



**NEWSLETTER
INWESTORÓW
MZURI INVESTMENTS**

Październik 2018

Spis treści

A. Czy to dobry moment na inwestowanie w mieszkania, czy też czeka nas powtórka kryzysu sprzed dekady?	3
1. Sytuacja makroekonomiczna – czy czeka nas kryzys?	3
Bieżąca sytuacja makroekonomiczna w polskiej gospodarce	3
Porównanie sytuacji obecnej do okresu sprzed kryzysu z lat 2008-2010	6
Prognozy makroekonomiczne	7
2. Sytuacja na rynku nieruchomości – czy ceny mieszkań zwariowały?	9
Popyt na mieszkania	9
Podaż pierwotna mieszkań i sytuacja deweloperów	11
Ceny nieruchomości	14
3. Interesujące lektury oraz źródła	24

A. Czy to dobry moment na inwestowanie w mieszkania, czy też czeka nas powtórka kryzysu sprzed dekady?

Tematem przewodnim niniejszego newslettera jest odpowiedź na nurtujące wielu pytanie, **czy to dobry moment na inwestowanie w mieszkania, czy czeka nas powtórka kryzysu sprzed dekady?** Naszym zdaniem polskich inwestorów na rynku nieruchomości czeka co najmniej kolejny rok lub dwa dynamicznych wzrostów cen, a sygnałów dla ich załamania obecnie nie widać:

- **Sytuacja makroekonomiczna (rozdział 1)** – obecna sytuacja makroekonomiczna polskiej gospodarki należy do jednych z najlepszych w ostatnich 10 latach – wysoki wzrost gospodarczy, rekordowo niskie bezrobocie i szybki wzrost wynagrodzeń przyczyniają się do wzrostu zamożności Polaków. Kluczową barierą dla utrzymania tak wysokiej dynamiki PKB w najbliższej przyszłości będą głównie ograniczenia w dostępności siły roboczej i w mocach produkcyjnych przedsiębiorstw – w krótkim i średnim terminie przełoży się to jednak na dalszy szybki wzrost wynagrodzeń oraz ściągania siły roboczej zza granicy, co będzie sprzyjało rozwojowi rynku wynajmu mieszkań.
- **Rynek mieszkaniowy (rozdział 2)** – choć mamy od 5 lat do czynienia ze stałym wzrostem cen mieszkań, pozostają one nadal poniżej szczytów sprzed 10 lat, a w ujęciu realnym są wciąż o ok. 35% poniżej tych szczytów – rośnie dostępność mieszkań dla nabywców. Dynamika cen mieszkań pozostaje niska w porównaniu do historycznych wzrostów, jak i sytuacji w innych krajach UE. Głównym czynnikiem napędzającym wzrosty cen mieszkań są rosnące koszty budowy nowych budynków, w odróżnieniu od sytuacji sprzed kryzysu z 2008 roku. Dzięki szybkiemu wzrostowi wynagrodzeń i nadal istotnej luce w dostępności mieszkań (brak odpowiedniej liczby mieszkań na rynku), czynsze najmu rosną w podobnym tempie co ceny mieszkań, utrzymując rentowność najmu.

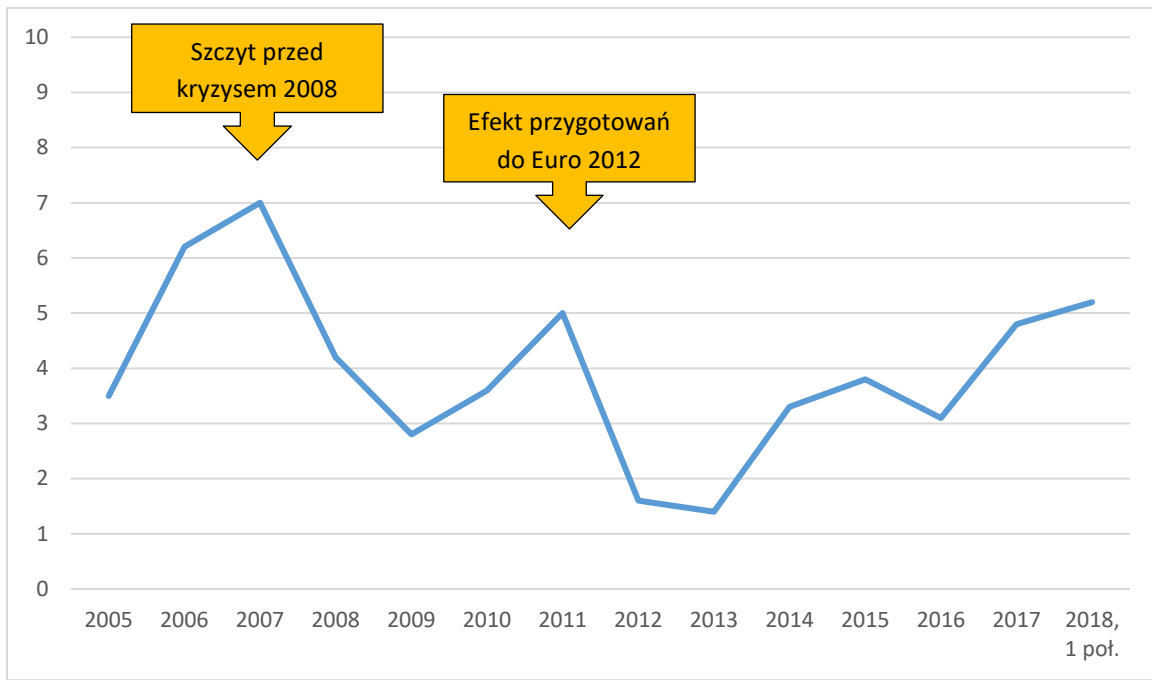
1. Sytuacja makroekonomiczna – czy czeka nas kryzys?

Zanim omówimy sytuację na rynku nieruchomościowym, rządzącym się specyficznymi mechanizmami, konieczne jest osadzenie jego wyników w kontekście szerszej gospodarki. Niniejszy rozdział został poświęcony omówieniu bieżącej sytuacji makroekonomicznej oraz podsumowaniu prognoz dotyczących najbliższego roku, żeby zrozumieć, czy mamy obecnie do czynienia z potencjalną sytuacją kryzysową.

Bieżąca sytuacja makroekonomiczna w polskiej gospodarce

W trzecim kwartale 2017 roku tempo realnego wzrostu PKB osiągnęło poziom 5,2%, czyli w skali roku wzrost nieobserwowany od 2011 roku – kiedy to cała gospodarka, a zwłaszcza budownictwo – żyła z przygotowań do Euro 2012. Tempo wzrostu, utrzymane przez kolejne kwartały 2017 i 2018 roku, choć na wysokim poziomie zapewniając ekspansję gospodarki i zatrudnienia, znajduje się jednak nadal poniżej szczytów z lat 2006-2007, kiedy gospodarka znajdowała się w stanie rozgrzania i zmierzała ku spowolnieniu z lat 2008-2010. Równoległe obecny poziom bezrobocia jest na znacznie niższym poziomie, niż w okresie szczytu poprzedniego okresu ekspansji gospodarczej (2008 r.) przy jednoczesnym wzroście wynagrodzeń.

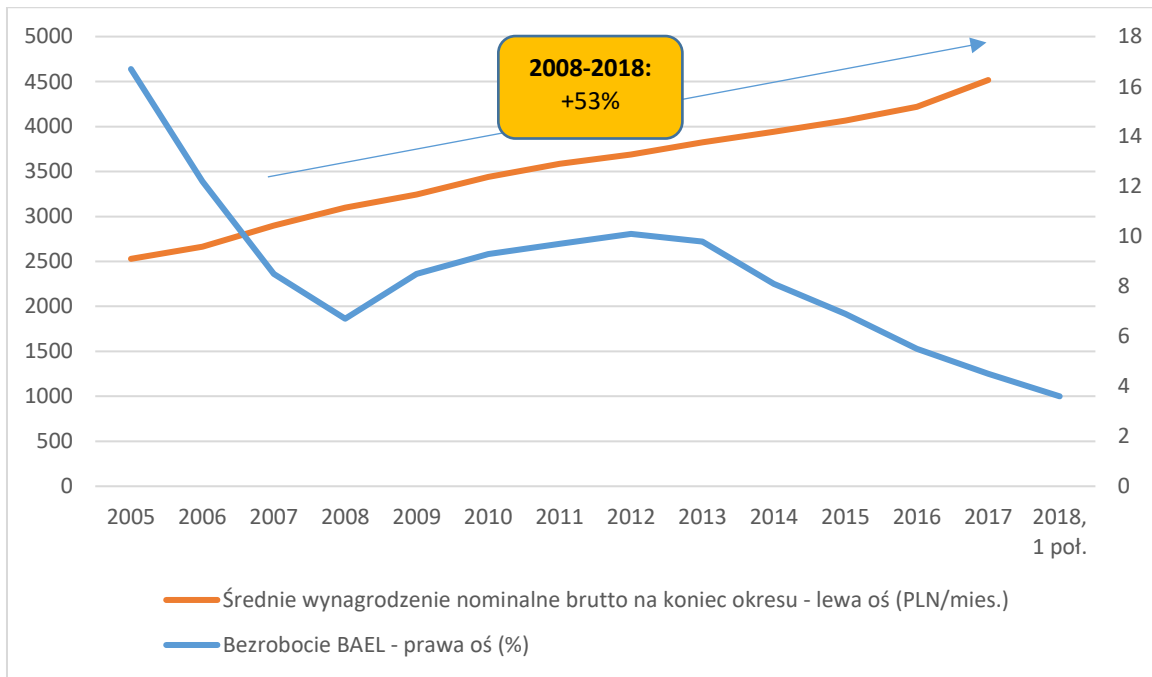
Dynamika PKB Polski, 2005-2018 (% zmiana rok do roku)



Źródło:

Opracowanie własne na bazie GUS.

Stopa bezrobocia BAEL i średnie wynagrodzenie w Polsce, 2005-2018



Źródło:

Opracowanie własne na bazie GUS.

Wysokie tempo wzrostu PKB utrzymuje się do chwili obecnej dzięki dwóm motorom napędowym gospodarki:

- **Konsumpcja wewnętrzna** – spożycie wewnętrzne, napędzane zwłaszcza wydatkami gospodarstw domowych, rosnące w latach 2017-2018 na poziomie prawie 5% rocznie, jest kluczowym czynnikiem wzrostu PKB. Przyczyniają się do tego:
 - **(1) pozytywny rynek pracy** – dzięki nieprzerwanemu wzrostowi gospodarczemu i rozwojowi takich sektorów gospodarki jak usługi finansowe (wzrost w 1. poł. 2018 o 13% rok do roku), przetwórstwo przemysłowe (+6%), logistyka (+8%), budownictwo (+22%, napędzane zarówno przez sektor mieszkaniowy, jak też i rozwój infrastruktury, czy też nieruchomości komercyjnych), handel (+5%), bezrobocie rejestrowe w Polsce po raz pierwszy w XXI wieku spadło poniżej 1 miliona osób, a **bezrobocie** wg metodologii BAEL (wg aktywności zawodowej) spadło do poziomu **3,6%**, skutkując strukturalnym niedoborem pracowników w szeregu miast i branż (pogłębiony również przez szacunkowy odpływ ok. 100 tys. osób z rynku pracy na skutek działania programu 500+). Efektem tego są wzmożony popyt na pracowników zza granicy (liczba wydanych dokumentów na pobyt stały i czasowy w 2018 r. już przekroczyła poziom z 2017 r. o 17%, a względem 2015 r. – 107%!) oraz **przyspieszenie wzrostu płac nominalnych**. Średnie wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej osiągnęło w 2. kw. 2018 r. poziom 4.520 PLN/mies., co oznacza wzrost o 7,1% w skali roku oraz wzrost o **53% od 2008 roku**. Wysoki optymizm Polaków przekłada się w efekcie na wzmożoną konsumpcję wewnętrzną.
 - **(2) wzrostu dochodu rozporządzalnego** – Przy utrzymującej się niskiej lub nawet ujemnej inflacji (ok. minus 0,5% w latach 2015-2016 i 2% w 2017 r.) szybki wzrost wynagrodzeń spowodował wzrost dochodu rozporządzalnego Polaków. Wzrost ten był również zasilony przez szereg programów socjalnych, wprowadzonych przez obecny rząd. W szczególności wprowadzenie od kwietnia 2016 roku programu 500+ wpłynęło na redystrybucję ponad 23 mld złotych w samym 2017 roku.
 - **(3) niskie stopy procentowe** – Niska inflacja i stosowana w całej UE polityka utrzymywania niskich stóp procentowych doprowadziła do spadku stóp oprocentowania depozytów (średnio w 2017-2018 r. – 1,5%; w latach 2008-2009 – 4,5-5,5%) i kosztu kredytów. W efekcie typowo spada stopa oszczędności, związana z utrzymywaniem depozytów, i napędza wzrost wydatków konsumpcyjnych.
- **Eksport towarów i usług** – w 2018 r. nastąpił również wzrost eksportu towarów i usług o 4%, napędzany przez szereg z wymienionych wcześniej sektorów. Jest to pochodną tego, że Polska nadal pozostaje istotnym kierunkiem lokowania nowych zakładów przemysłowych (np. motoryzacyjnych), centrów logistycznych, czy też centrów usług wspólnych (szczególnie aktywnych dzięki ryzyku Brexitu), mimo rosnących kosztów wynagrodzeń. Potwierdza to ciągły napływ inwestycji zagranicznych do Polskiej gospodarki, które w 2017 r. wyniosły 35 mld zł (spadek wobec 2016 r., który był jednakże pochodną zbycia należących do podmiotów zagranicznych akcji Pekao S.A. oraz Allegro S.A., które mogły pomniejszyć tę wartość o prawie 20 mld zł). Znamienny jest wzrost eksportu usług, który w 2017 r. wyniósł +12,6%, napędzany przede wszystkim usługami transportowymi oraz usługami profesjonalnymi.

Dobra sytuacja gospodarcza wiąże się też z relatywnie dobrą sytuacją budżetu Skarbu Państwa, który mimo obciążenia szeregiem programów socjalnych generujących koszty stałe dla budżetu (500+, „Wyprawka szkolna”, przywrócenie wyższego wieku emerytalnego) wykazuje stabilność dzięki zwiększeniu ściągalności podatków, a zwłaszcza podatku VAT, jak i ciągłego napływu dotacji z UE, których wartość w 1 poł. 2018 roku przekroczyła poziom z poprzedniego roku o 33%.

Porównanie sytuacji obecnej do okresu sprzed kryzysu z lat 2008-2010

Obecna sytuacja gospodarcza Polski jest odmienna od tej, która poprzedzała kryzys i spowolnienie gospodarcze z lat 2008-2010. Przypominając, jego bezpośrednią przyczyną był strukturalny kryzys zadłużenia w krajach strefy Euro (tj. odbiorcy polskiego eksportu i źródła finansowania inwestycji), wywołany załamaniem w globalnym systemie finansowym (zapoczątkowanym upadkiem Lehman Brothers wynikającym ze strat na rynku tzw. CDO, strukturyzowanych produktów dłużnych), które wystąpiło w szczycie nierównowagi na światowych rynkach (bardzo szybki wzrost gospodarczy Chin, wywołujący nierównowagę bilansów handlowych i kursów walutowych oraz ekstremalne ceny surowców). Analizując poszczególne obszary:

- **Światowy i polski wzrost PKB** – w latach poprzedzających kryzys 2008 r. światowa gospodarka rozwijała się w ponadprzeciętnym tempie – w szczególności PKB Chin rośnie o ponad 10% rocznie, a Polskie PKB – o 6-7% rocznie. W ostatnich latach PKB Chin rośnie o ok. 6-7% w skali roku, natomiast PKB Polski o 4-5%, wskazując na mniejsze ryzyko przegrzania. Jednocześnie od 2008 roku polska gospodarka wzrosła w ujęciu realnym o 37%, a nominalnym – 62%!
- **Struktura gospodarki** – w ciągu ostatnich 10 lat struktura polskiej gospodarki uległa dalszemu przesunięciu w kierunku usług (np. logistyki, ale też eksportu usług profesjonalnych – jak np. IT), logistyki oraz przetwórstwa przemysłowego (np. produkcja motoryzacyjna, maszynowa, produkcja dóbr konsumpcyjnych), przy zmniejszeniu udziału w rynku takich branż jak górnictwo.
- **Rynki akcji** – W latach poprzedzających kryzys 2008 roku większość światowych indeksów giełdowych rosła bardzo dynamicznie, w ślad za rozwojem gospodarczym oraz rozwojem sektora finansowego – kryzys spowodował ich radykalne spadki. W ostatnich latach większość kluczowych giełd, a zwłaszcza WIG, cechował powolny wzrost wycen, a obecnie są one w stagnacji lub powolnym spadku.
- **Ceny surowców** – Dynamiczny i surowcochłonny rozwój Chin w poprzedniej dekadzie spowodował szybkie wywindowanie cen surowców takich jak ropa, węgiel, rudy żelaza czy stal do ekstremalnych poziomów (cena baryłki ropy sięgała ponad 130 USD/bbl, ceny węgla energetycznego ponad 150 USD/t). Obecnie stopniowa transformacja chińskiej gospodarki oraz wolniejszy wzrost utrzymuje ceny surowców na niższych poziomach, choć były one w ostatnich kwartałach na ścieżce wzrostowej (cena ropy obecnie to ok. 80 USD/bbl, cena węgla energetycznego to ok. 100 USD/t).
- **Kursy walut** – nierównowaga z 2008 roku doprowadziła do zachwiania kursami walut. Dolar spadł do poziomu około 2 złotych, euro do poziomu 3 złotych, po czym wskutek kryzysu szybko odbiły do poziomu odpowiednio 4 i 5 złotych. Obecne notowania walut są na niższych i stabilniejszych poziomach.

- **Inflacja** – wzrost gospodarczy i inflacja cen surowców przełożyły się w latach 2008-2009 na szybki wzrost inflacji do poziomu 3-4%. Obecnie inflacja w Polsce utrzymuje się od 2017 roku na niskim poziomie 2%, z perspektywą nieznacznego wzrostu w najbliższych dwóch latach.
- **Stopy procentowe** – w latach 2007-2009 nierównowaga na rynkach walut i wysoka inflacja doprowadziły do konieczności utrzymywania przez NBP wysokiego poziomu stóp procentowych (stopa referencyjna na poziomie 3,5-6,0%, co skutkowało wysokimi oszczędnościami w depozytach i wysokim kosztem kredytów. Obecnie stopy referencyjne od 2015 r. są utrzymywane na niskim poziomie 1,5%, z perspektywą ich utrzymania w 2019 r.
- **Bezrobocie i wynagrodzenia** – mimo szybkiego wzrostu gospodarczego przed 2008 rokiem, bezrobocie w Polsce było na wyższym poziomie (6,7%) niż obecnie (3,6%). Uruchomienie lawiny kryzysu i silne spowolnienie gospodarcze doprowadziło do wzrostu bezrobocia do wysokiego poziomu 10% w 2012 r. Obecnie rekordowo niskie bezrobocie stanowi źródło wzrostu wynagrodzeń i dochodu rozporządzalnego – ewentualny wzrost bezrobocia musiałby być wyjątkowo silny, żeby zatrzymać obecną progresję wynagrodzeń.
- **Skala finansowania dotacjami UE** – o sile obecnej gospodarki świadczy również mniejsza skala finansowania dotacjami UE, świadcząca o większej „samodzielności” polskiej gospodarki. Roczne dotacje z UE w latach 2006-2008 wynosiły ponad 10 mld zł rocznie, obecnie wynoszą one przeciętnie 1,5-2,0 mld zł rocznie.
- **Zadłużenie Skarbu Państwa** – kryzys roku 2008 spowodował dynamiczny wzrost wskaźnika relacji zadłużenia Skarbu Państwa do PKB (przyrost z 44% w 2007 r. do 53% w 2010 r., a nawet 56% w 2013 r., przy czym poziom 60% jest granicą dla krajów chcących przyjąć walutę Euro). W 2017 r. nastąpiło zrównoważenie – mimo wprowadzenia kosztownych programów socjalnych – budżetu i ograniczenie zadłużenia do poziomu 50,6%, m.in. dzięki zwiększeniu dochodów SP o 35 mld zł przy wzroście wydatków o jedyne 15 mld zł. Obecnie po dwóch kwartałach 2018 r. saldo budżetu jest dodatnie, odmiennie od lat poprzedzających.
- **Zadłużenie gospodarstw domowych** – rozwój konsumpcji gospodarstw domowych w latach 2006-2008, zwłaszcza w zakresie zakupu nieruchomości, był nacechowany istotnym udziałem finansowania dłużnego, co skutkowało bardzo dynamicznym wzrostem ich zadłużenia (wzrost o ok. 100% w okresie 4. kw. 2006 – 4. kw. 2008, podczas gdy w okresie 2. kw. 2017 – 2. kw. 2018 wzrost wyniósł jedyne 8%). Typowy był wysoki udział kredytów denominowanych w walutach obcych o niższym oprocentowaniu (EUR, CHF) oraz akceptacja wskaźnika LTV > 100%. Zaburzenia gospodarcze po 2008 r. wpłynęły w tej sytuacji na ograniczenie dochodu rozporządzalnego (wzrost kursów walutowych). Obecnie udział finansowania dłużnego konsumpcji nie wskazuje na nadmierne zadłużenie dzięki zmianom systemowym – ograniczeniu maksymalnego LTV do 80%, praktycznemu zlikwidowaniu kredytów walutowych, wdrożeniu szeregu rekomendacji KNF dotyczących oferowania instrumentów finansowych.

Prognozy makroekonomiczne

Krótkoterminowe prognozy makroekonomiczne, tak polskiego NBP, jak i Komisji Europejskiej (KE), są optymistyczne, choć wskazują na nieznaczne spowolnienie rozwoju polskiej gospodarki do poziomu ok. 3,7-3,8% w 2019 roku oraz 3,5% w 2020 r., co nadal świadczy o ekspansji polskiej gospodarki, ale w mniej intensywnym wydaniu. Motorem napędowym, za KE, ma pozostać konsumpcja (napędzana

wzrostem wynagrodzeń), jak i wzrost inwestycji publicznych (napływ środków z UE) i prywatnych (ze względu na rosnące wykorzystanie istniejących mocy produkcyjnych).

Niższe tempo wzrostu ma być pochodną kilku obiektywnych czynników, które stawiają potencjalną barierę przed utrzymaniem szybszego wzrostu, które jednakże nie sygnalizują w chwili obecnej ryzyka kryzysu skutkującego załamaniem gospodarczym oraz wzrostem bezrobocia:

- **Brak pracowników** – polska gospodarka, podobnie jak w sąsiadujących krajach, boryka się obecnie z istotnym niedoborem pracowników i wzrostem dostępnych wakatów. Stawia to barierę przed utrzymaniem wysokiego tempa wzrostu PKB, wymuszając ściąganie pracowników zza granicy, ale jednocześnie - pozytywnie dla rynku wynajmu mieszkań - będzie utrzymywało pozytywną presję na wzrost wynagrodzeń (NBP prognozuje utrzymanie tempa wzrostu na poziomie 7%) i dochodu rozporządzalnego, który ułatwi wzrost czynszów najmu, ale też przełoży się na wzrost kosztów budowy budynków.
- **Wzrost inflacji** – kolejną barierą dla utrzymania szybkiego wzrostu będzie wzrost cen w gospodarce, napędzany m.in. wzrostem wynagrodzeń, jak i energii (ceny hurtowe energii elektrycznej w Polsce wzrosły w 2. poł. 2018 r. o prawie 80%). Obecne prognozy wskazują na wzrost inflacji z niecałych 2% w 2018 r. do ok. 2,7-2,8% w 2019 r. - wskutek wzrostu cen surowców i wynagrodzeń. Czynniki te będą stwarzały dalszą presję na wzrost kosztów wytworzenia nowych budynków.
- **Ograniczone moce produkcyjne** – ograniczone inwestycje w rozwój mocy produkcyjnych polskich przedsiębiorstw i szybki wzrost PKB przyczyniły się obecnie do wzrostu stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw do poziomu 84% w 2. kw. 2018 r. (wzrost z ok. 81% w 2017 r.). Czynniki te będą ograniczały krótkoterminowe możliwości zwiększenia produkcji (a więc i np. eksportu), ale z drugiej strony będzie wymuszały zwiększenie inwestycji ze strony przedsiębiorstw w celu zaspokojenia wyższego popytu.
- **Wolniejsze tempo rozwoju gospodarki światowej i kluczowych rynków eksportowych** – obecne prognozy wskazują na nieznaczne spowolnienie rozwoju globalnego PKB (jesienna edycja prognoz MFW zakłada obniżenie światowego wzrostu do 3,7% w 2019 r., po rewizji prognozy z poziomu 3,9%), w szczególności w strefie Euro (spadek z 2,4% w 2017 r. do 2,0% w 2019 r.). Wskazuje się, że przyczyny tego leżą zarówno w ogólnorynkowych problemach w pozyskaniu pracowników, jak i w działaniach protekcyjnych, wywołanych przez wprowadzenie ceł importowych przez USA wobec szeregu krajów, jak i wprowadzeniu zwrotnych ceł przez te kraje.

Jednocześnie pozytywnym sygnałem dla Polski jest stopniowa zmiana postrzegania ryzykowności naszej gospodarki przez agencje ratingowe – przykładowo 12 października 2018 r. agencja Standard & Poor podniosła rating Polski z BBB (najniższy poziom inwestycyjny) na poziom A- z perspektywą stabilną. Analogicznie raport World Economic Forum z 2018 dotyczący konkurencyjności gospodarek przesunął Polską gospodarkę z pozycji 39. na 37.

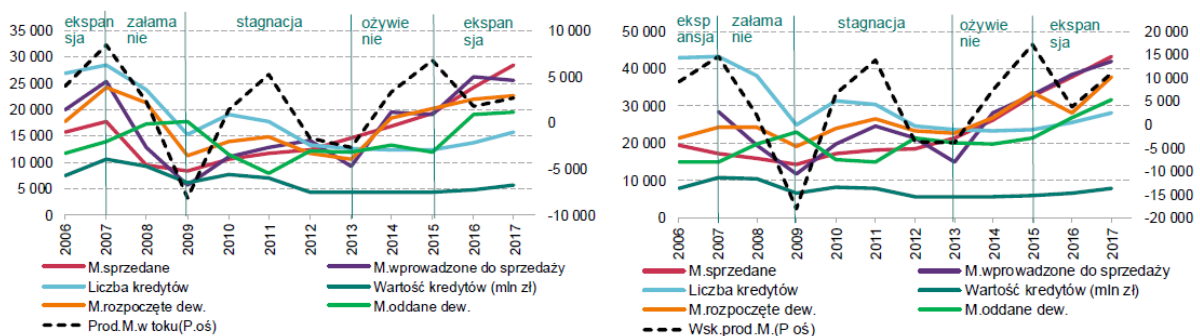
Podsumowując, nie ma obecnie sygnałów wskazujących na istnienie systemowych ryzyk dla polskiej gospodarki (jak kryzys finansowy z 2008 roku, załamanie na rynkach kryptowalut, czy też problemy z obligacjami korporacyjnymi GetBack), niemniej oczywiście pojawienie się nowego, hipotetycznego obecnie źródła potencjalnego kryzysu - globalnego (np. radykalne pogłębienie działań protekcyjnych ze źródłem w USA), regionalnego (np. kryzys zadłużeniowy wybranych krajach UE) lub krajowego (np. upadek jednego z banków komercyjnych).

2. Sytuacja na rynku nieruchomości – czy ceny mieszkań zwariowały?

Częstą reakcją na ostatnie wyniki przetargów mieszkaniowych, w jakich startują Inwestorzy Mzuri, czy też na oferty z rynku deweloperskiego, jest jeden komentarz – rynek zwariował i czeka nas załamanie cen. Czy aby na pewno? Czy obecna sytuacja jest podobna do kryzysu z 2008 roku? Dane z rynku nieruchomości pokazują, że do analogicznego kryzysu jest jeszcze daleko, a w najbliższym roku lub nawet dwóch należy oczekiwać dalszego wzrostu cen.

Rynek nieruchomości jest na pewno cykliczny – jego fazy dzielą się na etapy stagnacji, ożywienia, ekspansji oraz załamania. Obserwując zachowania polskiego rynku mamy do czynienia z ekspansją trwającą od 2016 roku (dwa lata). Poprzedni okres ekspansji trwał przez szereg lat aż do 2008 roku, kiedy na skutek ogólnoswiatowego kryzysu nastąpiło załamanie. O ile, jak opisałismy w rozdziale 1., nie widać obecnie oznak analogicznego kryzysu w polskiej i ogólnoswiatowej gospodarce, to czy na pewno nie ma oznak nierównowagi sektora nieruchomości mieszkaniowych w Polsce?

Cykl mieszkaniowy w Polsce od 2006 (lewy wykres – Warszawa, prawy – 6 największych miast bez Warszawy)



Źródło:

NBP, Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2017 r.

Popyt na mieszkania

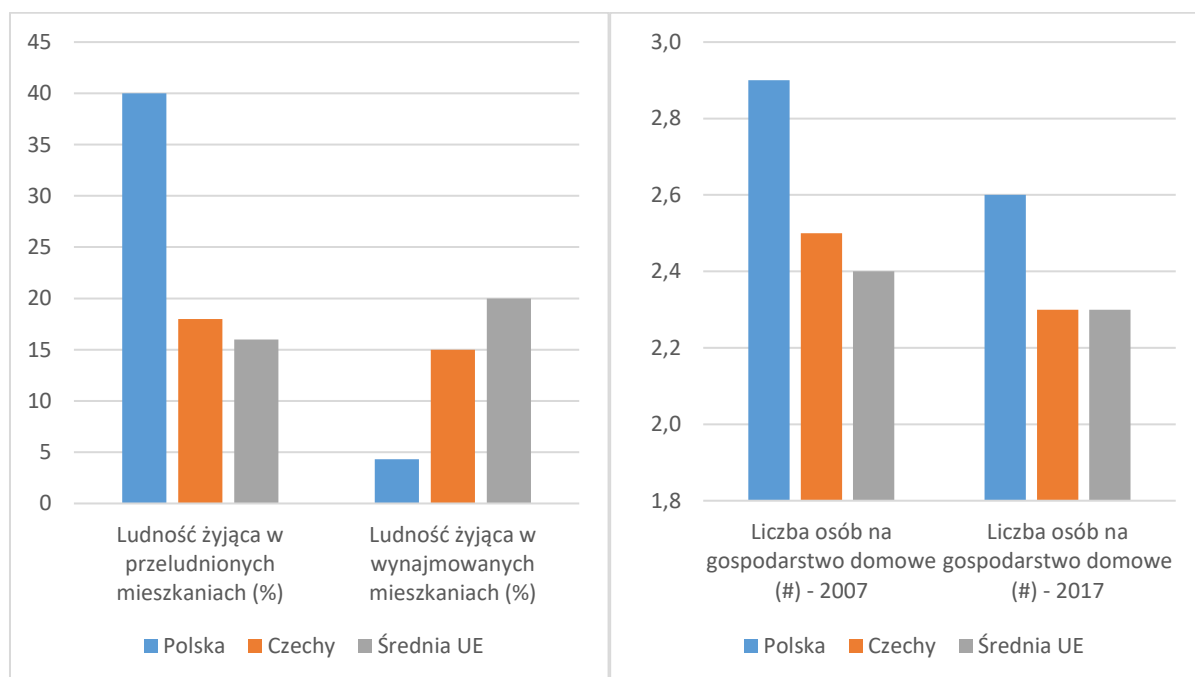
Pierwsze pytanie na które warto odpowiedzieć, analizując obecny rynek nieruchomości mieszkaniowych, to kwestia czy na pewno potrzebnych jest tyle mieszkań, zwłaszcza na wynajem, w Polsce i czy nie dojdzie do sytuacji ich nadpodaży?

Tutaj odpowiedź jest bardzo prosta – zdecydowanie przez najbliższe 10 lub więcej lat taka sytuacja nie nastąpi. Wskazują na to trzy statystyki:

- **Udział ludności żyjących w przeludnionych mieszkaniach** – według danych Eurostatu, w 2016 roku Polska należała do czołówki krajów UE w zakresie populacji żyjącej w przeludnionych mieszkaniach (niedobór izb na osobę, na parę etc.). Średnia UE wyniosła w tym roku 16,6%, średnia strefy Euro – 12,3%. Sąsiadujące z nami Niemcy – 7,2%, Czechy – 17,9%. **Polska – aż 40,7%!** Oznacza to, że 23% mieszkańców Polski musiałoby zmienić miejsce zamieszkania, aby dojść do poziomu Czech!

- Średnia liczba osób w gospodarstwie domowym** – pochodną powyższej statystyki jest liczba osób zamieszkujących w jednym gospodarstwie domowym. Średnia UE w 2017 wyniosła 2,3 osoby, wartość dla Polski (jedna z najwyższych w UE) – 2,6 osoby. Co ważne, wskaźniki te ulegają zmniejszeniu – wraz ze starzeniem się społeczeństwa, zmianami w podejściu do mieszkania (szybsze wyprowadzanie się od rodziców) i migracji. Dla Polski wskaźnik ten w 2007 roku wynosił 2,9 osoby, pokazując szybki trend zmniejszania się przeciętnego gospodarstwa domowego i wzrostu ich liczby – a więc wzrostu popytu na mieszkania. Aby polskie gospodarstwa domowe dorównały poziomowi średniej UE (oraz sąsiadujących Czech) powinno pojawić się w Polsce około 2 mln nowych gospodarstw domowych, a więc i mieszkań.
- Udział populacji wynajmującej mieszkania** – trzecim czynnikiem, specyficznym dla rynku wynajmu, jest udział mieszkańców wynajmujących mieszkania. I tak w Polsce wynosił on w 2017 r. 4,3% (prawie dwa razy więcej niż w 2008 r. – wzrost!), podczas gdy udział ten w Czechach wynosił 15%, na Słowacji – 9%, a przeciętnie w całej Unii Europejskiej około 20%. Oznacza to, że przy zachowaniu obecnego trendu, od dwóch do czterech razy więcej osób może poszukiwać mieszkań na wynajem w ciągu najbliższych lat. Jest to szczególnie obecnie wspierane przez napływ migrantów zza granicy, przyjeżdżających do Polski w celach zarobkowych.

Kluczowe statystyki mieszkaniowe w Polsce w porównaniu do Unii Europejskiej, 2017



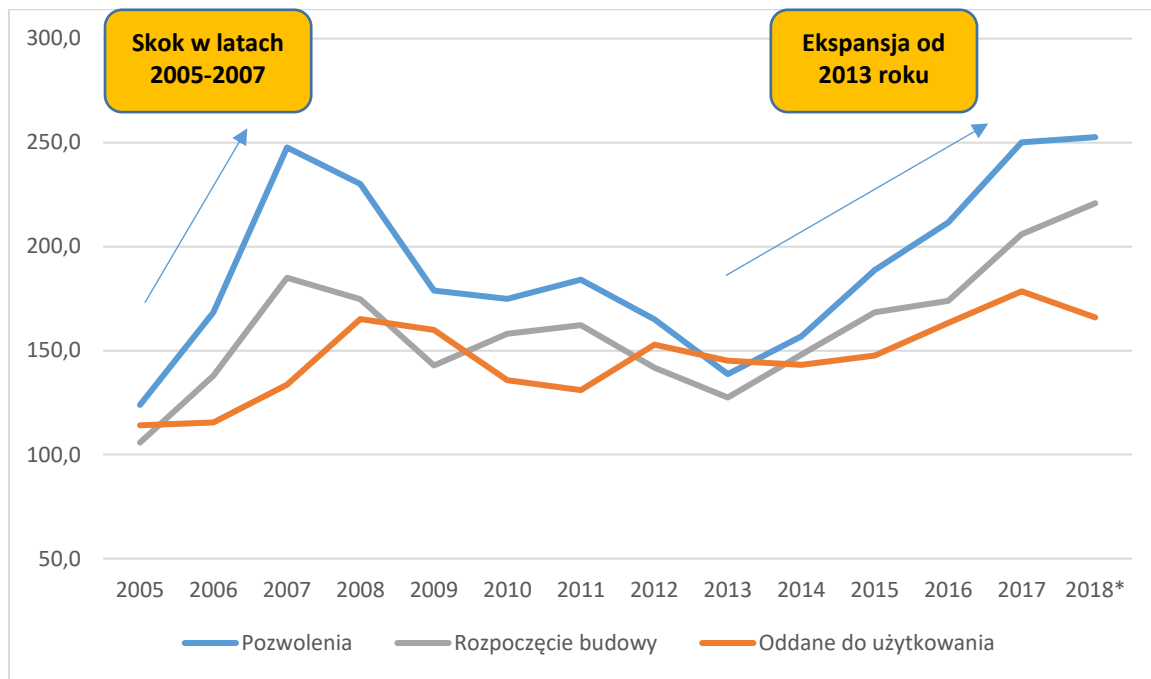
Źródło:

Opracowanie własne na bazie Eurostat

Podaż pierwotna mieszkań i sytuacja deweloperów

Drugie pytanie, jakie powstaje, to czy deweloperzy nie budują obecnie zbyt wielu mieszkań w odniesieniu do zapotrzebowania. Aby odpowiedzieć na to pytanie, należy na sytuację popytową strukturalnego niedoboru mieszkań nałożyć statystyki związane z budownictwem mieszkaniowym.

Kluczowe statystyki dotyczące budowy mieszkań w Polsce, 2005 – 2018 (tys.)



Źródło:

Opracowanie własne na bazie GUS

* Wartość dla 2018 przybliżona jako w oparciu o dynamikę 1. poł. 2018 wobec 1 poł. 2017

W ujęciu krótkoterminowym, mamy obecnie do czynienia z rosnącą aktywnością deweloperów w zakresie pozyskiwania pozwoleń na budowę. Liczba wydanych pozwoleń sięgnęła obecnie poziomu 250 tys. z lokali, czyli tyle samo ile wydano ich w 2007 roku. Jednakże co istotne, wzrost ten następował systematycznie, bez radykalnych skoków, jak miało to miejsce w latach 2005-2007 (pozyskanie pozwoleń na ponad 120 tys. lokali w dwa lata). Innymi słowy, obecna aktywność deweloperów jest zaplanowana, a nie wynika z potrzeby chwili – jednocześnie jest też efektem odmrożenia prac nad pozyskaniem pozwoleń dla projektów, które czekały na uruchomienie od 2013 roku („dołek” w pozyskiwaniu pozwoleń).

Jeśli chodzi o liczbę rozpoczętych budów, również mamy do czynienia z powolnym wzrostem skali aktywności o 15-25 tysięcy mieszkań rocznie w ostatnich pięciu latach. W okresie 2005-2007 przyrost ten był znacznie bardziej dynamiczny (wzrost o 70 tysięcy w dwa lata) i wynikał z wysokich zysków realizowanych przez deweloperów. Obecnie powolny wzrost jest objawem rozwoju organicznego tej branży, a nie koniunkturalnej pogoni za zyskami. Spostrzeżenia te dokumentują statystyki dotyczące rentowności branży deweloperskiej – o ile w latach 2007-2008 deweloperzy cieszyli się wysokimi

zyskami dzięki rosnącym cenom, to obecnie zyski deweloperów są w co najlepszym razie utrzymywane na stałym (niższym niż w latach 2007-2008) poziomie, a wzrosty cen stanowią jedynie odzwierciedlenie wzrostu kosztów gruntów i budowy budynków. Reasumując, sytuacja z lat 2007-2008 wynikała z nierównowagi rynku wywołanej niezdrowym popytem, natomiast na obecne ceny mieszkań deweloperskich ma wpływ głównie inflacja kosztów budowy.

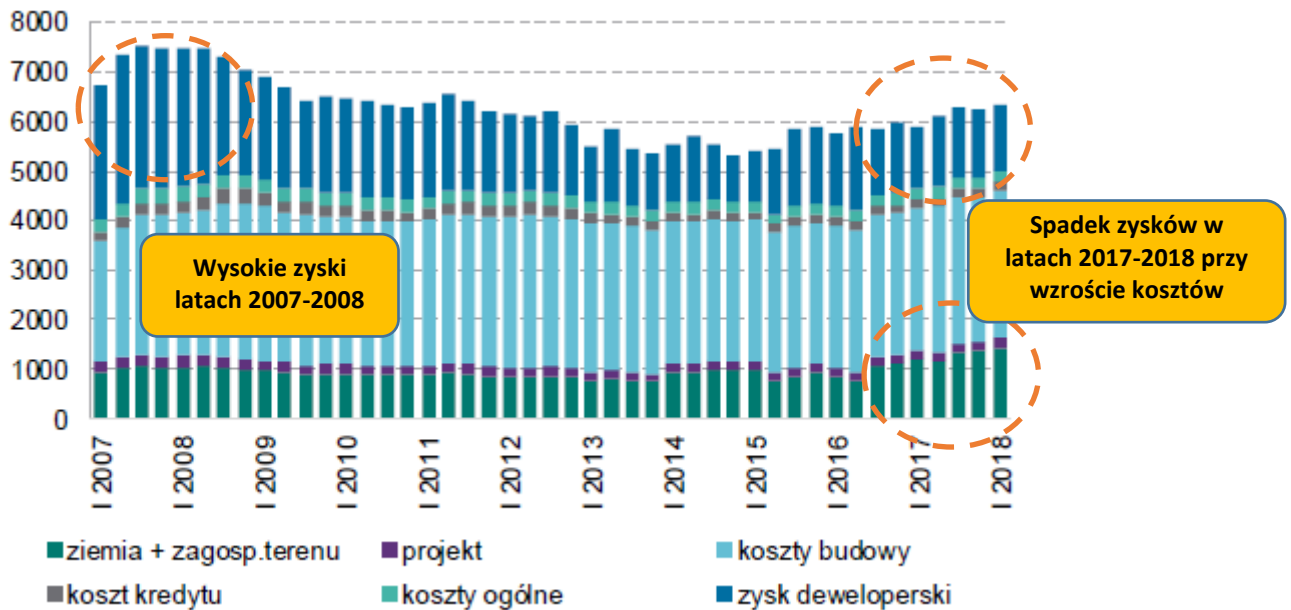
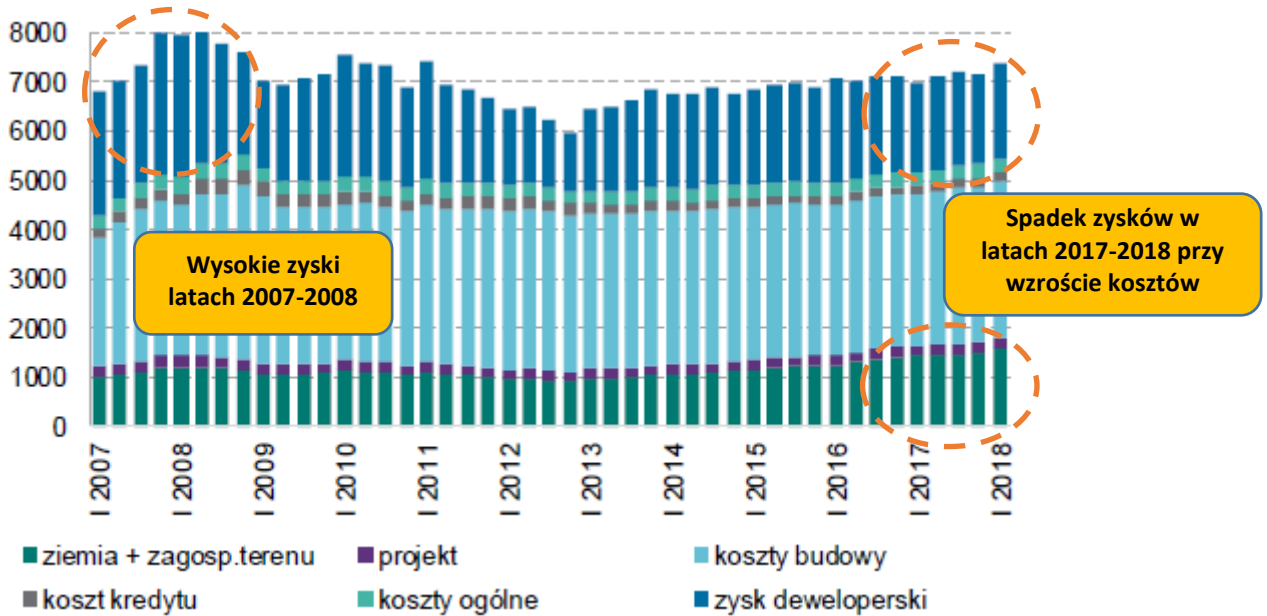
Sam rynek reaguje na wzrosty cen w sposób oczekiwany, mianowicie spada sprzedaż mieszkań deweloperskich, co można zaobserwować w spadającej liczbie mieszkań oddanych do użytkowania w 2018 r. Wynika to m.in. z problemów deweloperów w kończeniu budów (trudności na rynku budowlanym), jak i krótkoterminowego spadku popytu ze względu na rosnące ceny (czyli rynek nie akceptuje elastycznie dowolnego wzrostu cen) Popyt ten najpewniej powróci, jak tylko do rynku dotrze przeświadczenie o trwałości wzrostu cen mieszkań.

Szacuje się, że obecny niedobór mieszkań wynosi ok. 2 mln (przy zastosowaniu wskaźnika liczby osób na gospodarstwo domowe). Przy obecnym poziomie produkcji nowych mieszkań (w 2017 r. oddano do użytkowania 178 tysięcy mieszkań), potrzeba ponad 11 lat nieprzerwanej budowy mieszkań aby lukę tę zapełnić. Sytuacji tej nie zmieni program Mieszkanie+, który na chwilę obecną zakłada rozpoczęcie budowy jedynie 100 tys. mieszkań.

Oczywiście na lokalnych rynkach wskaźnik ten może różnie się kształtować. W 2017 roku w Warszawie było oddanych 11% mieszkań z łącznej produkcji mieszkań w Polsce, a w kluczowych miastach Polski (Warszawa, Kraków, Gdańsk, Wrocław, Poznań) zaś 28%. Oznacza to koncentrację w miejscach, które cechują się dużymi rynkami pracy przyciągającymi migrację wewnątrz krajową i zza granicy.

Struktura ceny mieszkania na rynku pierwotnym (cena transakcyjna netto)

górný wykres: Warszawa, dolný wykres: Kraków



Źródło:

NBP, Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2017 r.

Ceny nieruchomości

Skoro popyt na mieszkania powinien utrzymać się przez kolejne lata, a ich produkcja nie rośnie w nadmiernym tempie, to trzecim pytaniem jakie należałoby zadać – to, czy obecne ceny mają uzasadnienie i czy nie są sygnałem tzw. „bańki” na rynku nieruchomości? Aby móc odpowiedzieć na to pytanie, trzeba rozważyć następujące kwestie:

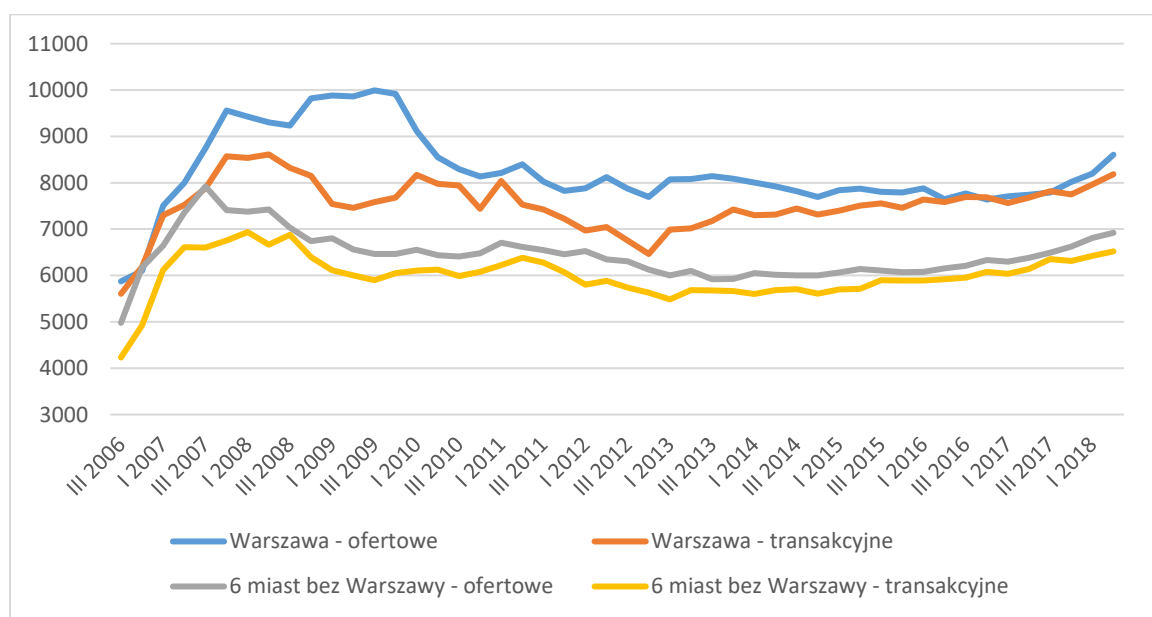
- Jak bardzo oczekiwania cenowe deweloperów odbiegają od faktycznych transakcji?
- Czy dynamika cen nie wskazuje na niezdrowe mechanizmy rynkowe?
- Czy ceny w Polsce nie są za wysokie w odniesieniu do innych krajów?
- Jak obecne ceny mają się do cen z okresu przed kryzysem z 2008 r?
- Czy ceny ofertowe mają uzasadnienie w kosztach budowy?
- Czy ceny znajdują odzwierciedlenie w czynszach?

Pierwszym miernikiem sytuacji cenowej jest porównanie oczekiwań deweloperów, w stosunku do rzeczywistych cen zakupu mieszkań. Duża rozpiętość tych kwot wskazuje na spekulacyjne zachowanie deweloperów („wystawiam absurdalnie wysoką cenę, pewnie na niektóre mieszkania znajdę chętnego, a resztę będę rabatować, bo mogę zejść z zysku”).

Natomiast zbieżność cenowa ofert deweloperskich z cenami faktycznie obowiązującymi na rynku dowodzi, że deweloperzy określają koszty mieszkań w miarę rzetelnie, w odniesieniu do faktycznej ich wartości i kosztów wytworzenia, a kupujący akceptują je akceptują („wystawiam realistyczną cenę, ale już nie mogę jej obniżyć bo będę realizować straty”).

Pierwsza z tych sytuacji miała miejsce, w latach 2006-2008, a druga ma miejsce obecnie.

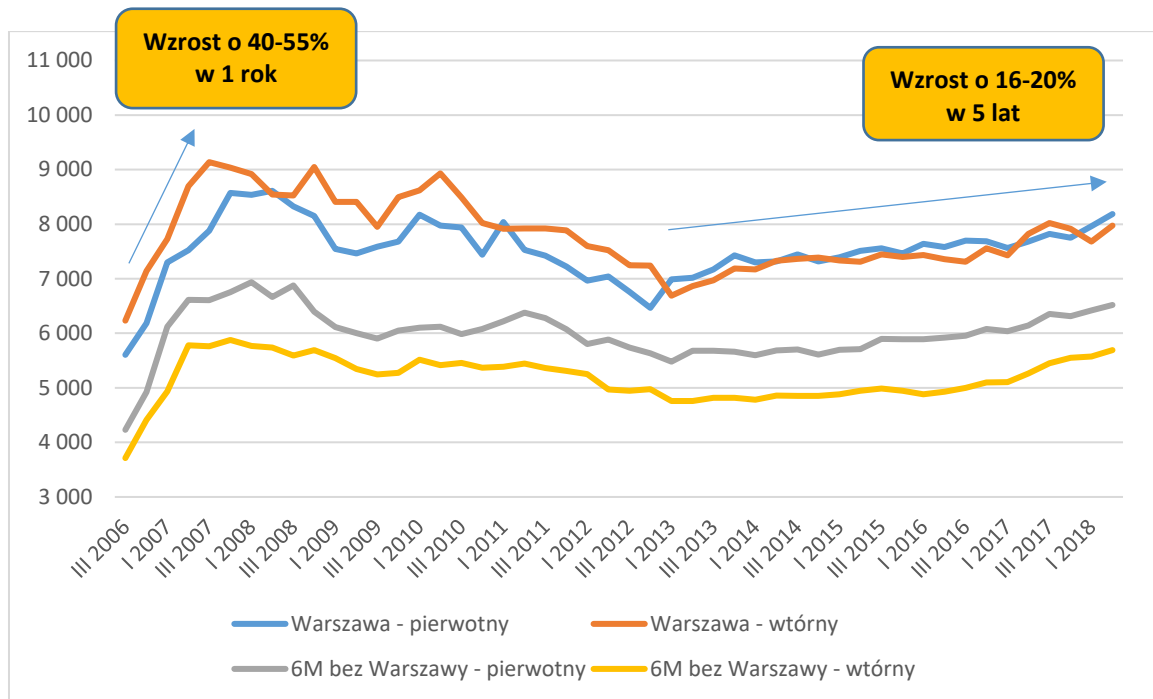
Ceny ofertowe i transakcyjne, rynek pierwotny w kluczowych miastach Polski, 3. kw. 2006 – 2. kw. 2018 (PLN/m²)



Źródło: Opracowanie własne na bazie NBP.

Drugie pytanie odnosi się do dynamiki cen – szybkie wzrosty sugerują popyt spekulacyjny, powolny wzrost – dostosowania rynkowe. Obserwując sytuację cenową przed kryzysem i w chwili obecnej widać zupełnie odmienne sytuacje. W latach 2006-2007 (**jeden rok**) ceny transakcyjne na warszawskim rynku pierwotnym wzrosły o 41%, a na wtórnym – 47%! W pozostałych sześciu największych miastach wzrosty wyniosły odpowiednio 56% i 55%. Natomiast w ciągu ostatnich **pięciu lat** (2. kw. 2018 r. wobec 2. kw. 2013 r.) ceny transakcyjne w Warszawie wzrosły o 17% (rynek pierwotny) i 16% (rynek wtórny). Poza Warszawą wzrosty wyniosły odpowiednio 19% i 20%. Trudno w takiej sytuacji mówić o galopującym wzroście cen.

Ceny transakcyjne w kluczowych miastach Polski, 3. kw. 2006 – 2. kw. 2018 (PLN/m²)

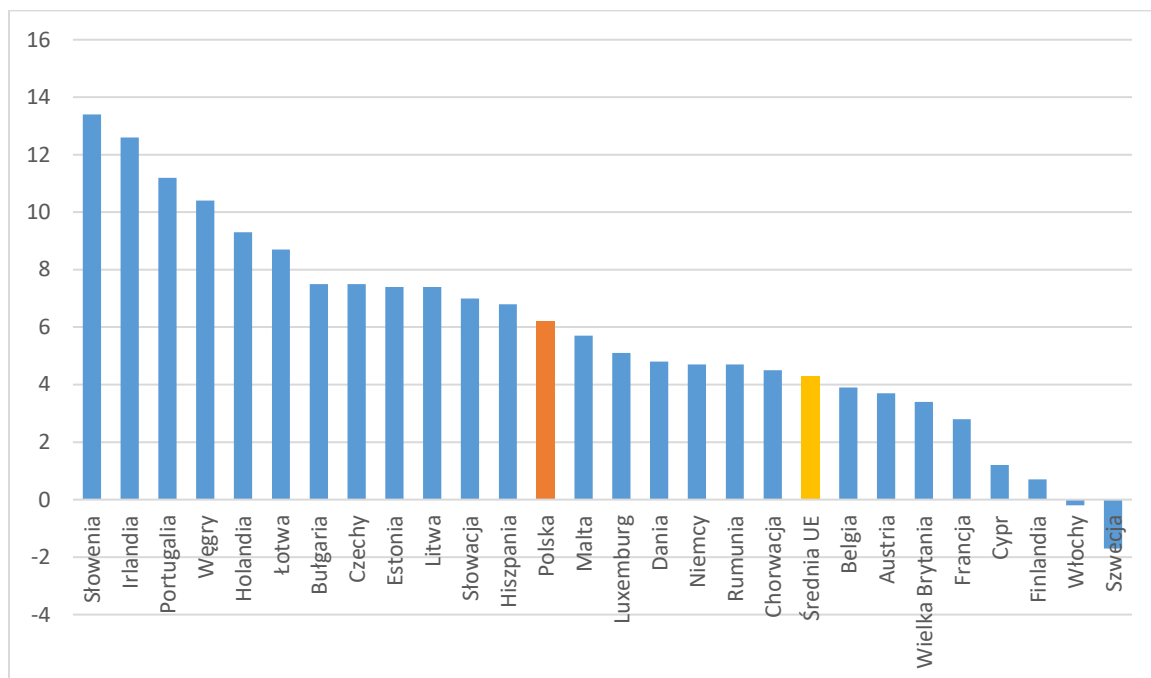


Źródło:

Opracowanie własne na bazie NBP.

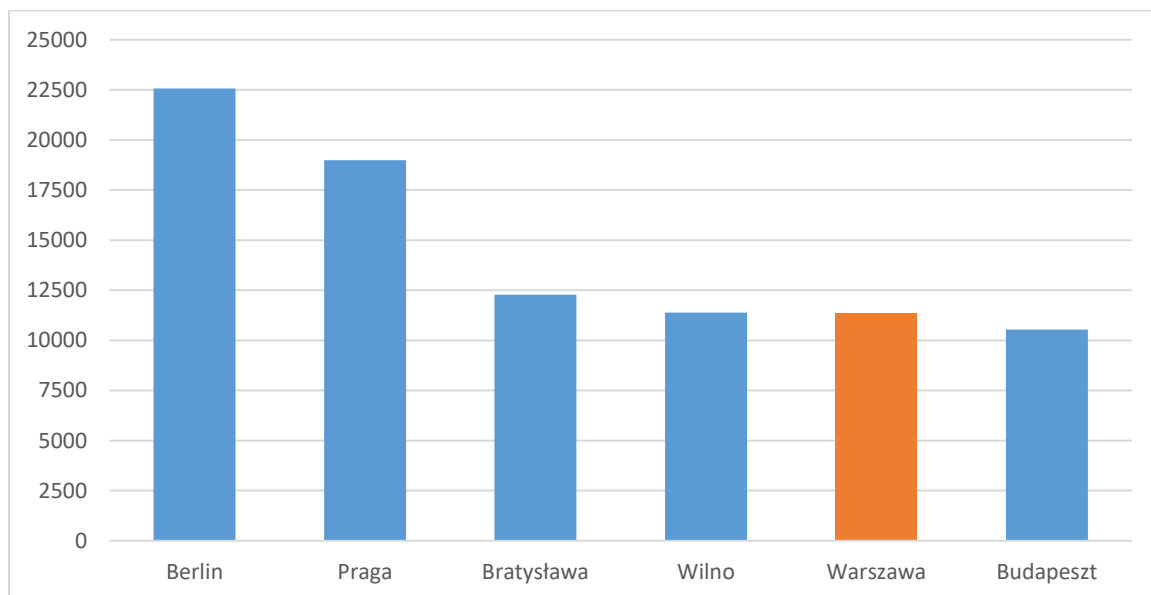
Nie mniej warto postawić pytanie, czy na tle innych rynków Polska nie jest rynkiem o wyjątkowo wysokiej dynamice cen nieruchomości. Spojrzenie na dane statystyczne pokazuje, że na tle pozostałych krajów unijnych wzrost cen mieszkań deweloperskich w Polsce jest raczej umiarkowany, a ceny nieruchomości nadal są niższe niż w sąsiednich krajach unijnych (z wyjątkiem Budapesztu).

Dynamika ceny transakcyjnych w UE, 2. kw. 2017 wobec 2. kw. 2018 (% zmiana rok do roku)



Źródło: Eurostat.

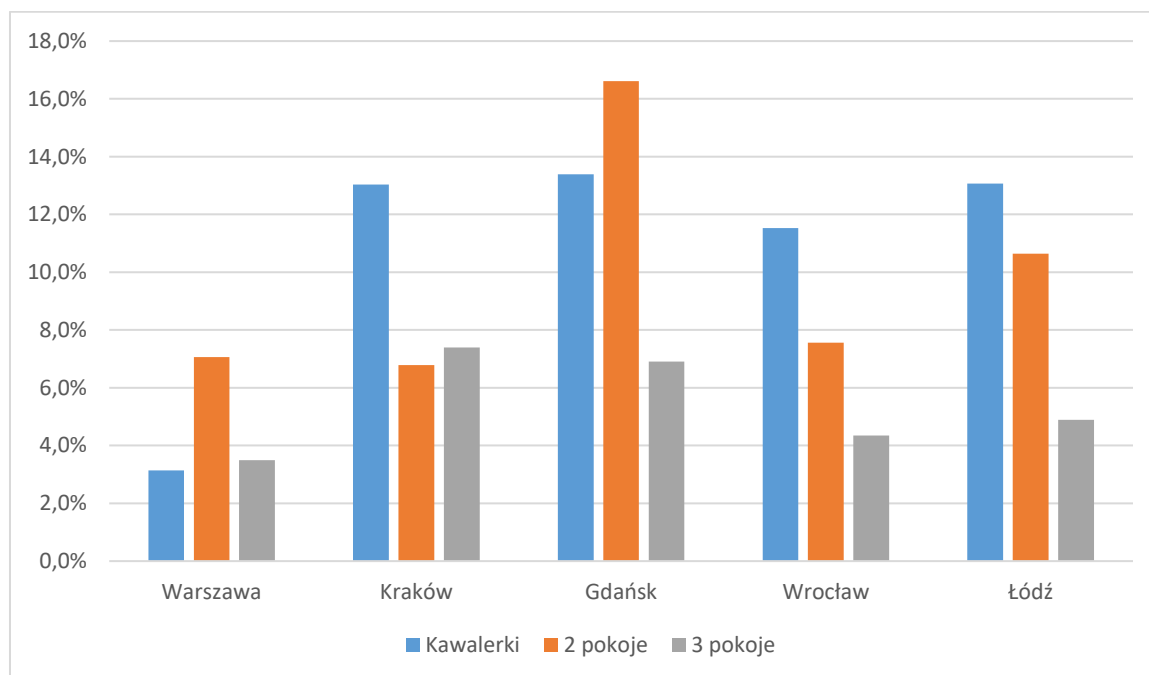
Cena metra kwadratowego kawalerki w centrum miasta (PLN/m²)



Źródło: Numbeo (09.10.2018).

Warto zwrócić uwagę, że ceny poszczególnych segmentów mieszkań mogą w niektórych lokalizacjach rosnąć szybciej niż w innych. Takim przykładem mogą być kawalerki, których ceny są wyższe w miastach, gdzie jest popyt na najem krótkoterminowy np. w Krakowie. W miastach, gdzie jest spore zainteresowanie mieszkaniami dla pracowników korporacji, widać silniejszy popyt na mieszkania dwupokojowe – np. w Gdańsku, czy w Warszawie. Ich zakup dzisiaj, mimo niższej rentowności na wynajmie, skutkuje większym zyskiem z tytułu wzrostu wartości.

Dynamika ceny transakcyjnych w wybranych miastach Polski, 2. kw. 2017 – 2. kw. 2018 (PLN/m²)

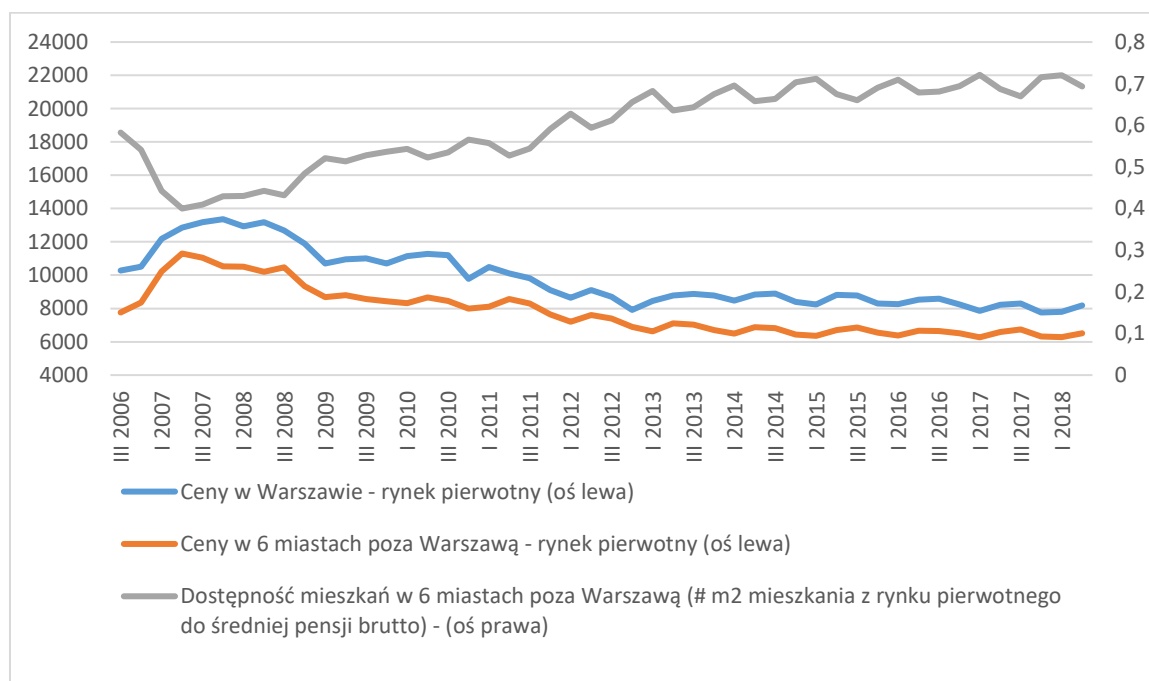


Źródło:

Opracowanie własne na bazie AMRON.

Choć ceny transakcyjne są obecnie nadal poniżej cen z lat 2007-2008, to ceny ofertowe powoli zbliżają się do poziomu z tego okresu. Czy jest to już oznaka kryzysu i nieracjonalności, czy jednak nie? Jak opisaliśmy w rozdziale 1, obecne wynagrodzenia nominalne są o ponad 50% wyższe niż były w 2008 roku. W efekcie, nie można wprost porównywać cen z tych okresów. Gdybyśmy przy dzisiejszych wynagrodzeniach mieli do czynienia z historycznymi cenami, to od 2013 roku ceny przestały spadać i utrzymują się mniej więcej na podobnym poziomie co wynagrodzenia. Innymi słowy, Polaków stać nadal na tyle samo metrów za jedno wynagrodzenie od kilku lat. Potwierdza to ranking EMF Hypostat z 2018 roku, według którego Polska była 3. krajem w Unii Europejskiej, w którym nastąpiła największa poprawa dostępności mieszkań (siła nabywczą jeden średniej pensji, szary wykres poniżej).

Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym w kluczowych miastach Polski w ujęciu stałych wynagrodzeń z 2. kw. 2018, 3. kw. 2006 – 2. kw. 2018 (PLN/m²)



Źródło:

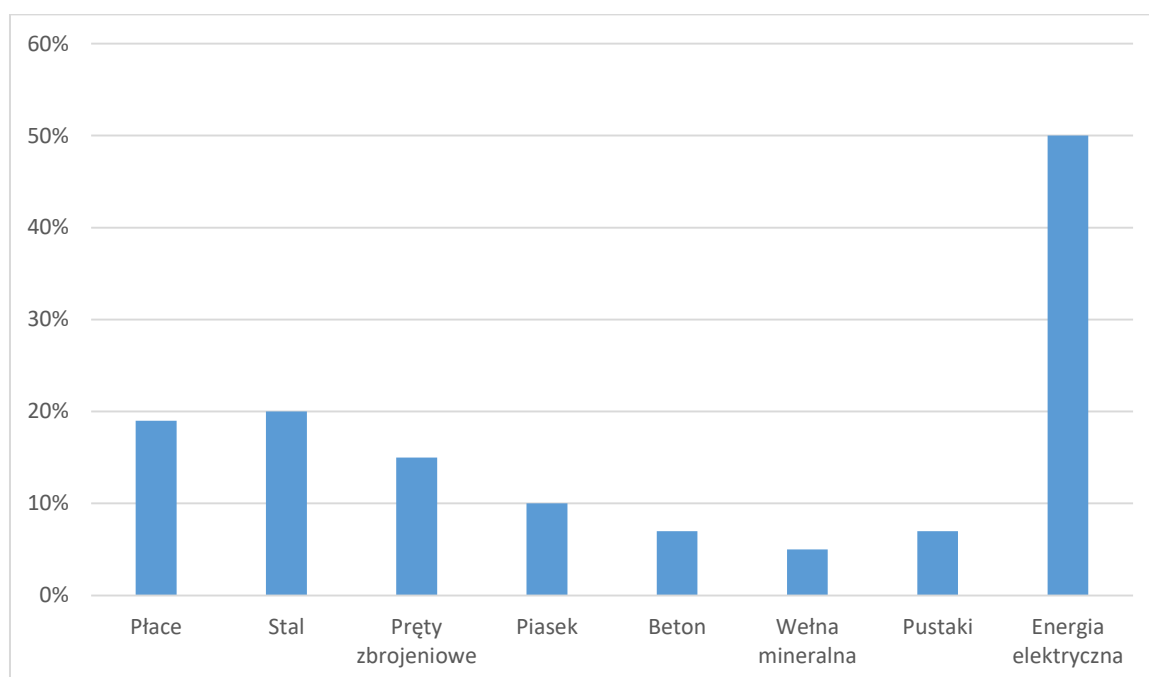
Opracowanie własne na bazie NBP.

Jak już kilkakrotnie wspomniano w niniejszym raporcie, bieżące wzrosty cen mają głównie podłoże we wzroście kosztów wytworzenia mieszkań, które są m.in. napędzane wzrostami wynagrodzeń, ale także i kosztów materiałów, jak i kosztów pozyskania gruntów na których budynki są usadawiane. Statystyki z rozdziału 1. Pokazały, że wzrost wynagrodzeń w gospodarce ogółem wynosił w ostatnich latach ponad 6-7% – w sektorze budowlanym dynamika ta jest jednak szybsza – wg GUS tylko w okresie sierpień 2017 do sierpnia **2018 wynagrodzenia pracowników budownictwa wzrosły o aż 10%** (19% od 2016 roku)! Jak wskazują prognozy, nie widać oznak zahamowania wzrostów wynagrodzeń w 2019 roku.

Mniej więcej w podobnym okresie podrożały także ceny kluczowych materiałów budowlanych, zarówno na skutek zwiększonego zapotrzebowania ze strony sektora budowlanego (w tym zwłaszcza infrastrukturalnego), jak i na skutek wzrostu kosztów ich produkcji (tak wynagrodzeń, jak

i kluczowych wsadów – rudy żelaza i koksu dla stali, energii elektrycznej dla większości produktów) – w ostatnich 24 miesiącach, za Intercenbud i Wirtualnym Nowym Przemysłem, ceny stali surowej wzrosły o ok. 20%, prętów zbrojeniowych – ok. 15%, piasku – ok. 10%, betonu – ok. 7%, wełny mineralnej – ok. 5%, pustaków – ok. 5-10%. Prognozy makroekonomiczne wskazują, że rok 2019 będzie skutkował przyspieszeniem inflacji wywołanej wzrostem kosztów surowców – ten sam powód przyczyni się do wzrostu jednostkowych kosztów produkcji materiałów budowlanych, w szczególności będzie to wzrost cen hurtowych energii elektrycznej o ok. 50% w skali roku.

Szacunkowe wzrosty kosztów kluczowych materiałów budowlanych i podstawowych czynników produkcji, 2016-2018 (%)

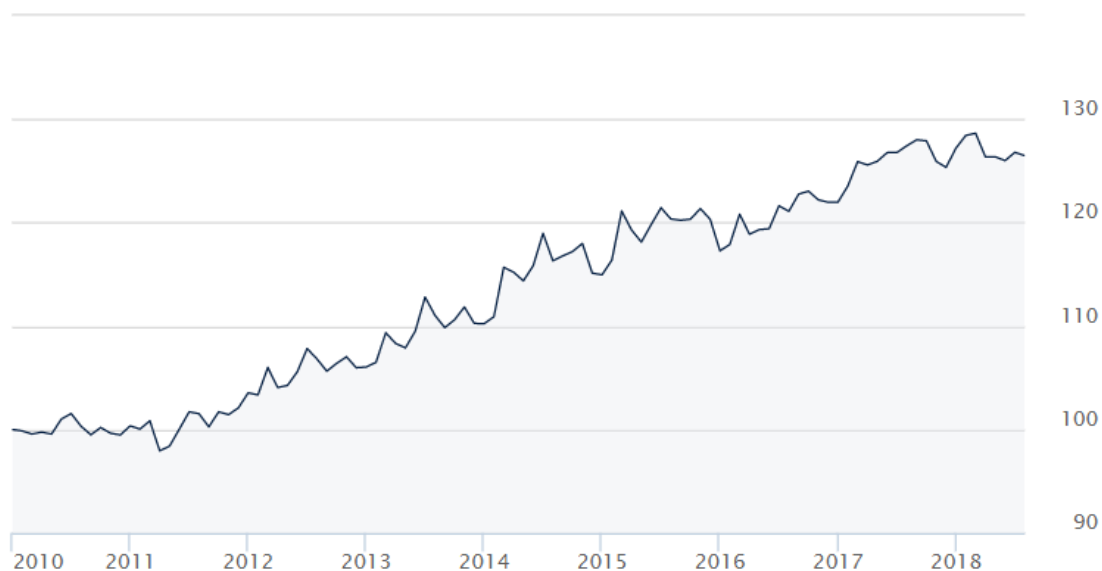


Źródło:

TGE, WNP/Intercenbud.

Wreszcie rosną też koszty gruntów, jak pokazują statystyki Bankiera i UrbanOne (przyrost cen gruntów o ok. 25% od 2011 roku) oraz analizy NBP (przyrost kosztów gruntów w kosztach sprzedawanych mieszkań na kluczowych rynkach w latach 2016-2018). Przyrosty te wynikają z kilku czynników – jest to oczywiście wzrost popytu na grunty w celu uruchamiania kolejnych budów, jak też prosty fakt, że podaż gruntów jest skończona i stopniowo muszą one drożeć wraz z zabudowywaniem miast. Przyczyną jest również ograniczenie możliwości wykorzystania gruntów rolnych, wprowadzone przez obecny rząd na przełomie 2015/2016. Co więcej, obecne ceny sprzedaży deweloperów są pochodną cen gruntów nabywanych w ostatnich 2-5 latach (tyle czasem trwa proces uzyskania pozwolenia na budowę). Na skutek tego mechanizmu przez kolejne kilka lat będziemy odczuwać w cenach mieszkań na rynku pierwotnym obecnych wzrostu cen gruntów.

Indeks cen transakcyjnych gruntów UrbanOne (2010 = 100)

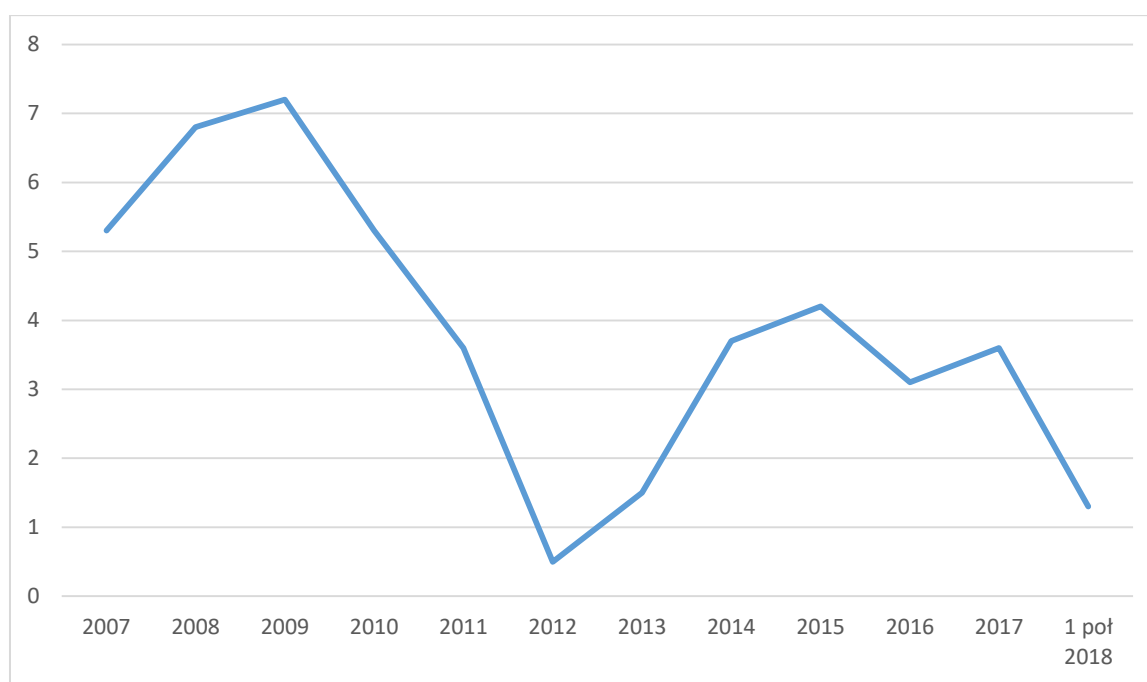


Źródło:

Bankier/ UrbanOne (09.10.2018).

W efekcie szybko rosnących kosztów budowlanych, mimo podnoszenia cen przez deweloperów, zyski deweloperów nie rosną, a nawet się kurczą (co potwierdzają raporty NBP). Analogiczny efekt jest obserwowany wśród firm budowlanych, które mimo dyktowania wyższych cen w kolejnych kontraktach zgłaszają istotne problemy w pozyskaniu pracowników do realizacji projektów (więcej muszą płacić za pozyskanie pracowników i ich pracę) oraz mają obecnie istotne problemy z utrzymaniem rentowności, co prezentuje poniższy wykres. Kontrakty obecnie realizowane były wyceniane rok czy dwa lata temu. Pokłosem tego jest stopniowe podnoszenie kosztów w nowych wycenach i brak przestrzeni na spadek cen mieszkań. Jest to także czynnik ryzyka dla utrzymania obecnej produkcji mieszkań – upadłości przedsiębiorstw budowlanych i deweloperów może ograniczyć podaż mieszkań, co przyczyniłoby się do lokalnych wzrostów cen.

Wskaźnik rentowności sprzedaży firm budowlanych w Polsce (%)



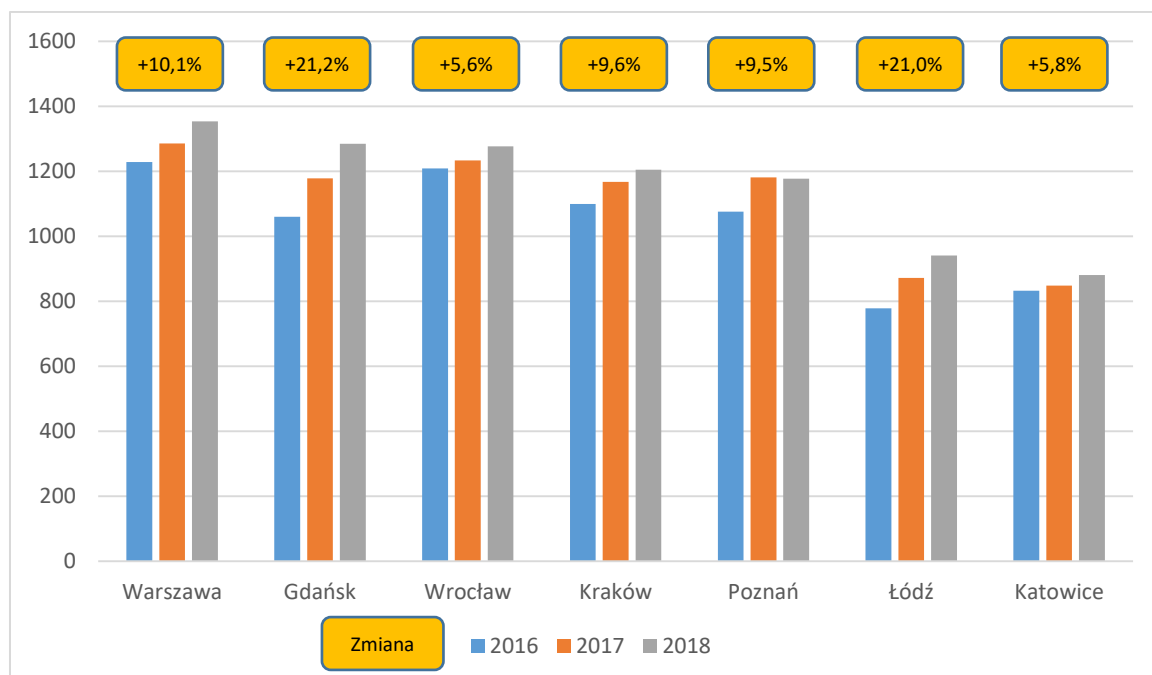
Źródło:

Opracowanie własne na bazie GUS.

Wreszcie ostatnim argumentem przemawiającym za tym, że obecne ceny nieruchomości mieszkaniowych nie są oderwane od fundamentów, jest spojrzenie na dynamikę czynszów najmu. Czynsze najmu są kształtowane przede wszystkim przez cenę najbardziej alternatywnego rozwiązania problemu mieszkania, czyli jego zakupu, a ten jak już wskazywaliśmy rośnie (zresztą dla części najemców zakup nie jest preferowaną opcją – dla osób migrujących za pracą, imigrantów, osób bez zdolności kredytowej i istotnych zasobów gotówkowych). Jednocześnie akceptację rosnących czynszów ułatwia wzrost wynagrodzeń.

Opierając się na danych Mzuri, od 2016 roku do chwili obecnej średnie czynsze netto nowych umów najmu kawalerki w siedmiu kluczowych miastach Polski wyniosła ok. 12% (4,6% tylko w ostatnim roku) – rekordzistami były takie miasta jak Gdańsk (ograniczona podaż mieszkań i szybki wzrost cen), ale też Łódź – wzrost w Łodzi był szybszy niż na takich rynkach jak Warszawa, czy Kraków, tradycyjnie postrzeganych jako bezpieczne. Najwolniejsze wzrosty odnotowały czynsze we Wrocławiu i Katowicach, nie mniej utrzymywały one ciągły i stabilny wzrost. Oznacza to, że osoby które zainwestowały 2 lata temu w zakup mieszkania mają obecnie wyższą rentowność swoich inwestycji. Jeżeli założyć, że wzrost czynszów się utrzyma (a wskazują na to prognozy wzrostu wynagrodzeń i cen mieszkań), to można zakładać, że inwestycja dzisiaj przyniesie w kolejnych latach wyższe rentowności

Średnie czynsze najmu netto kawalerki wg roku zawarcia umowy w wybranych miastach Polski, pierwsze 3 kwartały 2016 – pierwsze 3 kwartały 2018 (PLN)



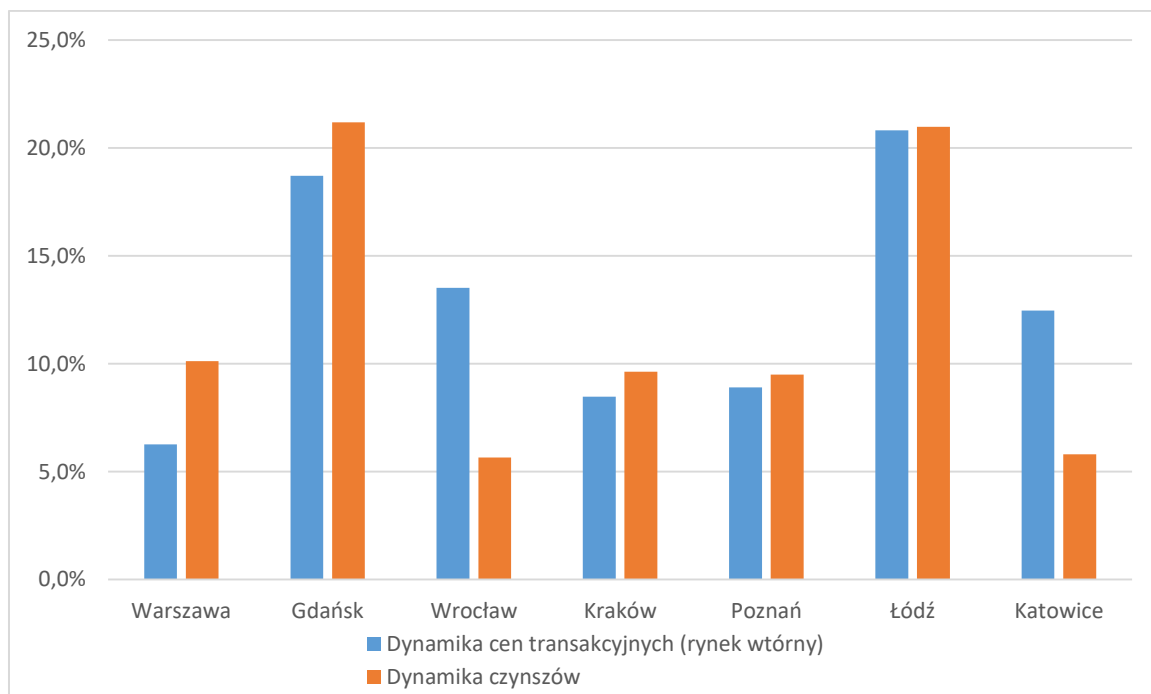
Źródło:

Dane wewnętrzne Mzuri.

Jeżeli porównamy dynamikę czynszów do dynamiki cen transakcyjnych w poszczególnych miastach, to można zauważyć, że jest ona spójna z dynamiką czynszów najmu – zwłaszcza w Krakowie, Poznaniu i Łodzi. Innymi słowy rentowność inwestycji w najem w poszczególnych momentach utrzymuje się.

Dwa miasta odstają od tej specyfiki, są to Wrocław i Katowice, które cechują się dość znaczącym deficytem mieszkań na rynku pierwotnym oraz relatywnie niższym napływem nowych pracowników – stąd wyższa dynamika cen mieszkań niż czynszów i przeciętna erozja rentowności przyszłych inwestycji - lepiej nie czekać na lepsze ceny, ponieważ w krótkim okresie czasu „lepiej nie będzie”.

Porównanie dynamiki cen transakcyjnych sprzedaży i mieszkań oraz średnich czynszów najmu netto kawalerki w wybranych miastach Polski, pierwsze 3 kwartały 2016 wobec pierwszych 3 kwartałów 2018 (%)



Źródło:

Opracowanie na bazie NBP i danych wewnętrznych Mzuri.

3. Interesujące lektury oraz źródła

- Analizy i opracowania:
 - https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/summer-2018-interim-economic-forecast-resilient-growth-amid-increased-uncertainty_pl
 - https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji.html
 - https://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/koniunktura_prezentacja.ascx
 - https://www.nbp.pl/publikacje/domowe/domowe_1_2017.pdf
 - <https://www.nbp.pl/statystyka/dwn/mhu-info-2017.pdf>
 - https://www.finance.mf.gov.pl/documents/766655/1170488/zsp_2018_07.pdf
 - https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/raport_2017.pdf
 - <https://media.bik.pl/publikacje/read/382486/sytuacja-finansowa-przedsiębiorstw-budowlanych-wzrost-cen-blokuje-hoss>
 - <https://zbp.pl/raporty/raport-amron-sarfin>
 - <https://pl.tradingeconomics.com/poland/rating>
 - <http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2018.pdf>
- Artykuły:
 - <https://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/prezes-nbp-stopy-prawdopodobnie-bez-zmian-do,74,0,2417738.html>
 - <https://www.pb.pl/mfw-obniza-prognozy-wzrostu-gospodarczego-dla-swiata-942155>
 - <https://businessinsider.com.pl/finanse/za-srednia-pensje-mozemy-kupic-dwa-razy-wiecej-metrow-mieszkania-niz-10-lat-temu/f5pvqj4>
 - <https://www.pb.pl/polska-awansowala-o-dwa-oczekiwane-rankingu-najbardziej-konkurencyjnych-gospodarek-942846>
- Statystyki:
 - <http://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/>
 - <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/zib/zib.html>
 - <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>
 - https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html
- Notowania:
 - <https://stooq.pl/q/?s=eurpln&c=20y&t=l&a=lg&b=0>
 - <https://stooq.pl/q/?s=usdpln&c=20y&t=l&a=lg&b=0>
 - <https://stooq.pl/q/?s=wig&c=20y&t=l&a=lg&b=0>
 - <https://stooq.pl/q/?s=dax&c=10y&t=l&a=lg&b=0>
 - <https://stooq.pl/q/?s=ftm&c=10y&t=l&a=lg&b=0>
 - <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=coal-australian&months=180>
 - <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=180>
 - <https://budownictwo.wnp.pl/notowania/materialy-budowlane/>
 - <https://www.morizon.pl/ceny/>
 - <https://www.bankier.pl/nieruchomosci/ceny-mieszkan>