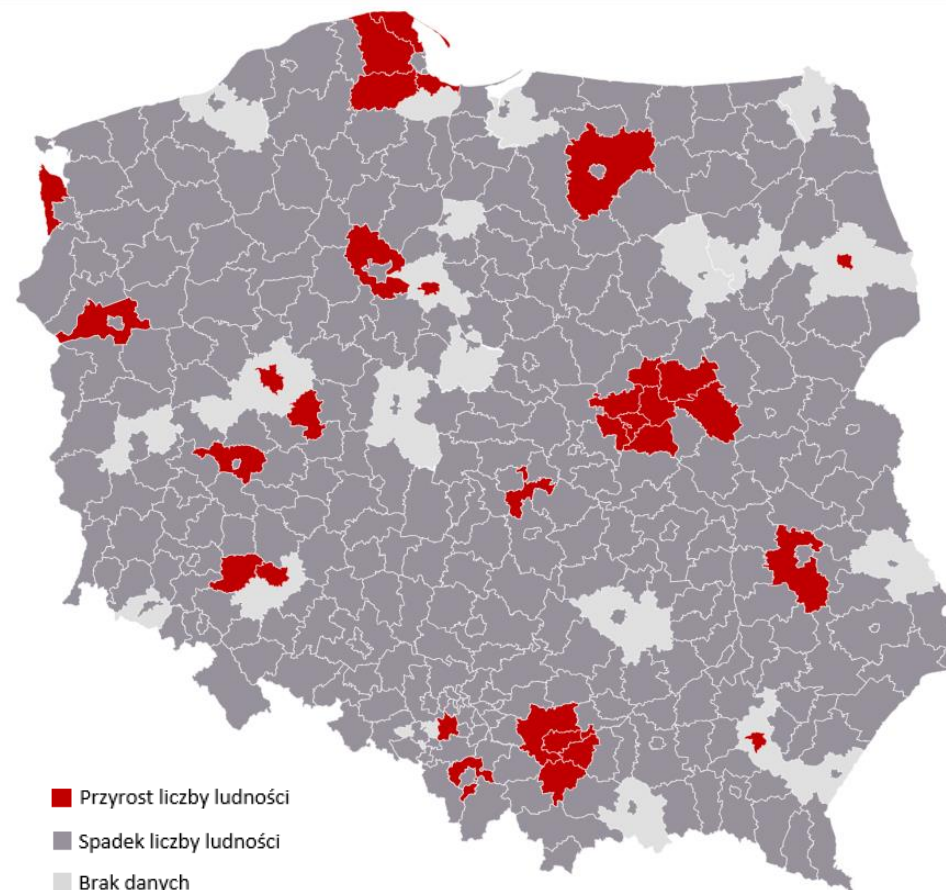
Trendy migracyjne nasilą ten rozdźwięk

- Czy w najbliższych latach jest szansa na wyrównanie rozbieżności? Naszym zdaniem nie. Według prognoz demograficznych GUS na następne 15 lat migracja do miast będzie nadal na tyle duża, że uchroni część z nich przed spadkiem liczby ludności. Będzie to w kontrze do trendu krajowego, zgodnie z którym populacja Polski ma zmniejszyć się o 2,5 mln do 2040 roku.
- W konsekwencji, nawet jeśli deweloperzy będą w stanie odpowiedzieć na wzrost zainteresowania kupnem mieszkania, to pojawi się inne wyzwanie. A mianowicie miasta dysponują ograniczoną ilością gruntów, co już obecnie generuje problemy z rozpoczynaniem inwestycji. Odpowiedzią na nie jest wzrost cen, a w długim okresie poszerzanie granic miasta (lecz jest to długotrwały proces). W krótszym okresie nie należy spodziewać się niczego innego niż wyraźnie silniejszej presji na wzrost cen nieruchomości w miastach w porównaniu do reszty kraju.

Program #NaStart może zaburzyć te dysproporcje

- Uruchomienie rządowego programu #NaStart ma potencjał do chwilowego zmniejszenia różnicy między wzrostem cen w większych miastach a mniejszych ośrodkach. Wynika to z limitów dochodowych warunkujących wsparcie oraz maksymalnej wysokości dopłaty. Ta druga siłą rzeczy pokrywa większą część wydatku mieszkaniowego w przypadku tańszego mieszkania, o które łatwiej poza granicami dużych ośrodków miejskich.

Prognozy zmiany liczby ludności Polski według GUS do 2040 roku
wobec 2022 roku



Dokapitalizowani frankowicze mogą lokować swoje kapitały w nowe mieszkania w aglomeracjach...

...ale większość frankowiczów z apetytem na mieszkanie prawdopodobnie jest już obecna na rynku



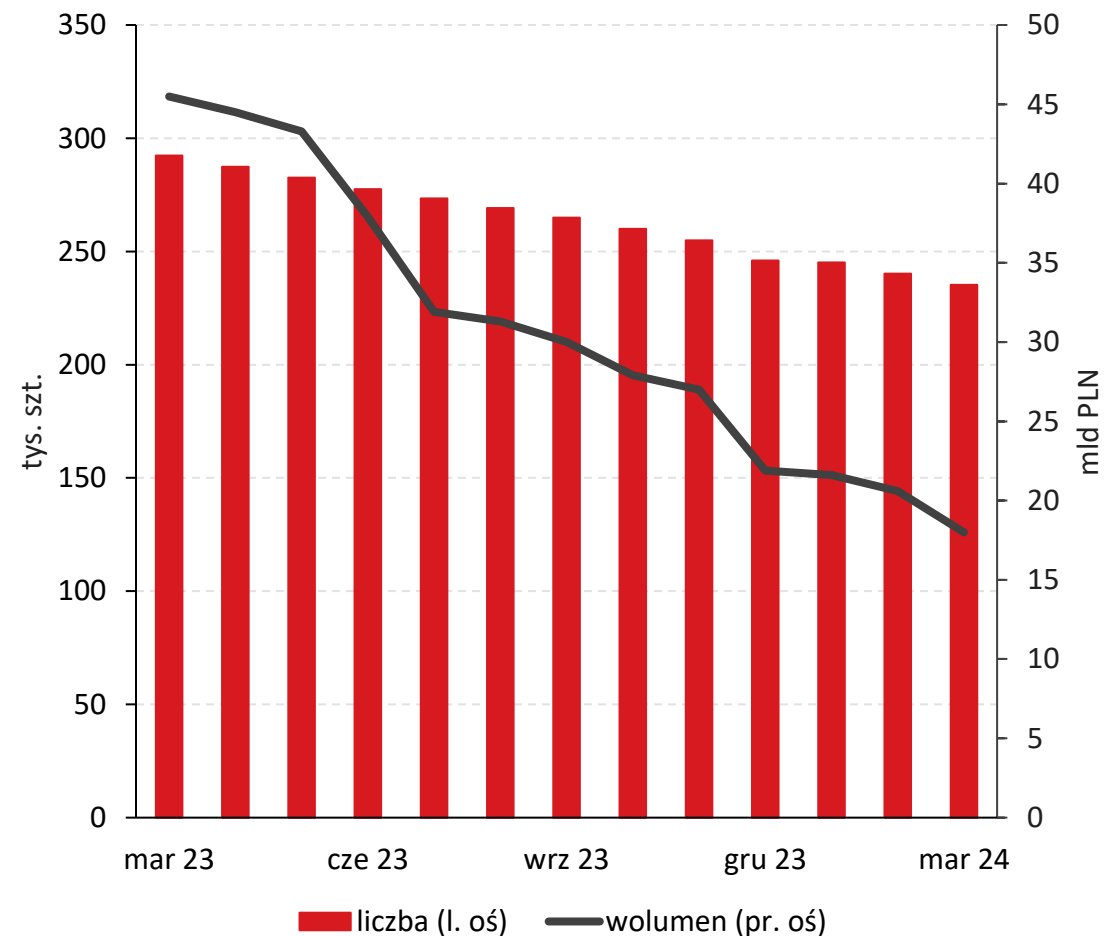
Frankowicze wygrywają w sądach...

- Seria korzystnych dla frankowiczów wyroków TSUE, opartych m.in. o regulującą prawa konsumenta Dyrektywę Rady 93/13/EWG, sprawiła, że sądy w Polsce w całości unieważniają umowy kredytowe denominowane w CHF. Zgodnie z wykładnią zaprezentowaną przez Trybunał, **w przypadku umów zawierających tzw. klauzule abuzywne** na Polsce ciąży obowiązek **doprowadzenia do sytuacji prawnej i faktycznej, jaka istniałaby bez takiego niedozwolonego zapisu umownego**.
- Dlaczego to ważne? **Bo wygrana przed sądem oznacza dla frankowiczów niemalą korzyść finansową, swoiste dokapitalizowanie gospodarstwa domowego**. Takie dokapitalizowane gospodarstwa domowe mogą zwiększać swoją aktywność na rynku nieruchomości.

...a dzięki unieważnieniu kredytów mogą wrócić na rynek

- Niespłacone kredyty hipoteczne w CHF stanowiły obciążenie dla bilansów kredytobiorców, co mogło skutecznie mrozić ich aspiracje mieszkaniowe. Obecnie ten odłożony, niezrealizowany popyt ma szansę zostać zaspokojony.
- **Realizacja odłożonego popytu przez dawnych frankowiczów co do zasady będzie generować presję na wzrost cen mieszkań – zwłaszcza w największych aglomeracjach**, bo to właśnie tam wg danych BIK mieszka większość frankowych kredytobiorców.
- Naszym zdaniem **znaczna część zwyciężkich frankowiczów chcących kupić nową nieruchomość jest już obecna na rynku**. Warto odnotować, że do marca 2024 r. wolumen hipotek frankowych zmalał niemal trzykrotnie: z 46 mld PLN do zaledwie 18 mld PLN. Pozostałych 235 tys. kredytów wartych 18 mld PLN będzie miało ograniczony wpływ na kondycję rynku i poziom cen. Tym niemniej **obserwowane obecnie wzrosty cen mieszkań zapewne są – przynajmniej w części – związane z powrotem frankowiczów do aktywności na rynku nieruchomości**.

Miesięczna liczba i wolumen kredytów mieszkaniowych denominowanych w CHF



Bezpieczny Kredyt 2% wsparł popyt w momencie wyraźnego spowolnienia

W 2023 r. sprzedaż mieszkań pikowała, a średni czas sprzedaży wystrzelił do rekordowych poziomów



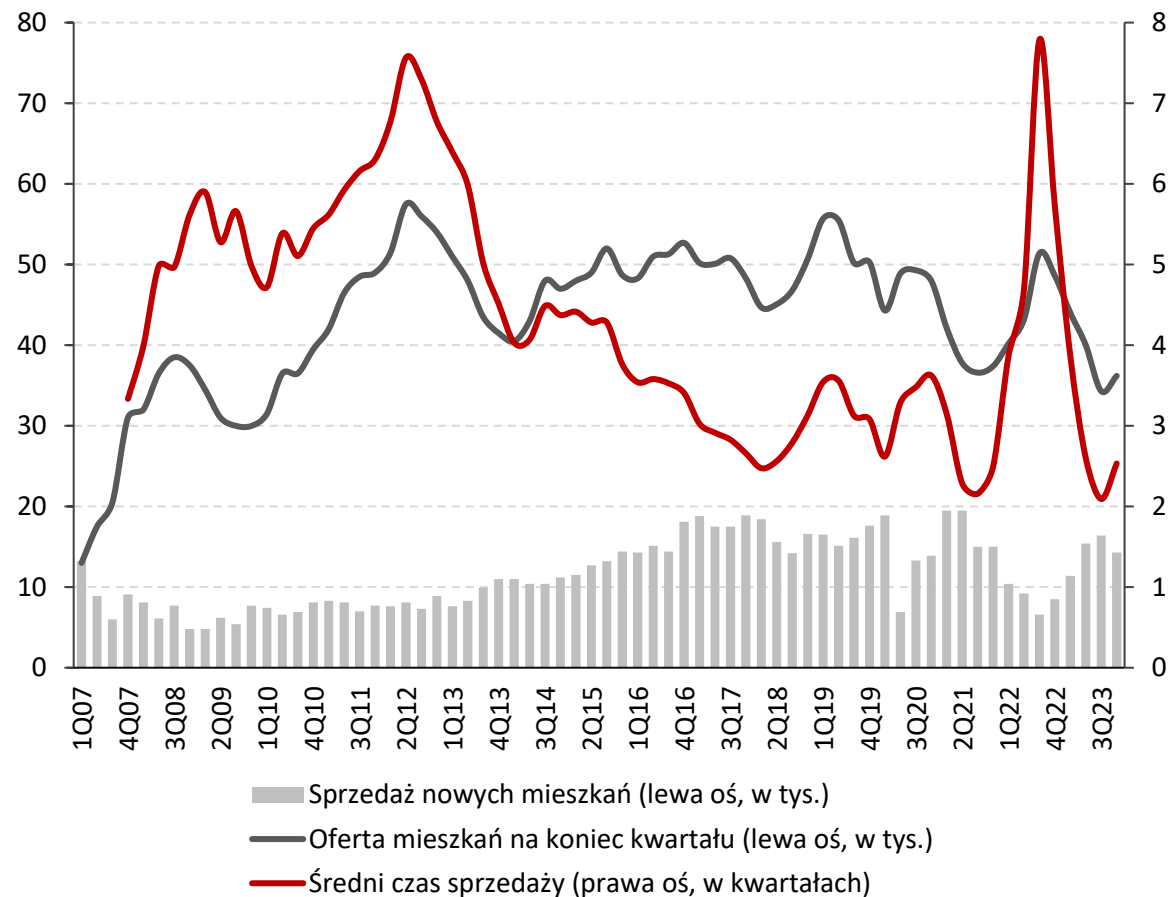
Ceny nie mówią wszystkiego o popycie – warto spojrzeć na czas finalizowania transakcji

- Skalę osłabienia popytu na nieruchomości związanego z podwyżkami stóp procentowych z lat 2021-2022 i spadkiem realnych dochodów gospodarstw domowych ukazuje **drastyczny wzrost przeciętnego czasu sprzedaży mieszkań**. O ile w 3Q21 średni czas sprzedaży wynosił nieco ponad pół roku (2,2 kwartału), tak rok później (w 3Q22) wydłużył się do niemal dwóch lat (7,8 kwartału), przebijając tym samym rekord z 2012 r. (7,6 kwartału).
- Wzrost przeciętnego czasu sprzedaży dokonywał się równoległe z wyraźnym spadkiem wolumenu sprzedaży. W rekordowym 3Q22 sprzedano zaledwie 6,6 tys. nowych mieszkań. **Czyli transakcji było niewiele, a dodatkowo finalizowano je po długim czasie.**
- Powyższe liczby wskazują na osłabienie popytu (zmniejszoną skłonność do zakupów nieruchomości) – a to dlatego, że podaż w krótkim okresie jest nieelastyczna.

Rządowe programy wsparcia kredytobiorców wsparły popyt na mieszkania, gdy ten szorował po dnie

- 3Q22 wyznacza punkt odwrócenia trendów na rynku nieruchomości. Wolumen sprzedaży zaczął rosnąć, zbiegając ku średnim wartościom z lat 2017-2019. **Dodatkowo średni czas sprzedaży błyskawicznie się obniżył, osiągając rekordowe minimum 2,1 kwartału w 3Q23** – czyli wtedy kiedy program BK2% rozpoczął funkcjonowanie. Może to być związane z tzw. *efektem FOMO* (ang. *fear of missing out*) – kupujący starają się jak najszybciej finalizować transakcje, aby ubiec antycypowane wzrosty cen.

Sytuacja na rynku mieszkań – wybrane wskaźniki dot. liczby i czasu finalizacji transakcji



To nie koniec wzrostów cen w Polsce, ale inflacja na rynku nieruchomości zacznie ciążyć popytowi

Utrzymanie się wzrostów popytu mimo wysokich cen to skutek uboczny wsparcia kredytobiorców

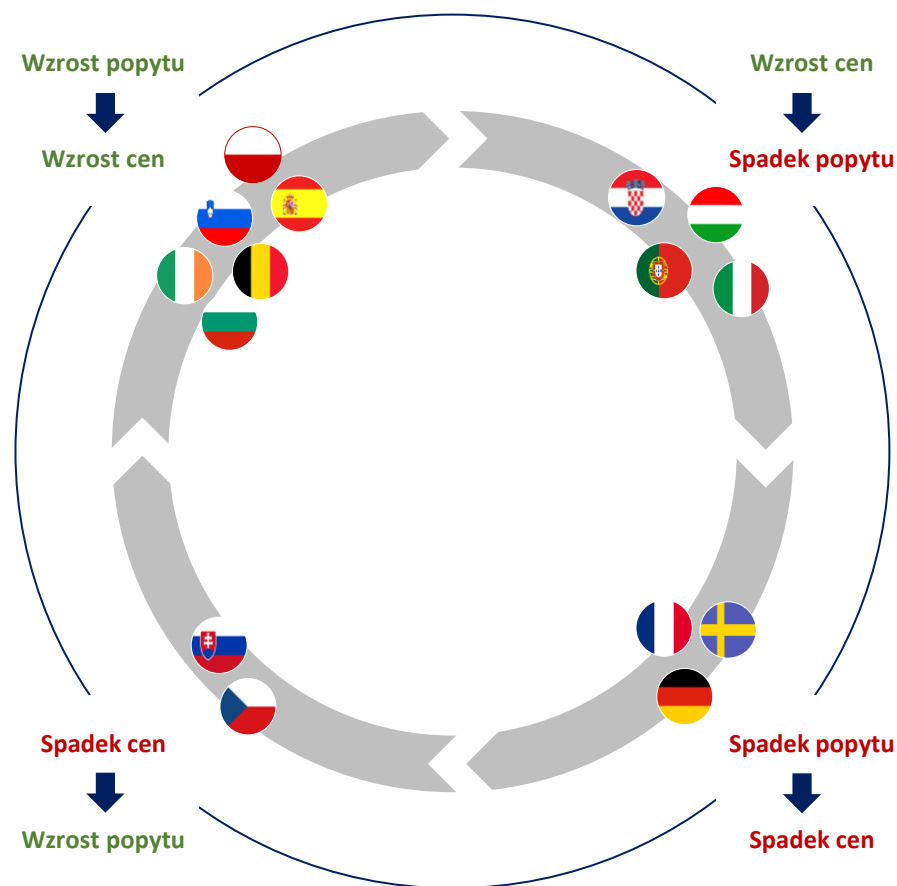
Europa Środkowo-Wschodnia w fazie wzrostu popytu na mieszkania

- Bazując na kwartalnych danych o liczbie pozwoleń na budowę nowych mieszkań oraz o ich cenach można stwierdzić, że w 2023 r. w **poszczególnych państwach UE wystąpiło silne zróżnicowanie pod względem fazy cyklu koniunkturalnego, w której znajdowały się ich rynki mieszkaniowe.**
- Większość państw Europy Środkowo-Wschodniej (choć też niektóre kraje zachodnie, jak Hiszpania, Belgia czy Irlandia) znalazły się w fazie wzrostu popytu i odpowiadającym mu dostosowaniom po stronie podaży (wzrost liczby wydawanych pozwoleń na budowę i rozpoczynanych). **Zazwyczaj towarzyszyły temu wzrosty cen** (choć w Słowacji i Czechach przeważały jeszcze w tym zakresie tendencje spadkowe).
- Na przeciwnym biegunie znajdowała się większość krajów Europy Zachodniej, gdzie dane z podażowej strony rynku świadczyły o trwających dostosowaniach do słabszego popytu. **W niektórych przypadkach (Niemcy, Francja, Szwecja) towarzyszyły temu spadki cen mieszkań.**

Polska "przesunięta" w cyklu dzięki programom wsparcia

- Polska w 2023 r. znalazła się w gronie krajów notujących zarówno wzrost cen mieszkań, jak i wyraźne oznaki ożywienia popytu, czemu towarzyszyło uruchomienie dostosowań po stronie podażowej.
- Trzeba jednak podkreślić, że takie położenie w cyklu rynek mieszkaniowy w naszym kraju zawdzięcza przede wszystkim uruchomieniu programu "Bezpieczny kredyt 2%". **Zneutralizował on w stosunkowo znacznej części negatywny wpływ wysokich kosztów kredytu, co pozwoliło "rozruszać" popyt.**
- Można zakładać, że gdyby nie wspomniany program, **polski rynek mieszkaniowy nadal znajdowałby się w fazie spadku popytu i utrzymałby się w niej albo do momentu obniżenia kosztów kredytu** (tzn. kolejnych, głębszych cięć stóp procentowych NBP), albo spadku cen mieszkań do poziomów poprawiających ich dostępność przy obecnych kosztach rynkowego finansowania.

Koniunktura na rynku mieszkaniowym wybranych państw UE pod koniec 2023 roku (ilustracyjnie)



Nota prawna

Niniejsza publikacja (dalej „Publikacja”) przygotowana przez Departament Analiz Makroekonomicznych Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (dalej „Pekao S.A.”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny. Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Publikacja nie stanowi rekomendacji udzielanej w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy inwestycyjnej, analizy finansowej oraz innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r, w sprawie nadużyć na rynku ani porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe, a informacje w niej zawarte nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych i nie stanowi badania inwestycyjnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Pekao S.A. dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Pekao S.A. ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Pekao S.A. nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niektóre treści objęte niniejszą publikacją mogą zawierać odesłania do stron internetowych i materiałów opracowanych przez podmioty trzecie. Pekao S.A. nie dokonuje weryfikacji takich stron internetowych i materiałów, w szczególności pod kątem ich prawdziwości i rzetelności zawartych w nich informacji, a wszelkie korzystanie z takich stron internetowych i materiałów następuje na wyłączne ryzyko i odpowiedzialność użytkownika. Odsyłanie przez Pekao S.A. w publikowanych treściach do zewnętrznych stron internetowych i materiałów nie oznacza również, że Pekao potwierdza lub podziela zawarte w nich poglądy i informacje.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obciążone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych. Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Pekao S.A. nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

Pekao S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do Skarbowych Papierów Wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz dokonuje transakcji na Skarbowych Papierach Wartościowych na własny rachunek. Pekao S.A. na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Departament Analiz Makroekonomicznych jest wydzieloną jednostką organizacyjną, niezależną od jednostki zawierającej w imieniu Banku transakcje na instrumentach finansowych. Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania administracyjne oraz bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów. Wynagrodzenie pracowników sporządzających Publikację nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązane z wynikami finansowymi uzyskiwanymi przez Pekao S.A. w ramach transakcji na instrumentach finansowych. Pracownicy sporządzający Publikację nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem Publikacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia. Zgodnie z najlepszą wiedzą pracowników sporządzających Publikację, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanego prospektu emisyjnego lub kompletnej dokumentacji dla papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Pekao S.A. nie występuje w roli pośrednika ani przedstawiciela inwestora. Przed zawarciem każdej transakcji inwestor powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Pekao S.A., określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowo-transakcyjne oraz konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych, a także w sposób niezależny ocenić czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Nadzór nad działalnością Pekao S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody Pekao S.A. jest zabronione.

Centrum Analiz i Transformacji Cyfrowej

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA, Główny Ekonomista

+48 724 417 216 ✉ ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl



Departament Analiz Makroekonomicznych

Zespół Analiz i Prognoz Rynkowych

Dr Piotr Bartkiewicz, CFA

✉ piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl

Aleksandra Beśka

✉ aleksandra.beska@pekao.com.pl

Kamil Łuczowski

✉ kamil.luczowski@pekao.com.pl

Dr Karol Pogorzelski

✉ karol.pogorzelski@pekao.com.pl

Sebastian A. Roy

✉ sebastian.roy@pekao.com.pl

Zespół Analiz Sektorowych

Krzysztof Mrówczyński, Kierownik Zespołu

✉ krzysztof.mrowczynski@pekao.com.pl

Paweł Kowalski

✉ pawel.kowalski1@pekao.com.pl

Magdalena Placzek

✉ magdalena.placzek@pekao.com.pl

Grzegorz Rykaczewski

✉ grzegorz.rykaczewski@pekao.com.pl