

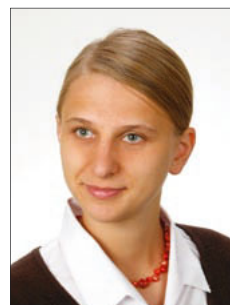


CZY GROZI NAM KOLEJNY BOOM NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI?

Jacek Łaszek
prof. SGH

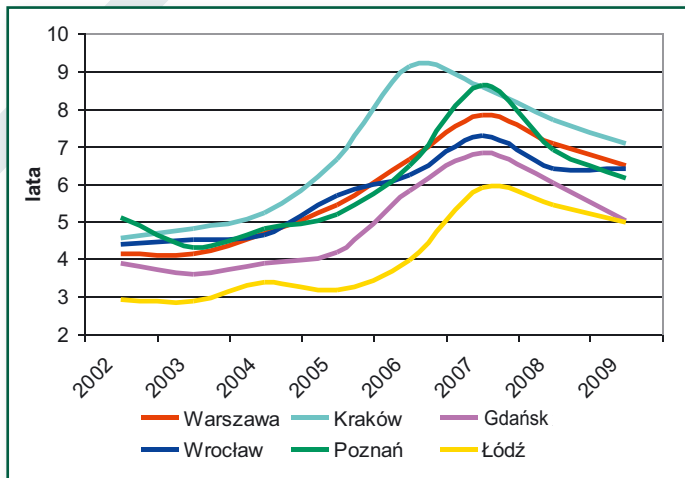
Hanna Augustyniak
absolwentka SGH, analityk rynku nieruchomości

Marta Wiśnik
doktorantka SGH



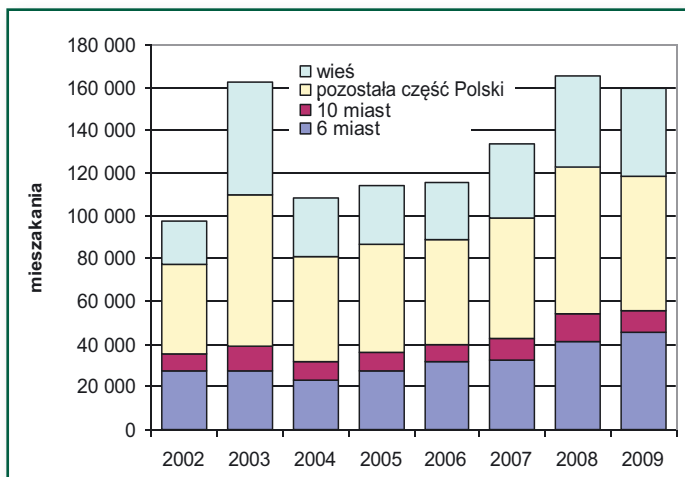
Rynki nieruchomości rozwijają się cyklicznie, a kryzysy nieruchomościowe, będące przeskalowanymi cyklami, zdarzają się na ogół raz na pokolenie. Zarówno cykle, jak też kryzysy, mają zwykle narodowy i indywidualny charakter, ze względu na narodowy i lokalny charakter rynku. W ostatnich latach **globalizacja sektora finansowego spowodowała jednak znaczną synchronizację boomów w skali międzynarodowej.**

WYKRES 1.
Wskaźnik cena do dochodu (PI ratio).



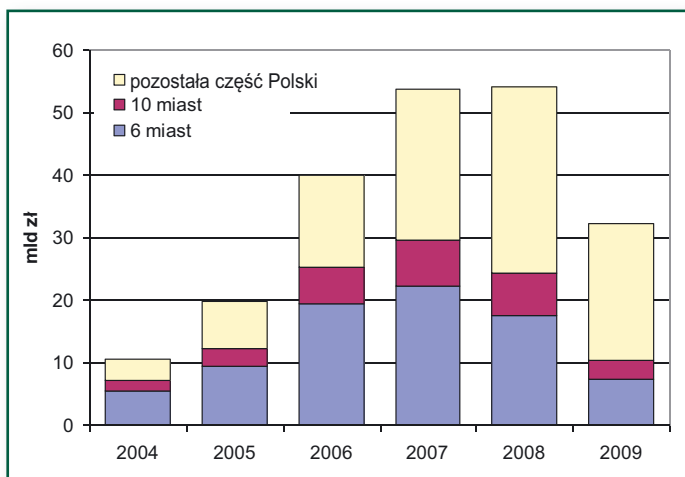
Źródło: szacunek własny na podstawie GUS.

WYKRES 2.
Mieszkania oddane do użytkowania.



Źródło: GUS.

WYKRES 3.
Wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce.



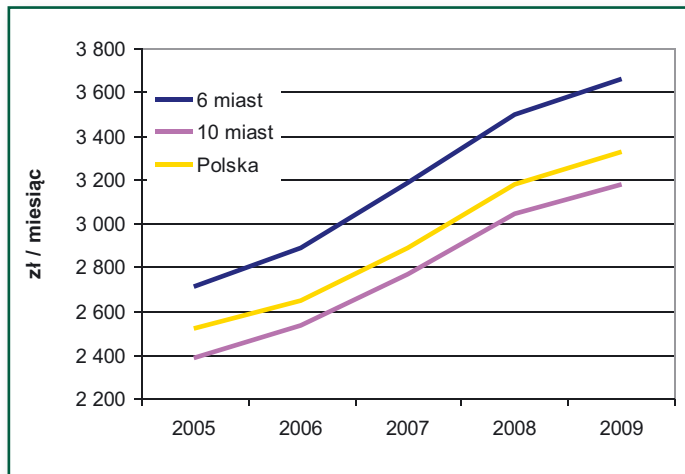
Źródło: BIK.

Polski sektor nieruchomości przeżył kryzys strukturalny na początku lat 90. oraz klasyczny cykl koniunkturalny (szybka podaż, zmienny popyt) na rynku warszawskim, z załamaniem w roku 2001. Następny cykl miał już charakter zbliżony do tych z rynków rozwiniętych, gdyż oprócz spekulacji decydujące znaczenie miał sektor finansowy. Pomimo znacznych napięć (**wykres 1**), znaczenie makroekonomiczne sektora było wciąż niedostateczne, aby wywołać znaczące skutki makroekonomiczne (budownictwo deweloperskie ok. 1 proc. PKB i zatrudnienia, kredyty mieszkaniowe poniżej 20 proc. aktywów w sektorze bankowym). Bańki spekulacyjne i związane z nimi zjawiska wystąpiły *de facto* tylko na rynkach największych miast, które, pomimo że znaczące sektorowo, były niewystarczające, aby wywołać większe skutki makroekonomiczne (**wykresy 2, 3**). Podstawowym, pozytywnym czynnikiem było jednak wcześniejsze załamanie na rynku amerykańskim, które przerwało narastające dysproporcje. W konsekwencji rynek nieruchomości nie załamał się nawet w największych miastach, a dysproporcje stopniowo zmniejszają się (**wykres 1**). Podobnie system bankowy, pomimo problemów, nie groził załamaniem się płynnościowo ani z powodu braku wypłacalności, aczkolwiek niektóre banki odczuły problemy. Łagodne przejście kolejnego cyklu oznacza jednak, że wśród uczestników rynku, do których zaliczyć należy banki, nadzór bankowy, deweloperów i ich klientów, jak też polityków odpowiedzialnych za gospodarkę, nie powstały negatywne doświadczenia, które, jak pokazuje historia, są dobrym zabezpieczeniem przed kolejnym cyklem na długie lata. Powstaje więc pytanie, jak realna jest groźba powtórki ostatniego scenariusza, jednakże bez *happy endu*. Aby odpowiedzieć na to pytanie, przeanalizowano główne zależności występujące w obecnym cyklu, a następnie wykonano próbę ich ekstrapolacji.



**WYKRES 4.**

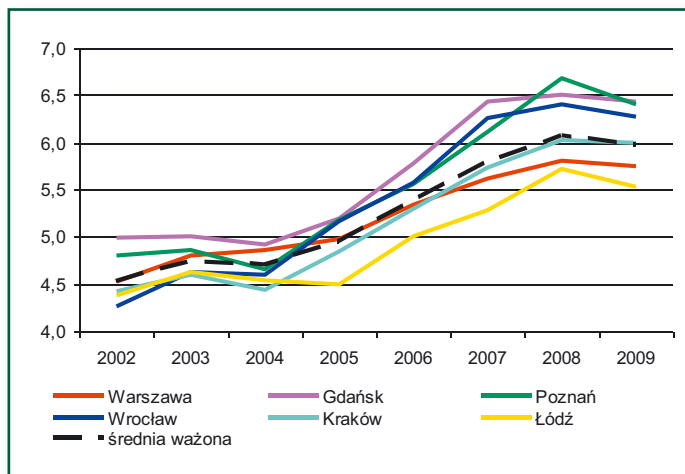
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: GUS.

WYKRES 5.

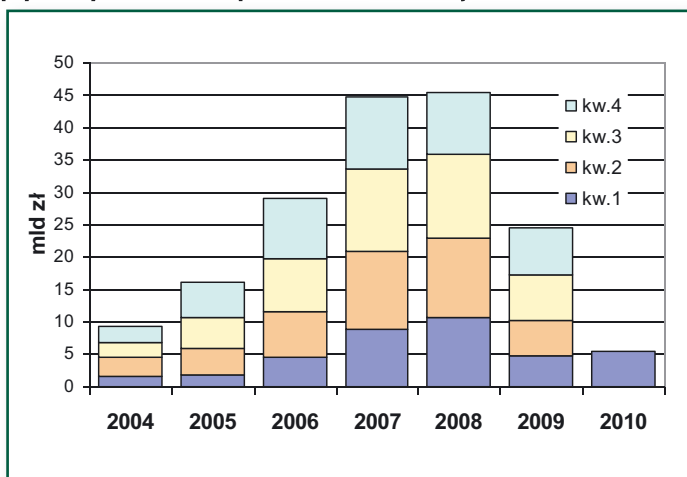
Małżeństwa na tysiąc ludności.



Źródło: GUS.

WYKRES 6.

Zmiany roczne salda kredytu mieszkaniowego dla osób prywatnych w Polsce po korekcie kursowej.

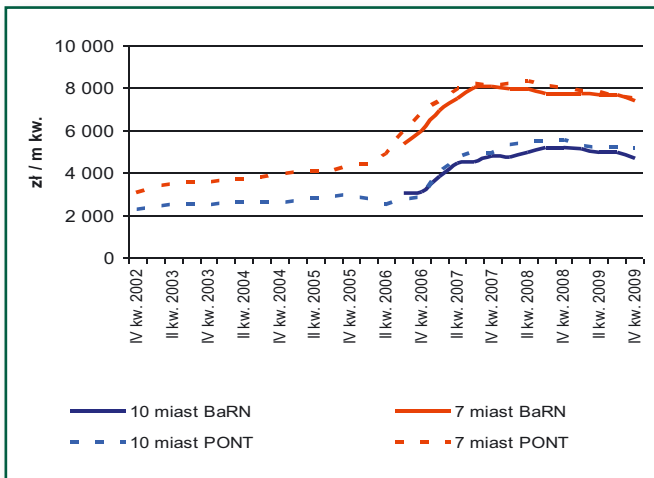


Źródło: NBP

Podstawowym czynnikiem powodującym boom i bańki cenowe na rynkach największych miast była rosnąca dostępność kredytów dla gospodarstw domowych, połączona z oddziaływaniem czynników fundamentalnych dla tego rynku. Czynniki fundamentalne to rosnące dochody, odraczana wcześniej konsumpcja mieszkaniowa, migracje oraz przyrost nowych gospodarstw domowych (**wykres 4**). Podstawowe znaczenie miało jednak rozpowszechnienie kredytów denominowanych w walutach obcych oraz liberalizacja wymogów kredytowych przez banki (**wykres 8**).

WYKRES 7.

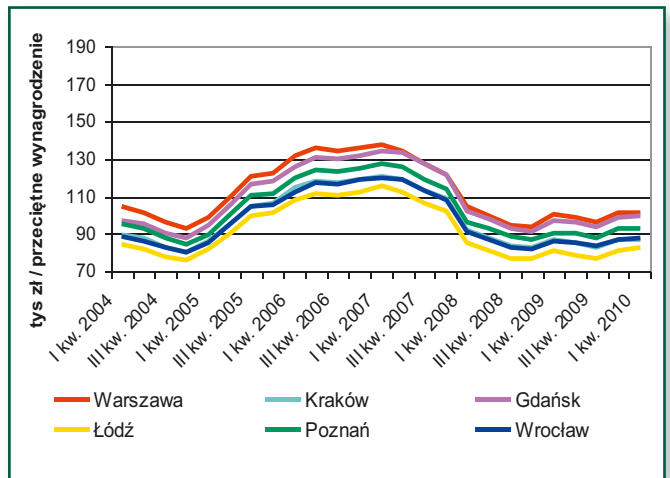
Średnie ceny ofertowe mieszkań z rynku pierwotnego.



Źródło: PONT Info, NBP

WYKRES 8.

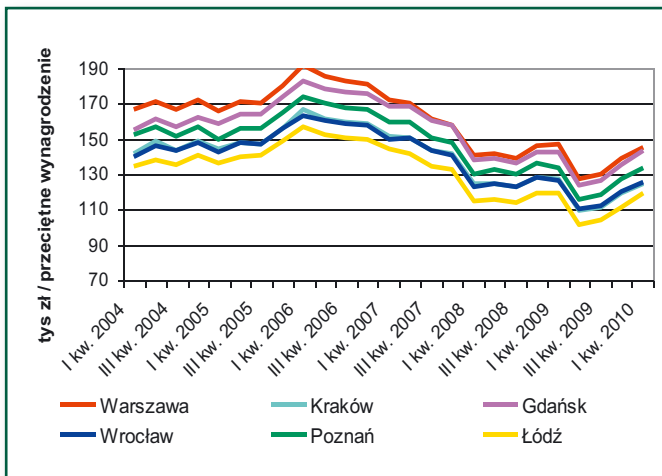
Dostępność kredytu PLN.



Źródło: GUS, NBP

WYKRES 9.

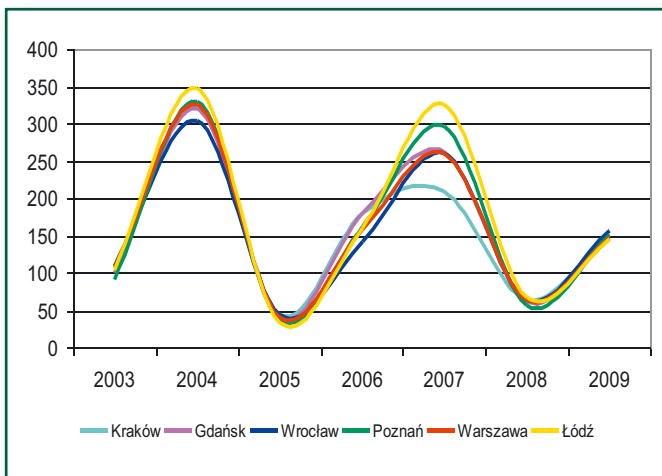
Dostępność kredytu CHF.



Źródło: GUS, NBP

WYKRES 10.

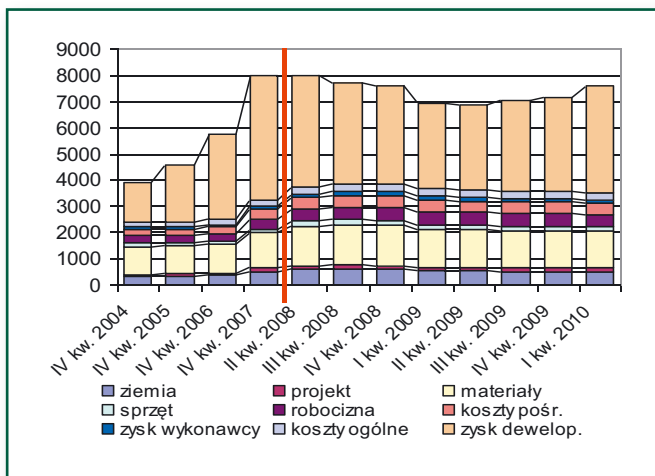
Zmiany kosztu kredytu za przeciętne mieszkanie w budżecie gospodarstw domowych.



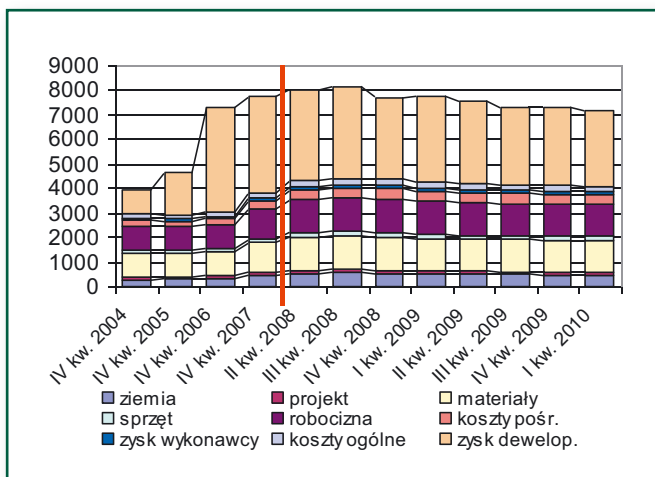
Źródło: GUS, NBP

Przy sptywnej podaży, wzrost popytu wywołał wzrost cen (**wykres 7**), w konsekwencji dostępność mieszkań, jak też kredytowa dostępność mieszkań, zaczęła spadać. Dalszy wzrost popytu i cen nie miał podstaw ekonomicznych, jednak był konsekwencją zachowań spekulacyjnych. Globalny kryzys finansowy gwałtownie zakończył spekulację, wpłynął też na wzrost kosztów kredytu (**wykres 10**, pokazujący zmiany kosztów dominującego, nowo udzielanego kredytu na rynku za mieszkanie średniej wielkości w budżecie przeciętnego gospodarstwa domowego). Podstawowym czynnikiem było jednak ograniczenie akcji kredytowej przez banki, w konsekwencji spadła ona w znacząco większym zakresie niż spadek dostępności kredytu. Spadek popytu, spowodowany załamaniem akcji kredytowej, zbiegł się z bohem budowlanym, wywołanym wysokim poziomem cen.

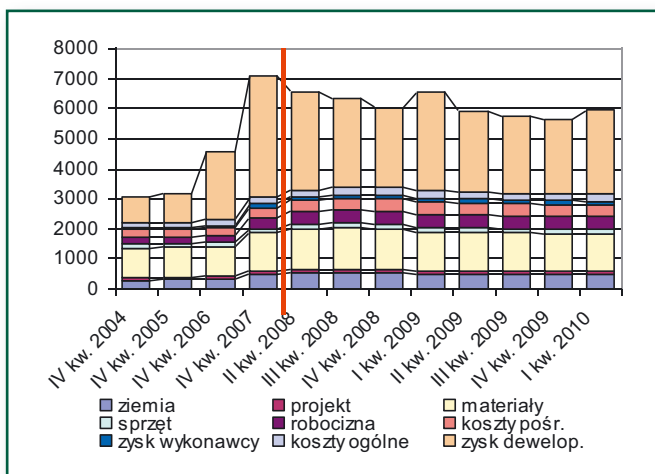


WYKRES 11.**Struktura ceny m kw. mieszkania w Warszawie.**

Źródło: szacunek własny NBP na podstawie Sekocenbud.

WYKRES 12.**Struktura ceny m kw. mieszkania w Krakowie.**

Źródło: szacunek własny NBP na podstawie Sekocenbud.

WYKRES 13.**Struktura ceny m kw. mieszkania w Poznaniu.**

Źródło: szacunek własny NBP na podstawie Sekocenbud.

Ceny, wyraźnie elastyczne na wzrost popytu, okazały się dosyć sztywne na jego spadek, co oznacza, że deweloperzy bronili swoich, przez cały czas wysokich, marży. Jest to zjawisko dosyć często spotykane na rynku mieszkaniowym, a jego skala jest uzależniona od lokalnych czynników kształtujących kondycję finansową dewelopera. W przypadku Polski czynnikiem wzmacniającym pozycję dewelopera było doświadczenie i dywersyfikacja produkcji, zaliczkowy system finansowania oraz kapitały pozyskane w fazie boomu poprzez giełdę (**wykres 15; czerwona kreska oddziela dane wyłącznie na koniec roku od danych w okresach kwartalnych**).

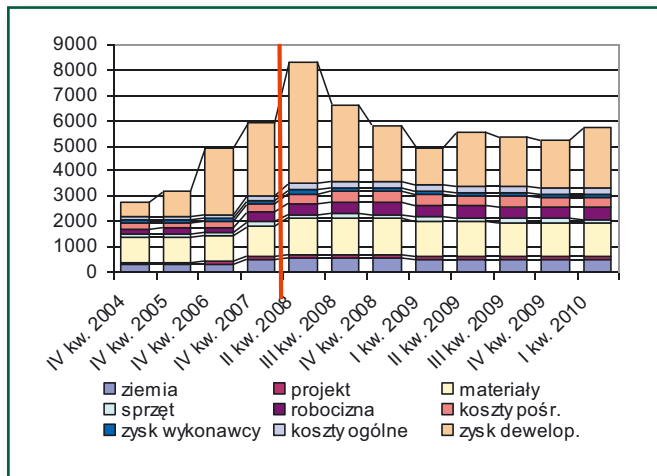
Analiza sytuacji na rynku, doświadczenia związane z funkcjonowaniem tego rynku, jak też przeprowadzone symulacje i analizy eksperckie pokazują, że boom kredytowy, bańki cenowe na rynku mieszkań oraz znaczący wzrost poziomu budownictwa deweloperskiego należy rozpatrywać w kategorii krótko i średniookresowych szoków popytowych na tym rynku. W dłuższym okresie powinny zacząć oddziaływać czynniki fundamentalne, co oznacza, że można oczekiwać nowego punktu równowagi na rynku, charakteryzującego się niższymi napięciami, wyższymi stopami procentowymi, mniejszą dostępnością kredytu, niższymi cenami mieszkań, niższymi marżami deweloperskimi oraz niższymi rozmiarami budownictwa. Głównym czynnikiem równoważącym rynek będzie rosnąca konkurencja spowodowana dostępnością czynników produkcji i wysokimi wciąż marżami deweloperskimi, a zwłaszcza związanymi z tym stopami zwrotu z inwestycji.

Zarówno rynki nieruchomości, jak też związane z nimi rynki finansowe, potrafią jednak często zachowywać się nieprzewidywalnie. Powstaje więc pytanie, czy na podstawie znajomości dotychczasowych mechanizmów jesteśmy w stanie ocenić ryzyko wystąpienia w Polsce kolejnego boomu kredytowego.

Do weryfikacji tak postawionego pytania, zbudowano dwa modele eksperckie, które następnie zastosowano dla symulacji scenariuszy rozwoju przyszłej sytuacji na rynku mieszkaniowym. W pierwszym modelu przedmiotem prognozy jest przyrost akcji kredytowej w miastach liczących powyżej 200 tysięcy osób (kredyty

WYKRES 14.

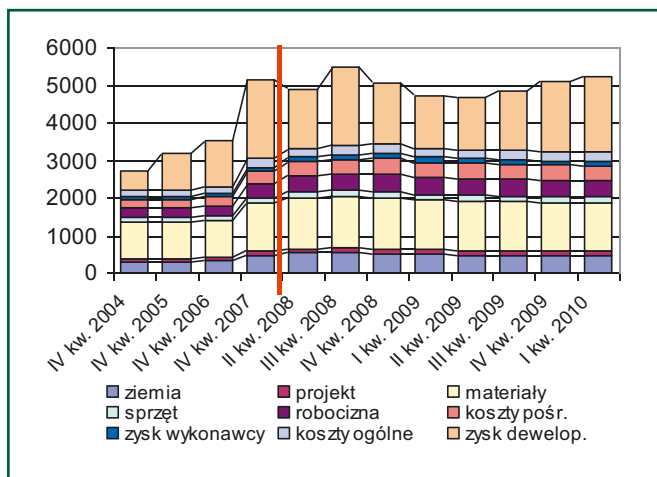
Struktura ceny m kw. mieszkania w Gdańsku.



Źródło: szacunek własny NBP na podstawie Sekocenbud.

WYKRES 15.

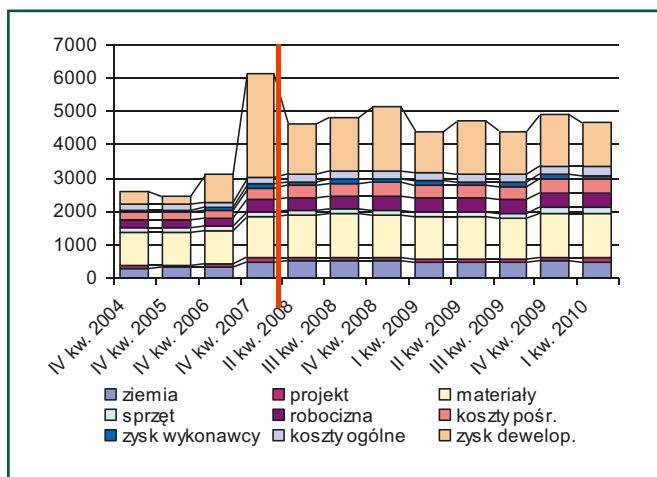
Struktura ceny m kw. mieszkania we Wrocławiu.



Źródło: szacunek własny NBP na podstawie Sekocenbud.

WYKRES 16.

Struktura ceny m kw. mieszkania w Łodzi.



Źródło: szacunek własny NBP na podstawie Sekocenbud.

hipoteczne), a zmienną objaśniającą dostępność kredytową. Tym samym jest to model opisujący znaczącą część popytu na nowe mieszkania w tym segmencie rynku. W modelu drugim, dotyczącym tylko rynku pierwotnego, analizowana jest fundamentalna równowaga na rynkach 7 największych miast, a zmiennymi objaśniającymi są popyt mieszkaniowy (będący funkcją stóp procentowych, dochodów, kryteriów ostrożnościowych banków w zakresie bufora dochodowego oraz przyrostu gospodarstw domowych) oraz podaż mieszkań (będąca funkcją kosztów wejścia oraz oczekiwań deweloperów dotyczących przyszłych stóp zwrotu z kapitału). W obydwu modelach przedmiotem analizy były trzy scenariusze rozwoju sytuacji w Polsce i w sektorze mieszkaniowym.

- W wariantcie pierwszym (pesymistycznym dla potencjalnych kredytobiorców), przyrost dochodów gospodarstw domowych wykazuje niewielki wzrost z 3 proc. w roku bazowym do 3,80 w 2012. Stopy procentowe kredytów mieszkaniowych wykazują stopniowy wzrost do poziomu 8 proc. dla kredytów złotych i 5,5 proc. denominowanych. Marże bankowe nie ulegają zmianie.
- W wariantcie drugim, o największym prawdopodobieństwie, przyjęto, że dochody rosną w tempie nieznacznie przekraczającym 5 proc., a oprocentowanie kredytów złotych spada do 6,5 proc., a denominowanych do 4 proc. Jest to wariant szybciej rosnących dochodów, spadków stóp na rynkach kapitałowych i utrzymania się marży bankowych na dotychczasowym poziomie.
- W wariantcie trzecim, optymistycznym, dodatkowo w stosunku do scenariusza drugiego założono szybszy wzrost dochodów do dyspozycji i spadek stóp procentowych na rynkach kapitałowych oraz marży bankowych. Jest to scenariusz stopniowego powrotu do sytuacji sprzed kryzysu, jednak bez znaczącego liberalizowania wymogów kredytowych. W konsekwencji dochody do dyspozycji rosną w tempie przekraczającym 7 proc., stopy kredytów złotych spadają do 5,5 proc., a denominowanych do 3 proc.



Wyniki symulacji prezentuje dla modelu pierwszego **wykres 17**. Pokazują one, że tylko scenariusz trzeci, optymistyczny, zapewnia przyspieszenie akcji kredytowej, której konsekwencją będzie wzrost cen nieruchomości i w następnym etapie, rozmiarów budownictwa mieszkaniowego. Scenariusz środkowy, pesymistyczny, oznacza bardzo umiarkowaną akcję kredytową i stopniową, po regresie w 2009 r., odbudowę popytu mieszkaniowego przy stałych cenach. Wariant bazowy to dalszy, jakkolwiek umiarkowany wzrost cen i rozmiarów budownictwa. Model bazujący na dostępności kredytowej pokazuje, że powrót warunków sprzed roku 2007 spowoduje przyspieszenie akcji kredytowej i w konsekwencji wzrost cen. Są to jednak wartości znacząco niższe, jak dla lat 2007 i 2008. Podobne warunki nie muszą więc powodować takich samych skutków.

Znacznie bardziej interesujące, chociaż podobne, są jednak wnioski wynikające z symulacji z zastosowaniem drugiego modelu, bazującego na zagregowanym popycie i podaży dla 6 największych miast (**wykresy 18-20**). Pokazują one fundamentalne punkty równowagi na rynku, tj. uwzględniające popyt (dostępność kredytów, dochody, zmienne demograficzne oraz gusty konsumenckie) i podaż (koszty, oczekiwania deweloperów) warunki równowagi na rynku w kolejnych latach. Należy podkreślić, że na osi poziomej wykazane są transakcje mieszkaniami lub kontraktami na budowę mieszkania (wirtualne mieszkania deweloperskie), a nie rozmiary budownictwa mieszkaniowego. Budownictwo mieszkaniowe zależy, oczywiście, od sytuacji na rynku, jednak okres jego reakcji to 2-3 lata, tyle, ile trwa uruchomienie i finalizacja inwestycji. Omawiane wyniki są zgodne z intuicją, jednak niezgodne z obserwowanymi faktami. W latach 2005-2007 miał miejsce znaczący fundamentalny wzrost popytu, na który nakładały się kolejno: wzrost dostępności kredytów, wzrost dochodów oraz przyrost nowych małżeństw i migracje. Pomimo to, wzrost cen był tak silny, że popyt fundamentalny wykazał spadki. W roku 2008 wzrost cen uległ znacznemu ograniczeniu przy rosnących cały czas dochodach i czynnikach demograficznych, w konsekwencji popyt fundamentalny wykazał pewien wzrost. W roku 2009 nastąpiło znaczące wyhamowanie dynamiki

płac, spadek dostępności kredytów oraz wygasanie efektu nowych małżeństw. Spowodowało to ponowny spadek popytu. Prognoza czynników fundamentalnych na lata 2010-12 jest wynikiem przyjętych założeń. Po stronie podaży założono brak szoków cenowych, tj. zachowanie obecnego kształtu i położenia tej krzywej. W praktyce założenie to oznacza, że ze względu na ograniczony popyt i nadwyżkę niesprzedanych mieszkań, deweloperzy nie będą podnosić cen, a ich zwyczajka, w wyniku wzrostu popytu, to efekt wyczerpywania się oferty rynkowej i wchodzenia w droższe segmenty mieszkań. W konsekwencji, w wariantcie pesymistycznym, mamy do czynienia ze spadkiem popytu oraz spadkiem cen, natomiast w wariantcie realistycznym ilość transakcji wykazuje niewielki wzrost, przy praktycznej stabilizacji cen. W obydwu przypadkach popyt fundamentalny nie osiąga poziomu z roku 2005. Tylko w wariantcie optymistycznym popyt wraca do poziomu z roku 2005, występuje też wzrost cen.

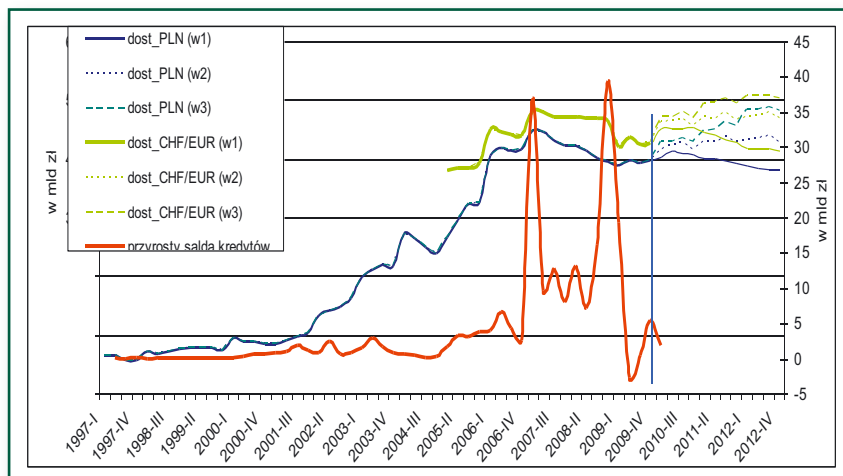
Szczególnie interesujące jest jednak zestawienie tych warunków z rzeczywistymi punktami równowagi na rynku w poszczególnych latach. W rzeczywistości bowiem, począwszy od roku 2006, rynek kupował znacznie więcej mieszkań i po znacznie wyższych cenach niż wynikało to z analizy fundamentalnej. Maksimum tego zjawiska przypada na rok 2007, a rozpiętość między rzeczywistą sprzedażą i równowagą fundamentalną może być dobrą miarą bańki i popytu spekulacyjnego.

Najważniejszy wniosek, jaki nasuwa się z tej analizy, jest taki, że nawet relatywnie wysoka dostępność kredytu, bez uruchomienia zachowań zbiorowych, tj. spekulacji i oczekiwań dalszych podwyżek cen oraz znaczącego poluzowania kryteriów udzielania kredytów, nie generuje bańki cenowych z całym związanym z tym ryzykiem.

Dla Polski oznacza to, że ryzyko bańki w najbliższych latach może być większe niż się przypuszcza, gdyż ma ona słabe odniesienie do fundamentów, które w sprzyjających warunkach mogą być katalizatorem zjawiska, które nabiera własnej dynamiki w oparciu o interesy jego uczestników (działy sprzedaży w bankach, deweloperzy, pośrednicy kredytowi, politycy, etc.). Jest ono o tyle większe, że jak wspomniano na wstępie, rynek polski nie zdążył doznać negatywnych konsekwencji załamania, a jego skutki, w miarę upływu czasu oraz wzrostu urynkowienia i monetyzacji sektora, będą coraz większe. Dzisiaj, po kryzysie amerykańskim, na ogół nikt już nie głosi poglądów, że najlepsza recepta na bańki to czekanie na ich pęknięcie i łagodzenie skutków. Istnieją też skuteczne sposoby po stronie polityki nadzorczej i fiskalnej, aby skutecznie ograniczać to zjawisko. Problemem jest tylko właściwy monitoring rynku i wola polityczna wyrażająca się poprzez koordynację polityk ekonomicznych oddziałujących na sektor.

WYKRES 17.

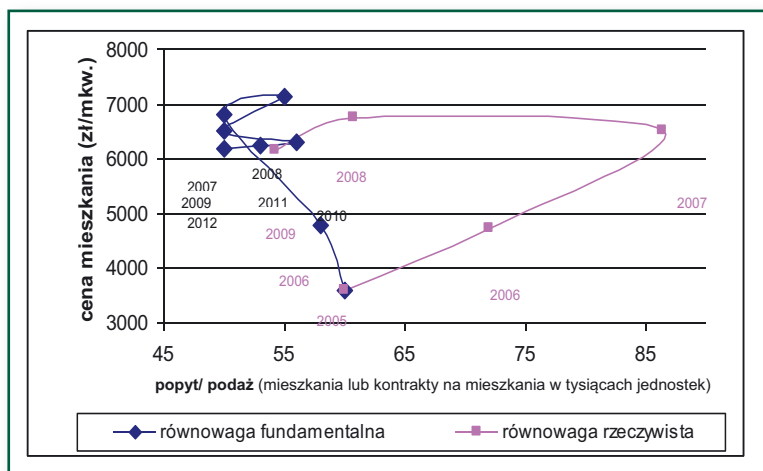
Dostępność kredytowa mieszkania - stan i prognoza.



Źródło: szacunki własne badania budżetów domowych GUS.

WYKRES 18.

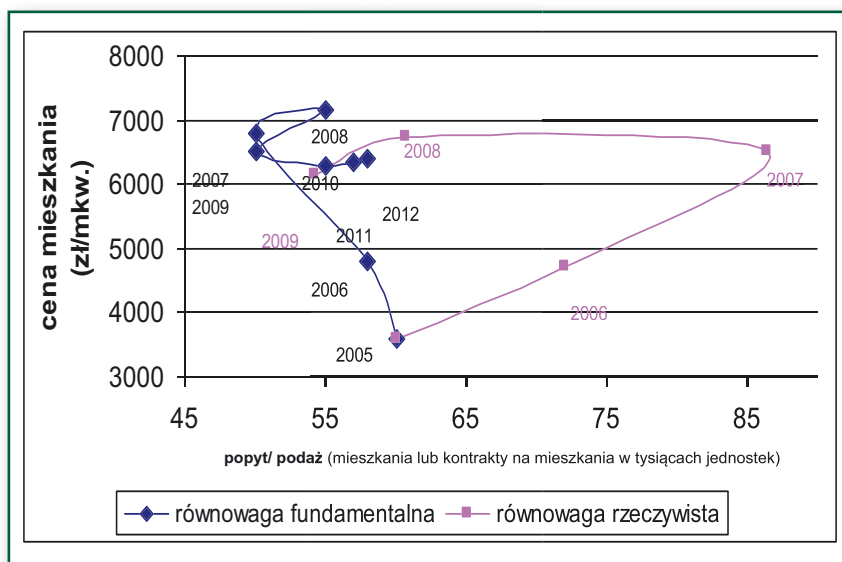
Ścieżka równowagi pierwotnego rynku mieszkaniowego (stan i prognoza (w1); 7 miast).



Źródło: szacunki własne badania budżetów domowych GUS.

WYKRES 19.

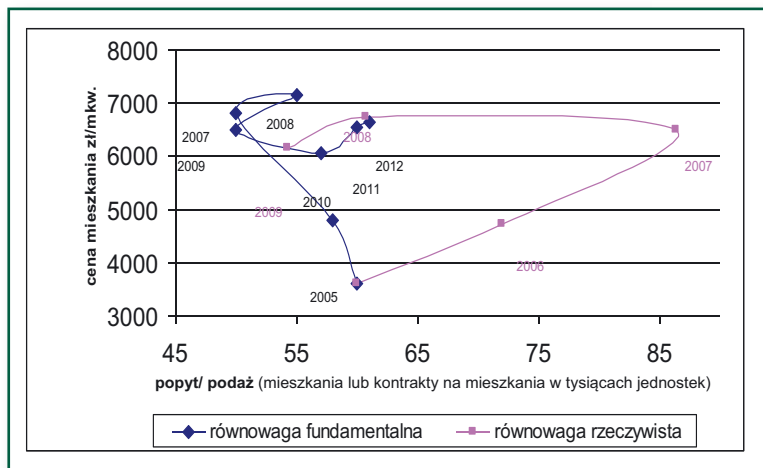
Ścieżka równowagi pierwotnego rynku mieszkaniowego (stan i prognoza (w2); 7 miast).



Źródło: szacunki własne badania budżetów domowych GUS.

WYKRES 20.

Ścieżka równowagi pierwotnego rynku mieszkaniowego (stan i prognoza (w3); 7 miast).



Źródło: szacunki własne badania budżetów domowych GUS.