

## Rynek mieszkaniowy w Polsce

### Podsumowanie rynku

#### 1. Sytuacja na rynku mieszkaniowym

- W 2016 r. deweloperzy przekazali 78 tys. mieszkań, co było najwyższym wynikiem w historii i jednocześnie o 6 tys. wyższym niż w 2009 r. Niemniej jednak tempo wzrostu oddanych mieszkań w ciągu trzech ostatnich lat było zdecydowanie niższe niż w analogicznym okresie przed pęknięciem bańki w 2009 r. (39% vs. 91%), co pokazuje większą stabilność rynku obecnie.
- W przypadku cen transakcyjnych obecnie również zachodzą mniej gwałtowne zmiany. Przykładowo, w 4Q07 ceny mieszkań na rynku pierwotnym w Warszawie wzrosły o 39% r/r, podczas gdy w 4Q16 roczna dynamika cen wyniosła 3% i była zbliżona do średniego tempa wzrostu cen z ostatnich 4 lat. Na uwagę zasługuje fakt, że obecne ceny transakcyjne są o 10% niższe niż 9 lat wcześniej (a realnie jeszcze niżej).
- W okresie 1Q13-1Q17 w 6 aglomeracjach liczba sprzedanych mieszkań była bardzo zbliżona do liczby wprowadzonych do oferty lokali (211 tys. vs. 205 tys.), co sugeruje równowagę rynku.

#### 2. Przyczyny wzrostu sprzedaży mieszkań

- Historycznie niskie stopy procentowe przekładają się na rekordowo niskie oprocentowanie depozytów (słaba alternatywa do rentowności wynajmu mieszkań) oraz niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych (motywacja do zakupów mieszkań na kredyt z uwagi na niski koszt finansowania). Z prezentacji wynikowej Dom Development S.A. za 1Q17 wynika, że 34% transakcji spółki jest realizowanych za gotówkę (zakładamy, że tyle wynosi udział zakupów inwestycyjnych), co zwiększa podaż mieszkań na rynku najmu. Najemcami na rynku są głównie młodzi ludzie, którzy migrują do miast i cenią sobie mobilność, a zarazem doceniają wolność finansową rozumianą jako brak długów.
- Od 2014 r. do 20 maja 2017 r. zawarto 89 420 umów kredytowych (dotyczy mieszkań) w programie Mieszkanie dla Młodych. Program ma funkcjonować do 2018 r., co naszym zdaniem przyczyni się do zawarcia kolejnych ok. 18 tys. umów. Dotychczas 70% umów MdM zawarto na rynku pierwotnym, aczkolwiek w 2016 r. udział ten wyniósł 57%. Szacujemy, że w Warszawie 8% transakcji na rynku pierwotnym w 2016 r. było zawieranych w MdM, co przy niskich limitach cenowych sugeruje, że dotyczyły one mieszkań zlokalizowanych na obrzeżach miasta.
- Wysoka dynamika wynagrodzeń oraz historycznie niskie bezrobocie bez wątpienia przyczyniły się również do wzrostu transakcji na rynku mieszkaniowym. Dodatkowo, w 2016 r. uruchomiony został program 500+, który wsparł budżety gospodarstw domowych.
- Pogarszająca się sytuacja ekonomiczna oraz konflikt zbrojny na Ukrainie przyczyniły się do wzrostu liczby Ukraińców w Polsce (NBP szacuje, że w całym 2015 r. w Polsce mogło być obecnych ok. 1 mln Ukraińców, aczkolwiek z uwagi na krótkoterminowy charakter pracy jednocześnie przebywało ich 0,5 mln). Większość Ukraińców wynajmuje w Polsce mieszkania, jednakże coraz więcej Ukraińców decyduje się na zakup własnego lokum. W 2016 r. Ukraińcy kupili ok. 1 023 mieszkania spośród 4 207 mieszkań nabytych przez wszystkich obcokrajowców. Obcokrajowcy najwięcej mieszkań kupili w Warszawie (1 105). Dynamiki nabywanych mieszkań przez Ukraińców i pozostałych obcokrajowców systematycznie rosną.

### 3. Kiedy i o ile mogą wzrosnąć stopy procentowe?

- Stopa inflacji utrzymuje się w dopuszczalnym przedziale NBP, a do tego prognozy NBP zakładają, że co najmniej do końca 2019 r. inflacja powinna się utrzymywać w przedziale 2,0-2,3%. Dodatkowo, obecny skład RPP uważany jest za zwolenników łagodnej polityki pieniężnej, dlatego nie będzie dla nas zaskoczeniem jeśli RPP nie podniesie stóp w perspektywie 2 lat, o ile realia rynkowe okażą się zbliżone do prognoz NBP.
- Natomiast z wyceny kontraktów FRA wynika, że w perspektywie 2 lat rynek spodziewa się ok. 2 podwyżek stóp: o 25 bipsów mniej więcej za rok oraz o kolejne 25 bipsów za ok. 2 lata.

### 4. Jak się zmieni rynek mieszkaniowy?

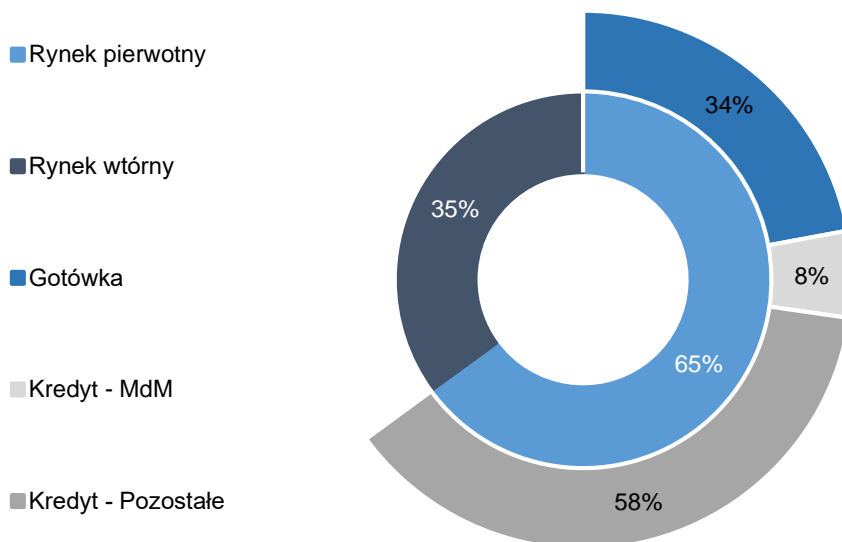
- W przypadku podwyżek stóp o 0,5% premia dla inwestorów gotówkowych z wynajmu mieszkań spadnie do ok. 2,5%. Obniżka premii może spowodować spadek wolumenu sprzedaży mieszkań, ale naszym zdaniem nie przełoży się ona na spadek cen mieszkań.
- W perspektywie 2 lat potencjalne podwyżki stóp o 50 bipsów będą słabiej oddziaływały in minus na dochód netto (wynagrodzenie netto – rata kredytu) kredytobiorców w porównaniu z pozytywnym wpływem oczekiwanego wzrostu wynagrodzeń.
- Wygaszenie MdM może być odczuwalne dla deweloperów budujących głównie tanie mieszkania na obrzeżach największych polskich miast, natomiast zakończenie programu nie powinno mieć żadnego wpływu na popyt w centrach miast, co summa summarum będzie miało nieistotny wpływ na cały rynek pierwotny w dużych miastach.
- Największe ryzyko dla rynku mieszkaniowego dostrzegamy w programie Mieszkanie Plus. Co prawda na chwilę obecną BGK podpisało listy intencyjne z gminami i Poczta Polska na nieznaczącą liczbę mieszkań w głównych miastach, natomiast mówi się o potencjalnym wniesieniu do M+ gruntów należących do PKP na których mogłoby powstać kilkadziesiąt tysięcy mieszkań. Niewykluczona jest także budowa lokali na gruntach deweloperów, aczkolwiek nie jest to nasz scenariusz bazowy. Na chwilę obecną szacujemy, że największa liczba mieszkań M+ w relacji do ilości transakcji na rynku pierwotnym może mieć miejsce w Poznaniu oraz Wrocławiu. Dostrzegamy ryzyko, że w przypadku dużej podaży mieszkań w M+ beneficjentami programu mogą stać się osoby nie potrzebujące pomocy, które obecnie wynajmują mieszkanie na zasadach rynkowych, co może zaburzyć rynek najmu i w konsekwencji przełożyć się na spadek popytu na pierwotnym rynku mieszkaniowym. Należy jednak mieć świadomość, że mieszkania w M+ nie „zależą” nagle rynku, bowiem pierwsze oddania lokali w dużych miastach szacujemy najwcześniej na koniec przyszłego roku, a znaczące wolumeny mogą się pojawiać za kilka lat.
- Fundusz Mieszkań na Wynajem przy obecnym tempie realizacji nie ma znaczącego wpływu na rynek mieszkaniowy (do końca 2018 r. FMnW chce mieć oddanych 5,5 tys. mieszkań).
- Podaż na rynku zakupów działek spada, co pogłębiło się po zmianie przepisów o gruntach rolnych. Z jednej strony pomaga to utrzymać równowagę na rynku mieszkaniowym, natomiast istnieje ryzyko, że deweloperzy chcący utrzymać lub zwiększyć tempo sprzedaży mieszkań zaczną przepłacać za działki, co w przypadku spowolnienia na rynku mieszkaniowym może mieć bolesne skutki. Z naszych obserwacji wynika, że ceny niewielkich gruntów zaczęły rosnąć, natomiast działki pod wieloetapowe projekty dalej są nabywane w rozsądnych cenach. Główni uczestnicy rynku, którzy mają swoje negatywne wspomnienia z zakupów gruntów w latach 2006-2008, z reguły kupują większe (i tańsze per PUM) działki, co przy ich obecnej kondycji pozwala sądzić, że w przypadku spowolnienia na rynku mieszkaniowym powinni przejść cało przez kryzys. Naszym zdaniem po agresywnych zakupach gruntów wśród małych deweloperów i potencjalnym spowolnieniu rynku może się okazać, że część tych podmiotów będzie miała problemy finansowe. Wzrost cen działek może spowodować wzrost ofertowych cen mieszkań (deweloperzy będą chcieli utrzymać marżę), co jednak

naszym zdaniem nie przełoży się na istotny wzrost cen transakcyjnych, natomiast może spowodować spadek wolumenów i marż.

- Trwają prace nad projektem ustawy wprowadzającej do polskiego prawa REIT-y, która ma umożliwić funduszom inwestowanie w lokale mieszkalne. Dostrzegamy, że coraz więcej podmiotów rozważa realizację budynków mieszkalnych, które w całości miałyby zostać wynajęte. Wprowadzenie przepisów prawa, które miałyby promować najem instytucjonalny w krótkim terminie może wpłynąć pozytywnie na deweloperów (potencjał do sprzedaży relatywnie dużej ilości mieszkań), natomiast w długim terminie wprowadzenie REIT-ów może spowodować nadpodaż mieszkań na rynku, dlatego potencjalne pojawienie się nowych przepisów odbieramy jako negatywny czynnik ryzyka.

Na rynek mieszkaniowy w średnim terminie będą oddziaływały zarówno czynniki pozytywne (niskie stopy procentowe, wzrost wynagrodzeń, niska stopa bezrobocia, rozwój rynku najmu, napływ obcokrajowców do Polski), jak i negatywne (ewentualna podwyżka stóp, Mieszkanie Plus, potencjalna nadpodaż mieszkań inwestycyjnych, niska podaż gruntów, Fundusz Mieszkań na Wynajem). W przypadku zmaterializowania się scenariusza pesymistycznego, tj. silniejszego oddziaływania na rynek czynników negatywnych nad pozytywnymi, jesteśmy przekonani, że przyszłe zmiany na rynku będą miały łagodniejszy charakter niż te po bańce w latach 2007-2008 również z uwagi na: lepsze dopasowanie mieszkań, brak bańki spekulacyjnej, lepszą kondycję deweloperów, dużą kontrakcję na wczesnym etapie budowy oraz pojawienie się ustawy deweloperskiej. Naszym zdaniem negatywny scenariusz może oznaczać istotny spadek wolumenów sprzedanych mieszkań, a nie spadek cen lokali.

Wykres: Szacowana struktura transakcji na warszawskim rynku mieszkaniowym w 2016 r.



Źródło: NBP, Dom Development, AMRON-SARFiN, szacunki DM Michael/Ström

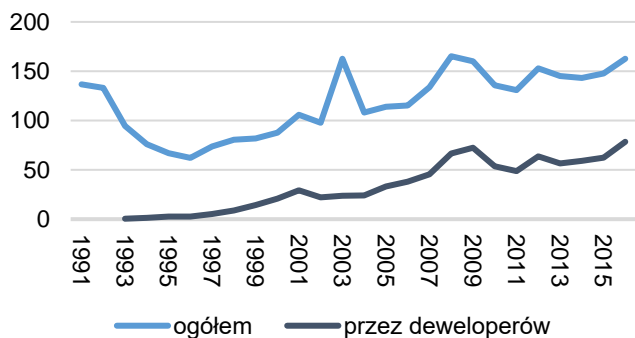
## Spis treści

<b>Sytuacja na rynku mieszkaniowym</b> .....	<b>5</b>
<b>Przyczyny wzrostu sprzedaży mieszkań</b> .....	<b>7</b>
2.a. Niskie stopy procentowe .....	7
2.b. Mieszkanie dla Młodych .....	11
2.c. Wzrost wynagrodzeń i niska stopa bezrobocia .....	14
2.d. Migracja Polaków do miast .....	15
2.e. Zmiany na rynku najmu.....	17
2.f. Napływ Ukraińców i pozostałych obcokrajowców do Polski .....	17
<b>Kiedy i o ile mogą wzrosnąć stopy procentowe?</b> .....	<b>19</b>
3.a. Inflacja.....	19
3.b. Podwyżki stóp przez EBC.....	20
3.c. Oczekiwania rynkowe .....	20
<b>Jak zmieni się rynek mieszkaniowy?</b> .....	<b>21</b>
4.a. Wzrost oprocentowania lokat .....	21
4.b. Wzrost wynagrodzeń.....	22
4.c. Mieszkanie dla Młodych .....	24
4.d. Mieszkanie Plus .....	24
4.e. Fundusz Mieszkań na Wynajem.....	26
4.f. Ryzyko niskiej podaży gruntów, co w przyszłości prędzej doprowadzi do wzrostów cen, ale też spadku wolumenów .....	26
4.g. REIT.....	27
4.h. Dlaczego przyszłe zmiany powinny mieć inny charakter niż te po bańce w latach 2007-2008?.....	27
4.h.a. <i>Lepsze dopasowanie mieszkań</i> .....	27
4.h.b. <i>Brak bańki cenowej</i> .....	28
4.h.c. <i>Kondycja deweloperów</i> .....	28
4.h.d. <i>Duża kontrakcja nieskończonych jeszcze mieszkań</i> .....	28
4.h.e. <i>Ustawa deweloperska</i> .....	29

## 1. Sytuacja na rynku mieszkaniowym

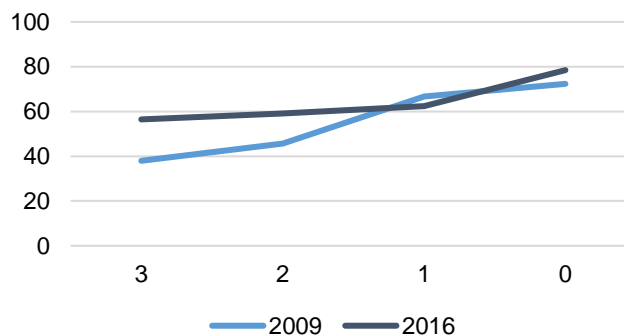
Na rynku mieszkaniowym w Polsce mamy do czynienia z długoterminowym trendem wzrostowym liczby oddanych mieszkań, który trwa od połowy lat '90. W minionym roku oddanych zostało ogółem 163 tys. lokali, z czego 48% zostało wybudowanych przez deweloperów. Ubiegły rok był rekordowy pod kątem liczby oddanych mieszkań przez deweloperów (78 tys., tj. o 6 tys. więcej niż w 2009 r.), podczas gdy liczba oddanych mieszkań ogółem w 2016 r. była o 2 tys. mniejsza niż w rekordowym 2008 r. Poziomy obecnie oddanych mieszkań ogółem oraz przez deweloperów są zatem zbliżone do tych z lat 2008-2009. Warto odnotować, że po silnych wzrostach liczby oddanych lokali w latach 2008-2009 miało miejsce załamanie na rynku nieruchomości mieszkalnych w Polsce. Liczba oddanych mieszkań ogółem od szczytowego 2008 r. do dołka w 2011 r. zmniejszyła się o 34 tys., tj. o 21%, a liczba oddanych lokali przez deweloperów zmalała o 24 tys. (-33%). Istotny jest jednak fakt, że przed lokalnym szczytem oddanych przez deweloperów mieszkań w 2009 r. poziom oddanych lokali gwałtownie rósł (o 91% w porównaniu z 2006 r.). Natomiast poziom oddanych przez deweloperów mieszkań w 2016 r. był o 39% wyższy niż w 2013 r., co pokazuje, że obecnie na rynku mieszkaniowym zachodzą mniej gwałtowne zmiany niż miało to miejsce przed ostatnim załamaniem się rynku.

Wykres: Liczba oddanych mieszkań w Polsce (tys.)



Źródło: GUS

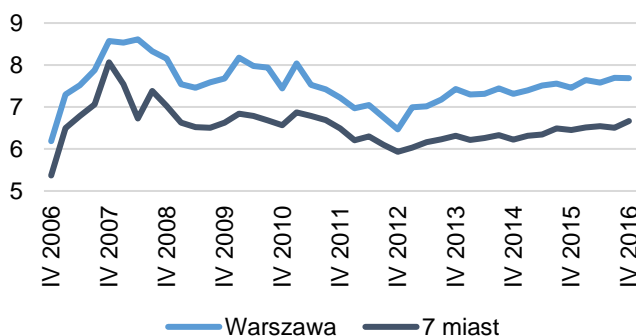
Wykres: Liczba oddanych mieszkań w Polsce (tys.) przez deweloperów na 3 lata przed lokalnym szczytem



Źródło: GUS

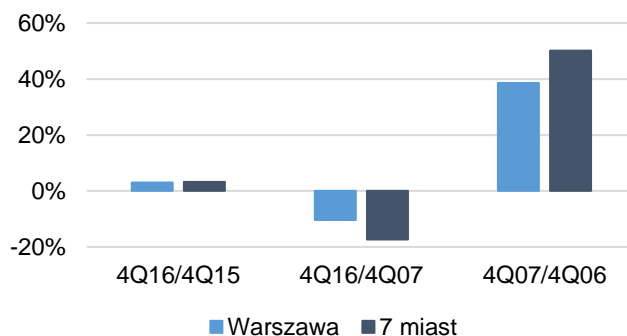
Obecnie zachodzą na rynku również zdecydowanie mniej gwałtowne zmiany jeśli mowa o cenach transakcyjnych na rynku pierwotnym niż miało to miejsce w latach 2006-2007. W 4Q07 średnie ceny w 7 miastach (Warszawa, Wrocław, Kraków, Poznań, Gdańsk, Gdynia oraz Łódź) wynosiły 8 064 zł / m<sup>2</sup>, tj. o 2 695 zł (50%) więcej niż rok wcześniej. Podobne różnice miały miejsce na rynku warszawskim, bowiem ceny wzrosły w tym czasie o 2 385 zł (39%) do 8 571 zł / m<sup>2</sup>. Natomiast przyglądając się obecnym tendencjom na rynku widać zdecydowanie mniejsze dynamiki. W 4Q16 średnie ceny w 7 miastach wynosiły 6 666 zł / m<sup>2</sup>, tj. o 213 zł (3%) więcej niż przed rokiem. Z kolei w Warszawie w tym samym okresie ceny wzrosły o 224 zł (3%) do 7 686 zł / m<sup>2</sup>. Mamy zatem do czynienia z sytuacją, w której nie ma oczekiwań co do wysokich stóp zwrotu z szybkiej odsprzedaży mieszkania. Warto również zwrócić uwagę, że ceny w 4Q16 były o 885 zł (10%) niższe w Warszawie oraz o 1 398 zł (17%) niższe w 7 miastach, aniżeli ceny na tych samych rynkach 9 lat wcześniej.

Wykres: Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym (tys. zł/m<sup>2</sup>)



Źródło: NBP

Wykres: Dynamika zmian cen transakcyjnych na rynku pierwotnym

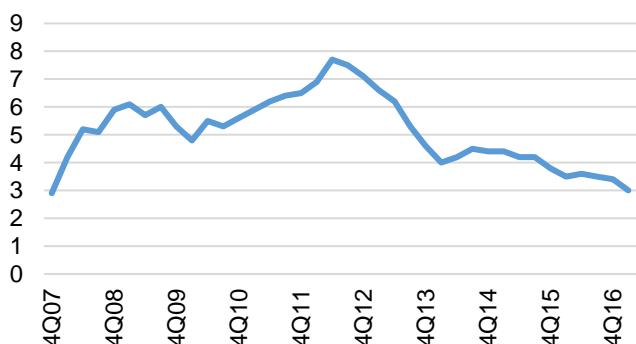


Źródło: NBP

Dynamika wzrostu cen w latach 2006-2007 tłumaczy silne wzrosty liczby oddawanych mieszkań w latach 2008-2009. Deweloperzy widząc potencjał w rosnących zyskach zaczęli masowo budować mieszkania, których oddania miały miejsce ok. 2 lata później. Wówczas popyt nie nadążył za gwałtownym wzrostem podaży, co przełożyło się na silne spadki cen. Obecnie mamy do czynienia z sytuacją w której zarówno liczba oddanych mieszkań, jak i ceny rosną, ale odbywa się to w tempie zdecydowanie wolniejszym niż miało to miejsce w czasach hossy sprzed 10 lat.

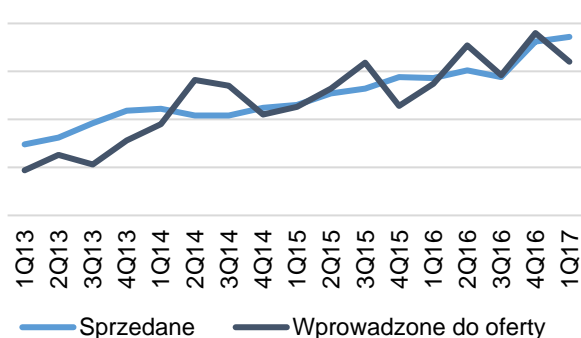
Na koniec 1Q17 liczba mieszkań z rynku pierwotnego znajdujących się w sprzedaży w 6 aglomeracjach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań oraz Łódź) wynosiła 50 tys. i była o ponad 6 tys. lokali mniejsza od historycznie najwyższego poziomu (2Q12). Na tych rynkach w ciągu ostatnich 4 kwartałów (2Q16-1Q17) sprzedano 66 tys. mieszkań, co sugeruje, że przy obecnej ofercie i tempie sprzedaży wystarczyłyby 3 kwartały, aby wyprzedać całą obecną ofertę. Warto dodać, że w okresie od 1Q13 do 1Q17 sprzedano 6 tys. mieszkań więcej niż wprowadzono do oferty (211 tys. vs. 205 tys.), co sugeruje, że rynek znajduje się w równowadze i nie występuje presja czasowa na zakup nieruchomości na własne potrzeby.

Wykres: Teoretyczny czas wyprzedaży oferty (kwartały) w 6 aglomeracjach



Źródło: REAS

Wykres: Mieszkania sprzedane i wprowadzone do oferty (tys.) w 6 aglomeracjach

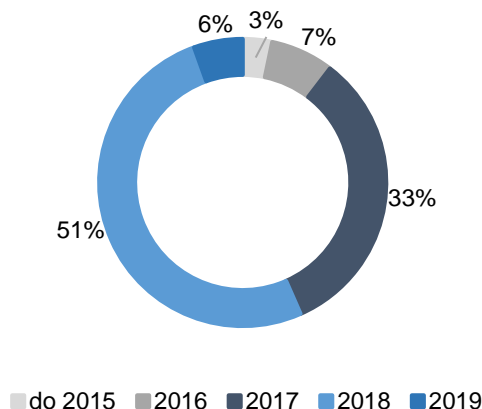


Źródło: REAS

W skład oferty na koniec 1Q17 wchodziły mieszkania, które zostały ukończone do 2016 r. (10%), z planowanym terminem ukończenia w tym roku (33%) oraz te, których realizacja przewidziana jest na lata 2018-2019. Warto dodać, że wg REAS, ok. 75% mieszkań w budynkach, które mają zostać ukończone w tym roku, zostało już sprzedanych. Oznacza

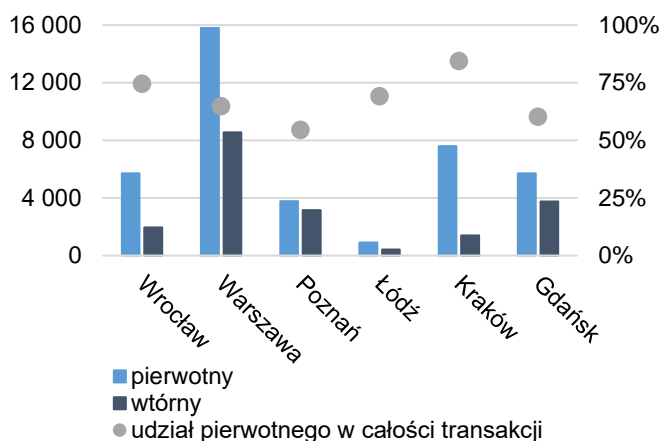
to, że przeciętnie deweloperzy mają już pokrytą znaczącą część kosztów inwestycji w projektach, które w tym roku zaczną przekazywać klientom. Oznacza to, że okres zwrotu środków zainwestowanych w projekt może nawet nie przekraczać 2 lat.

Wykres: Struktura oferty w 6 aglomeracjach wg deklarowanej przez dewelopera daty zakończenia budowy



Źródło: REAS

Wykres: Liczba transakcji kupna mieszkań w podziale na rynki dla 6 miast



Źródło: NBP

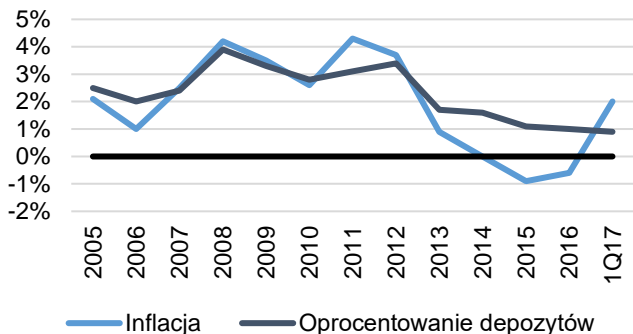
## 2. Przyczyny wzrostu sprzedaży mieszkań

### 2.a. Niskie stopy procentowe

Jednym z najistotniejszych powodów dla których rośnie sprzedaż mieszkań są historycznie niskie stopy procentowe. Ich poziom przekłada się pośrednio na oprocentowanie depozytów oraz oprocentowanie kredytów hipotecznych. Oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych wg NBP wyniosło w marcu 2017 r. 0,9%. Od początku roku nie przekraczało 1%, a od 2013 r. nie było wyższe niż 2%. Tak niski poziom oprocentowania nie zachęcał do trzymania środków na depozycie. Od początku roku sytuacja dla zwolenników lokat jeszcze się pogorszyła, ponieważ inflacja osiągnęła dodatnie poziomy, także trzymając gotówkę na depozycie realnie się traci. Dodatkowo, w 1Q17 poziom realnych stóp procentowych zszedł poniżej 0%, a więc taka sytuacja powinna dalej sprzyjać zwiększonemu popytowi na mieszkania.

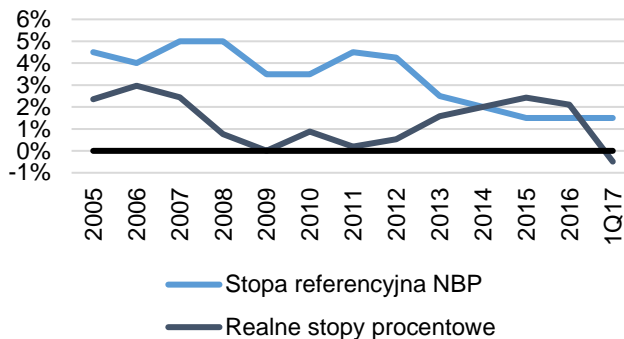


Wykres: Inflacja vs. oprocentowanie depozytów



Źródło: GUS, NBP

Wykres: Stopy procentowe w Polsce



Źródło: GUS

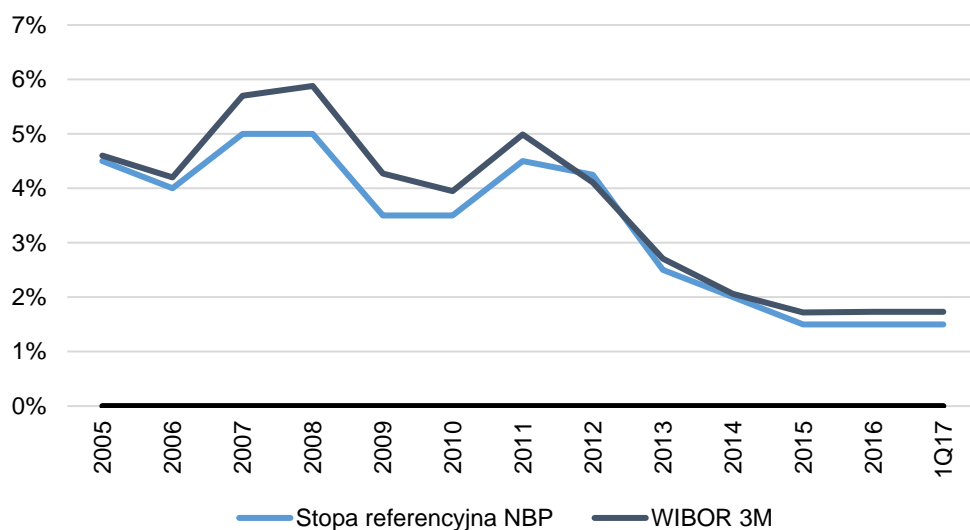
Niekorzystna sytuacja na rynku lokat przekłada się na wzrost zakupów mieszkań za gotówkę. Wg danych NBP szacunkowy udział zakupów gotówkowych mieszkań na rynku pierwotnym w 7 miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa oraz Wrocław) wyniósł 65% w 4Q16. Te same szacunki mówią o 66% udziale zakupów gotówkowych w 1Q12, a więc wg szacunków NBP udział ten się zmniejszył na przestrzeni lat. Zdecydowanie inne sygnały płyną od zarządów deweloperów mieszkaniowych, którzy mają notowane instrumenty finansowe na rynku giełdowym. Z prezentacji wynikowej Dom Development S.A. za 1Q17 wynika, że 34% transakcji spółki jest realizowanych za gotówkę. Natomiast z naszych rozmów z zarządami deweloperów mieszkaniowych wynika, że procent transakcji gotówkowych kilka lat temu był jednocyfrowy. Naszym zdaniem szacunki NBP są błędne, ponieważ wartość transakcji mieszkaniowych na rynku pierwotnym w 7 miastach jest szacowana w oparciu o liczbę sprzedanych mieszkań w oparciu o dane firmy REAS, a nie o własne statystyki. Firma REAS dostarcza dane o sprzedaży mieszkań w 6 aglomeracjach, a więc dodatkowo uwzględnia Sopot i większe obszary (aglomeracje vs. miasta). Dla przykładu, według danych firmy REAS w 4Q15 w sześciu aglomeracjach sprzedano ok. 14,4 tys. mieszkań, podczas gdy statystyki NBP mówią o 8,9 tys. sprzedanych lokali w tym okresie (b.d. dot. Gdyni). Na potrzeby wyliczenia udziału zakupów gotówkowych NBP przyjęło wartość transakcji (za gotówkę i kredyt) 5,4 mld zł w 4Q15 (bazujących na danych firmy REAS), podczas gdy ze statystyk NBP wynika, że w tym okresie (b.d. dot. Gdyni) wartość transakcji wyniosła ok. 3,1 mld zł. W dalszej części raportu przyjęliśmy zatem, że dane z Dom Development S.A. będą stanowiły bazę odniesienia jeśli chodzi o udział transakcji gotówkowych. Z uwagi na brak rzetelnych danych dotyczących udziału zakupów inwestycyjnych przyjmujemy, że równa się on udziałowi zakupów gotówkowych.

Inwestorzy gotówkowi obecnie mogą liczyć na rentowność z wynajmu rzędu ok. 5% brutto. Jest to o ok. 4 pkt. proc. więcej niż wynosi średnie oprocentowanie lokat wg danych NBP oraz o ok. 3 pkt. proc. więcej niż wynosi oprocentowanie depozytów oferowanych przez niektóre banki. Oprócz zysków z wynajmu mieszkania, inwestorzy liczą na wzrost wartości mieszkania w przyszłości oraz zabezpieczenie przed inflacją. Dodatkowo, część inwestorów może traktować inwestycję w mieszkanie jako dywersyfikację portfela oraz zabezpieczenie na przyszłość dzieci. Według danych Ministerstwa Finansów w 2015 r. dochody z tytułu najmu i dzierżawy rozliczało 611 tys. podatników (469 tys. wg stawki ryczałtowej oraz 142 tys. wg skali podatkowej). Dane te nie uwzględniają osób prowadzących działalność gospodarczą i rozliczających wynajem wg stawki liniowej. Dodatkowo, na rynku działają także osoby wynajmujące mieszkania i nierozliczające podatku. Zakładamy, że łącznie liczba osób, która wynajmuje mieszkania mieści się w przedziale 1-2 mln.



Czynnikiem sprzyjającym zakupom mieszkań jest również niskie oprocentowanie kredytów, co pośrednio wynika z historycznie niskich stóp procentowych. Z reguły oprocentowanie kredytu uzależnione jest od stawki WIBOR 3M powiększonej o marżę banku. Marże ok. 1,5 roku temu wzrosły, co wynikało z przerzucenia podatku bankowego na klientów banków, ale na przestrzeni ostatnich lat nie zmieniały się one na tyle, aby wywarły istotny wpływ na rynek mieszkaniowy. Obecnie oprocentowanie nowego kredytu uwzględniające stawkę WIBOR 3M oraz marżę banku wynosi ok. 4%.

Wykres: Stopy procentowe vs. WIBOR 3M



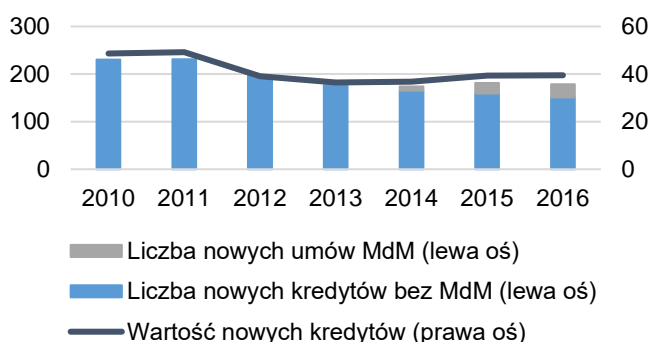
Źródło: GUS, stooq.com

Niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych sprawiło, że część klientów uzyskała zdolność kredytową. Kredytobiorcy finansując zakup mieszkania kierują się głównie obecną wysokością raty i przywiązują mniejszą wagę do możliwości wzrostu rat w przypadku wzrostu stóp procentowych w przyszłości. Dla części kredytobiorców wyższe stopy procentowe oznaczałyby na tyle wysokie koszty utrzymania gospodarstwa domowego, że banki nie udzieliłyby kredytu. Stąd kredytobiorcy mogą być zmotywowani do kupna mieszkania, aby w przyszłości (po podwyżkach stóp) nie spotkać się z odrzuceniem wniosku kredytowego.

Jak wspomnieliśmy wcześniej, obecnie oprocentowanie kredytu wynosi ok. 4%, podczas gdy na wynajmie nieruchomości można zarabiać mniej więcej 5%. Z punktu widzenia lokatora oznacza to, że więcej płaci wynajmującemu za najem mieszkania (5%) niż płaciłby za kredyt (4%). Niższy koszt odsetkowy w porównaniu z czynszem płaconym wynajmującemu niejednokrotnie przyczynia się do podjęcia decyzji o zakupie mieszkania na kredyt, aby nie płacić właścicielowi mieszkania tylko „płacić sobie” poprzez spłatę kredytu. Gdyby jednak uwzględnić koszty transakcyjne zakupu mieszkania, koszty czynszu, ubezpieczenia oraz amortyzacji mieszkania, to można założyć, że kupno mieszkania na kredyt przy wysokim zadłużeniu jest równie kosztowne co najem. Sytuacja kredytobiorcy może jednak ulec znacznemu pogorszeniu w przypadku podwyżki stóp procentowych. Dlatego o zakupie mieszkania potrafią decydować emocje, tj. chęć posiadania własnego mieszkania, co szczególnie ma miejsce w przypadku rodzin. Natomiast jeśli mowa o pokoleniu wchodzącym na rynek pracy to coraz częściej młodzi ludzie doceniają mobilność i brak zadłużania się, co sprzyja rozwojowi rynku najmu.

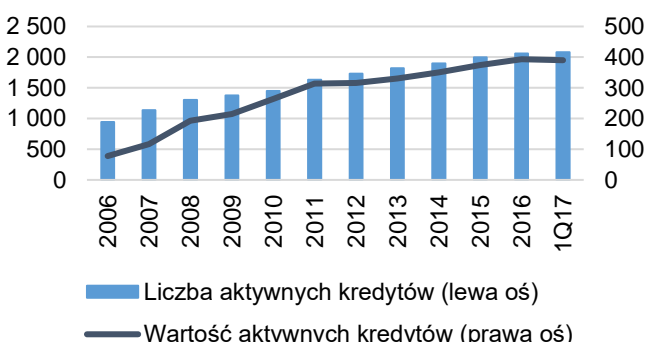
Od 2013 r. wartość nowo udzielanych kredytów hipotecznych w skali roku utrzymuje się w przedziale 36-39 mld zł, a ich liczba oscyluje między 174-181 tys. Z kolei wartość oraz liczba czynnych kredytów w latach 2013-2016 zwiększyła się o odpowiednio 77 mld zł oraz 326 tys., zatem przyrost czynnych umów netto stanowił mniej więcej połowę nowo podpisanych umów. W 1Q17 widoczny jest 20% wzrost liczby udzielonych kredytów hipotecznych w porównaniu z 4Q16, co wynika ze znaczącego udziału kredytów MmM we wszystkich nowych kredytach mieszkaniowych (30%). W przyszłych kwartałach tego roku spodziewamy się, że kredyty MmM nie będą zawyżały statystyk, bowiem przyjmowanie wniosków u udzielenie wsparcia w głównej mierze będzie miało miejsce w 2018 r.

Wykres: Liczba (tys.) oraz wartość (mld zł) nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny w okresie



Źródło: Raporty AMRON-SARFiN: 4/2016 oraz 1/2017

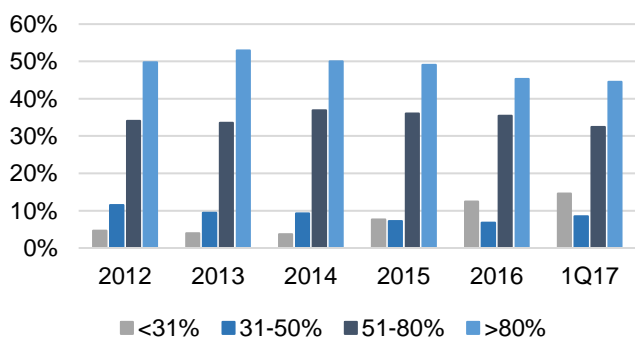
Wykres: Liczba (tys.) oraz wartość (mld zł) czynnych umów o kredyt hipoteczny na koniec okresu



Źródło: Raporty AMRON-SARFiN: 4/2016 oraz 1/2017

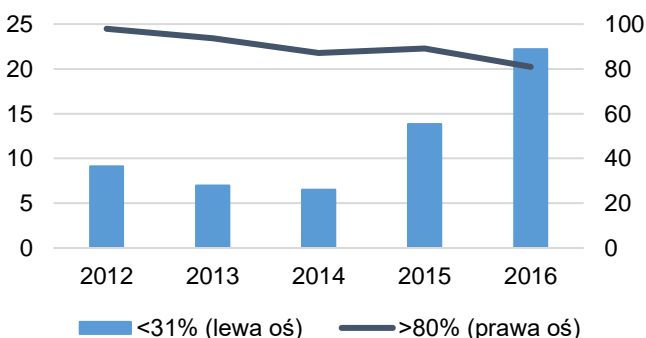
O ile w okresie 2013-2016 istotnym zmianom nie ulegało tempo zaciągania kredytów, o tyle już struktura zadłużenia uległa bardziej widocznym zmianom. W 2013 r. kredyty o zadłużeniu do 30% wartości mieszkania stanowiły 4% nowo udzielonych kredytów hipotecznych, podczas gdy w 2016 r. odsetek ten stanowił już 12% (15% w 1Q17). W wartościach nominalnych ilość nowych kredytów z niskim lewarem wzrosła z 7 tys. do 22 tys. (+15 tys.). Natomiast w przypadku kredytów z najwyższym zadłużeniem (od 80%) 4 lata temu stanowiły one 53% nowych umów, podczas gdy w 2016 r. ich udział wyniósł 45%. Nominalnie, liczba nowych kredytów z wysokim lewarem spadła z 94 tys. do 81 tys. (-13 tys.). Mniej istotne zmiany zachodziły w przedziałach zalewarowania 31-50% oraz 51-80%.

Wykres: Struktura wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów



Źródło: Raporty AMRON-SARFiN: 4/2016 oraz 1/2017

Wykres: Liczba (tys.) nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny w okresie w zależności od wskaźnika LtV



Źródło: Raporty AMRON-SARFiN, obliczenia DM Michael/Ström

Oczekujemy, że udział i liczba nowych kredytów z zadłużeniem powyżej 80% spadnie w 2017 r. na co wpływ będzie miała Rekomendacja S Komisji Nadzoru Finansowego. Zgodnie z jej zapisami wymagany przez banki wkład własny od 2017 r. wynosi 20%. W 2016 r. minimalny wkład własny wynosił 15%, a więc zwiększenie wkładu własnego o 5 pkt. proc. (gdyby kredytobiorca chciał wpłacić całość wkładu własnego w gotówce) będzie się wiązało z koniecznością wniesienia dodatkowym 15 tys. zł (dla przykładowej transakcji na 300 tys. zł). Natomiast rekomendacja dopuszcza możliwość zastosowania mniejszego wkładu własnego (min. 10%) przy dodatkowym ubezpieczeniu lub zabezpieczeniu. Według danych AMRON-SARFiN w 1Q17 odsetek nowo udzielonych kredytów z LtV >80% wyniósł 45%, co potwierdza wysokie zainteresowanie tymi kredytami. Zakładamy, że zmiany jakie niesie za sobą Rekomendacja S nie wpłyną istotnie na ilość zawieranych transakcji. Warto dodać, że wg obecnych przepisów prawa w przyszłości nie będzie już podwyższany minimalny poziom wkładu własnego.

## 2.b. Mieszkanie dla Młodych

„Mieszkanie dla Młodych” to rządowy program wsparcia w nabyciu mieszkania, realizowany w latach 2014-2018 przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa. Program polega na udzieleniu dofinansowania wkładu własnego oraz dodatkowego finansowego wsparcia w formie spłaty części kredytu. Dofinansowanie ma miejsce w związku z ubieganiem się o kredyt na nabycie mieszkania zaspokajającego własne potrzeby mieszkaniowe nabywcy. Warunkiem otrzymania wsparcia jest m.in. zaciągnięcie kredytu w kwocie stanowiącej co najmniej 50% ceny zakupu nieruchomości na okres co najmniej 15 lat.

Program ma funkcjonować do 2018 r., co naszym zdaniem przyczyni się do zawarcia kolejnych ok. 18 tys. umów. Tabela poniżej przedstawia szczegóły wykorzystania środków na dzień 30 kwietnia 2017 r.

Tabela: Kwoty finansowego wsparcia w MdM

mln zł	2014	2015	2016	2017	2018
Kwota maksymalnego limitu środków zaplanowana na udzielanie finansowego wsparcia	600	615	730	746	762
Kwota dostępnego limitu środków zaplanowana na udzielanie finansowego wsparcia	570	584	694	709	381
Kwota i poziom wykorzystanego limitu środków na podstawie wniosków nabywców o finansowe wsparcie przekazanych do BGK	207 35%	521 85%	702 96%	682 91%	381 50%

Źródło: BGK

Do 20 maja 2017 r. zawarto 93 712 umów kredytowych MdM (89 420 umów dotyczyło mieszkań, a 4 292 domów jednorodzinnych). Skumulowana wartość dofinansowania to 2,4 mld zł, podczas gdy łączna kwota udzielonych kredytów wyniosła 16,3 mld zł. Z kolei ogólna wartość inwestycji na które zawarto umowy jest równa 20,8 mld zł. Średnia powierzchnia nabywanego w programie mieszkania wyniosła dotychczas 53,9 m<sup>2</sup> (segment popularny), a jego cena to 218 tys. zł (średnio 4 045 zł / m<sup>2</sup>).

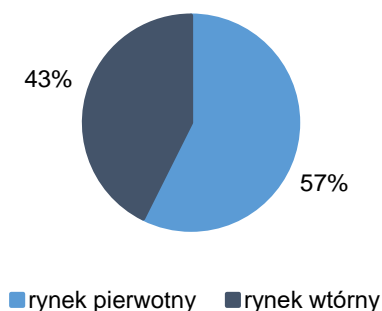
Tabela: MdM w liczbach

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Liczba umów:</b>	<b>9 141</b>	<b>21 888</b>	<b>27 085</b>	<b>24 320</b>	<b>11 278</b>
- rynek pierwotny	9 141	16 879	15 542	14 831	9 353
- rynek wtórny	0	5 009	11 543	9 489	1 925
<b>Kwota w mln zł:</b>	<b>207</b>	<b>521</b>	<b>700</b>	<b>675</b>	<b>316</b>
- rynek pierwotny	207	400	413	431	271
- rynek wtórny	0	120	287	244	45

Źródło: Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa

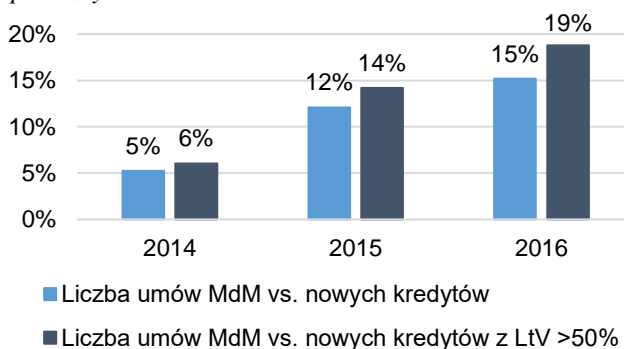
Dotychczas 70% umów MdM było zawieranych na rynku pierwotnym, aczkolwiek należy pamiętać, że w pierwszym roku funkcjonowania programu, dofinansowania nie były dostępne dla rynku wtórnego. W 2015 r. umowy z rynku wtórnego stanowiły 23%, podczas gdy w 2016 r. ich udział wynosił już 43%. Liczba umów MdM w 2016 r. stanowiła 15% wszystkich nowo zawartych kredytów hipotecznych (vs. 12% w 2015 r. oraz 5% w 2014 r.). Z kolei w nowo zawartych kredytach hipotecznych z maksymalnie 50% wkładem własnym (na takich warunkach mogą być udzielane dofinansowania w MdM) udział umów MdM w 2016 r. stanowił 19% (vs. 14% w 2015 r. oraz 6% w 2014 r.).

Wykres: Struktura rynkowa zawartych umów kredytowych ze wsparciem MdM w 2016 r.



Źródło: Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa, obliczenia DM Michael/Ström

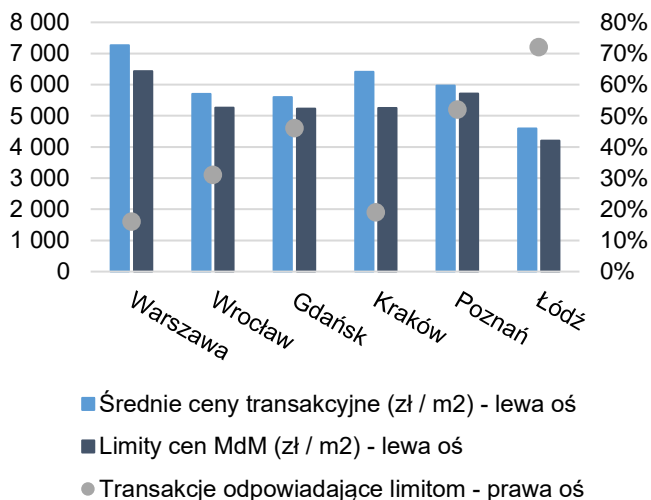
Wykres: udział umów w MdM w nowo udzielonych kredytach hipotecznych



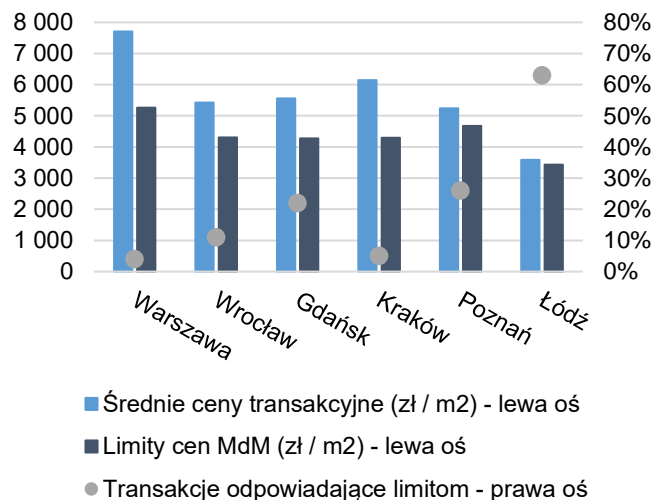
Źródło: Raport AMRON-SARFiN 4/2016, Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa, obliczenia DM Michael/Ström

Przyglądając się średnim cenom transakcyjnym, limitom MdM oraz udziałowi transakcji odpowiadającym tym limitom można wysnuć wniosek, że za wzrost udziału rynku wtórnego w MdM odpowiadają transakcje w miastach innych niż Warszawa, Wrocław, Gdańsk, Kraków, Poznań czy też Łódź.

Wykres: Dane z rynku pierwotnego w 1Q17



Wykres: Dane z rynku wtórnego w 1Q17



Źródło: Raport AMRON-SARFiN 1/2017

Źródło: Raport AMRON-SARFiN 1/2017

Przypomnijmy, że w 2016 r. w ramach MdM zawarto 15 542 umowy na rynku pierwotnym oraz 11 543 umowy na rynku wtórnym. Gdyby skonfrontować udział transakcji odpowiadającym limitom MdM wg raportów AMRON-SARFiN 1-4/2016 z ilością transakcji w poszczególnych miastach wg danych Narodowego Banku Polskiego, to liczba transakcji odpowiadających limitom MdM w tych miastach wyniosła 11 011 na rynku pierwotnym oraz 3 038 na rynku wtórnym. Trzeba pamiętać, że liczba transakcji odpowiadających limitom MdM to maksymalna potencjalna liczba (zakładając, że zostały spełnione inne warunki MdM jak np. metraż mieszkania, pierwsze mieszkanie w rodzinie itd.) mieszkań, która mogła, ale nie musiała być zawarta w MdM. Zakładając, że połowa mieszkań z potencjału została kupiona w MdM, to w 6 miastach na rynku pierwotnym skorzystano by w 2016 r. z MdM 5 506 razy, podczas gdy na rynku wtórnym ta liczba wyniosłaby 1 519. Według NBP w 2016 r. sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w 6 miastach wyniosła 39 524, zatem szacunkowy średni udział transakcji MdM wyniósł kilkanaście procent, podczas gdy w samej Warszawie było to poniżej 10%. Nie należy zatem oczekiwać, że wygaszenie programu MdM spowoduje istotne zmiany na rynku pierwotnym w tych 6 miastach. Może oczywiście spowodować pewne spadki sprzedaży na obrzeżach miast, gdzie znajdują się mieszkania mieszczące się w limitach MdM.

Tabela: Transakcje na rynku mieszkaniowym w 2016 r.

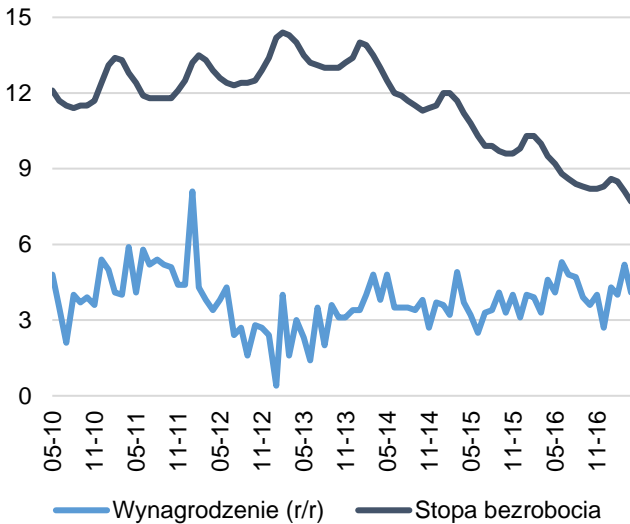
Miasto	Rynek	Liczba transakcji	Udział transakcji odpowiadających limitom	Liczba transakcji odpowiadających limitom	Liczba transakcji odpowiadających limitom * 50%	(Liczba transakcji odpowiadających limitom * 50%) / Liczba transakcji
WROCLAW	pierwotny	5 710	25%	1 439	720	13%
	wtórny	1 947	12%	232	116	6%
WARSZAWA	pierwotny	15 810	17%	2 627	1 313	8%
	wtórny	8 553	7%	637	318	4%
POZNAŃ	pierwotny	3 782	54%	2 060	1 030	27%
	wtórny	3 147	32%	1 003	501	16%
ŁÓDŹ	pierwotny	911	73%	661	331	36%
	wtórny	406	72%	293	146	36%
KRAKÓW	pierwotny	7 606	18%	1 395	697	9%
	wtórny	1 402	9%	120	60	4%
GDAŃSK	pierwotny	5 705	50%	2 829	1 414	25%
	wtórny	3 762	20%	753	377	10%
<b>6 MIAST</b>	<b>pierwotny</b>	<b>39 524</b>	<b>28%</b>	<b>11 011</b>	<b>5 506</b>	<b>14%</b>
	<b>wtórny</b>	<b>19 217</b>	<b>16%</b>	<b>3 038</b>	<b>1 519</b>	<b>8%</b>

Źródło: Raporty AMRON-SARFiN 1-4/2016, NBP, szacunki DM Michael/Ström DM

## 2.c. Wzrost wynagrodzeń i niska stopa bezrobocia

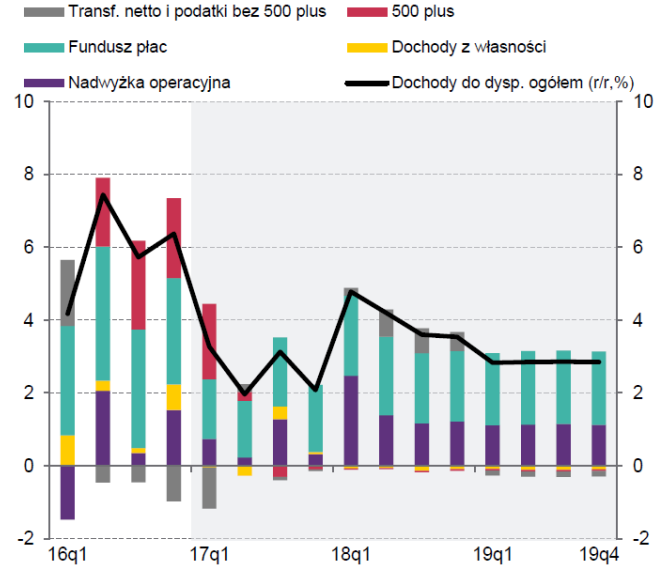
Wzrostowi liczby transakcji na rynku mieszkaniowym niewątpliwie sprzyja sytuacja na rynku pracy. Od kilku lat średnioroczne tempo wzrostu wynagrodzeń przekracza 3%. Dodatkowo, w Polsce odnotowywana jest historycznie najniższa stopa bezrobocia, której poziom w kwietniu 2017 r. wyniósł 7,7%. Rynek „pracownika” mógł się przyczynić do wzrostu wynagrodzeń do takiego poziomu, dzięki któremu niektóre osoby uzyskały zdolność kredytową. Oprócz tego rynek „pracownika” wśród niektórych osób może rozbudzać apetyty na dalszą poprawę sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, bez refleksji o potencjalnym pogorszeniu się budżetu domowego na skutek gorszych warunków pracy lub potencjalnego wzrostu stóp procentowych. Co więcej, w 2016 r. na wzrost dochodów do dyspozycji istotny wpływ miał program 500+. W przyszłości program ten nie będzie poprawiał rocznych dynamik, ale rodziny dalej będą otrzymywały świadczenia (o ile ciągle będą spełniały wymogi programu).

Wykres: zmiana wynagrodzeń i stopa bezrobocia w Polsce



Źródło: stooq.com

Wykres: Dekompozycja dochodów do dyspozycji (ceny stałe)



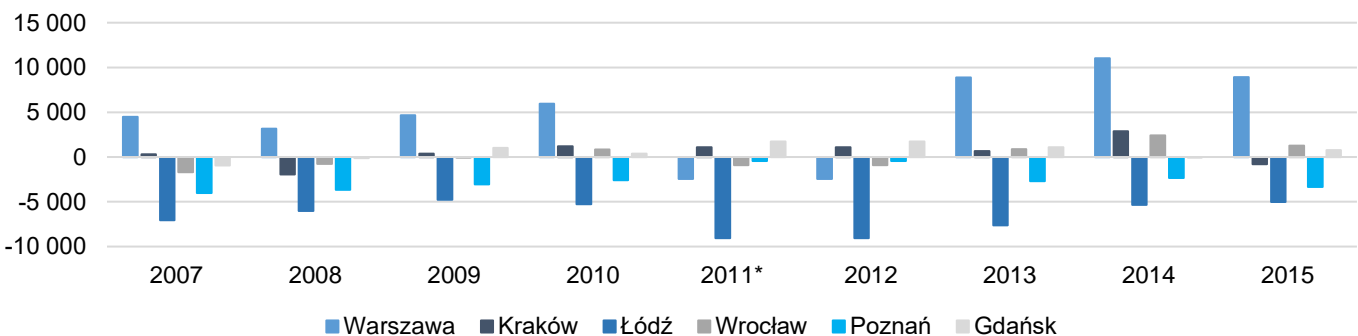
Źródło: NBP

## 2.d. Migracja Polaków do miast

Częstym kierunkiem ludzi kończących szkoły średnie są duże polskie ośrodki akademickie. Samo pojawienie się studentów w dużych miastach sprzyja przede wszystkim w początkowej fazie rynkowi najmu. Część ludzi zostaje w mieście, gdzie ukończyła studia i albo pozostaje na rynku najmu, albo podejmuje decyzję o kupnie mieszkania. O ile w okresie studenckim studenci rzadko kiedy wynajmują w pojedynkę całe mieszkania, o tyle po zakończeniu studiów i rozpoczęciu kariery zawodowej u osoby dorosłej spada chęć do dzielenia się pokojem czy nawet mieszkaniem.

Największy przyrost ludności w latach 2007-2015 miał miejsce w Warszawie (42 tys.), natomiast największy spadek odnotowano w Łodzi (59,3 tys.). W ostatnich trzech latach (2013-2015) średniorocznie liczba mieszkańców Warszawy zwiększała się o 9,6 tys., a liczba mieszkańców Łodzi zmniejszała się o 6,0 tys. Liczba mieszkańców rośnie jeszcze we Wrocławiu (średniorocznie 1,5 tys. w latach 2013-2015), Krakowie (0,9 tys.) oraz Gdańsku (0,6 tys.), natomiast Poznań się wyludnia w średniorocznym tempie 2,8 tys.

Wykres: Zmiana ludności w 6 miastach

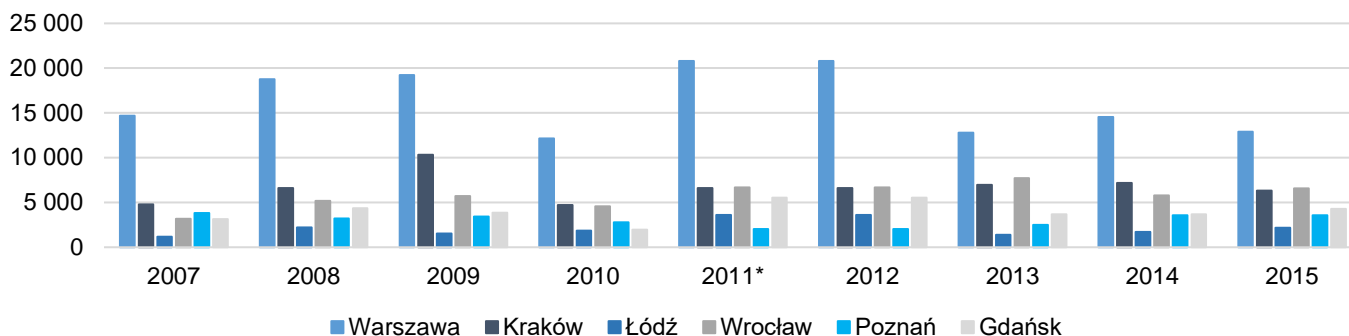


Źródło: GUS, \*szacunki na podstawie danych z lat 2010 oraz 2012



W każdym z tych miast co roku zwiększała się liczba mieszkań. Najwięcej zwiększyła się ona w Warszawie (146,6 tys. w latach 2007-2015 oraz 13,4 tys. średniorocznie w latach 2013-2015). Następnie, największe zmiany zachodziły odpowiednio w Krakowie (60,2 tys. / 6,8 tys.), Wrocławiu (52,1 tys. / 6,7 tys.), Gdańsku (36,0 tys. / 3,9 tys.), Poznaniu (27,0 tys. / 3,2 tys.) oraz Łodzi (19,3 tys. / 1,8 tys.).

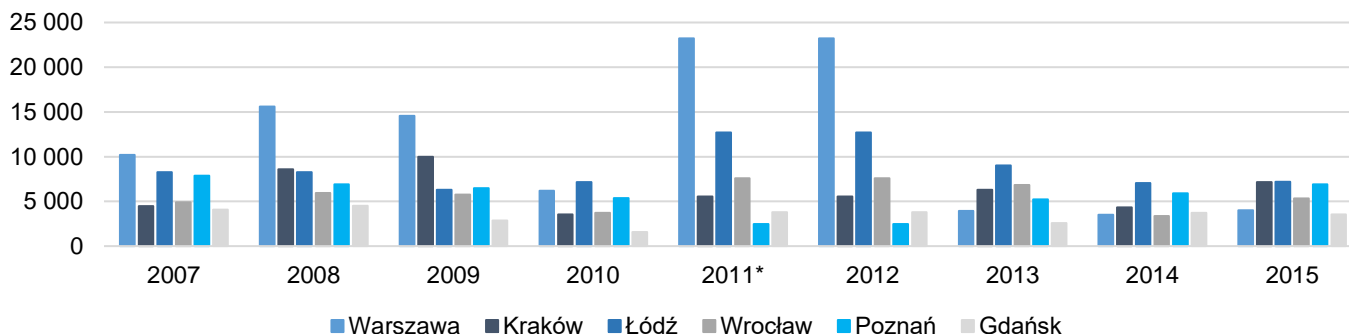
Wykres: Zmiana liczby mieszkań w 6 miastach



Źródło: GUS, \*szacunki na podstawie danych z lat 2010 oraz 2012

Co ciekawe, co roku w każdym z tych miast zmiana liczby mieszkań była większa od zmiany liczby mieszkańców. Oznacza to, że średnio na jednego nowego mieszkańca przypadało więcej niż jedno nowe mieszkanie. Uważamy, że oficjalnie dane mogą być zaniżone z uwagi na oficjalny brak zmiany miejsca zamieszkania przez część osób migrujących do miast. Dodatkowo, część osób posiadających mieszkania wybudowane kilkadziesiąt lat temu decyduje się na zakup nowego lokalu, aby podwyższyć standard życia. Z tabeli poniżej wynika, że w dłuższym okresie (2007-2015) ponownie Warszawa prowadzi pod względem nadwyżki mieszkań nad ludnością (104,4 tys.), natomiast w krótkim terminie (2013-2015) średnioroczna nadwyżka w stolicy jest druga z najniższych (3,8 tys.). Pod kątem nadwyżki w krótkim terminie „przodują” wyludniające się miasta, a więc Łódź (7,8 tys.) oraz Poznań (6,0 tys.). Kolejne miasta to Kraków (5,9 tys.), Wrocław (5,2 tys.), wspomniana Warszawa oraz Gdańsk (3,3 tys.). Obecne nadwyżki nowych mieszkań nad nowymi mieszkańcami są jedne z najniższych w dziewięcioletniej historii (2007-2015), co nie sugeruje bańki na rynku mieszkaniowym, zwłaszcza w Warszawie.

Wykres: Różnica pomiędzy zmianą ilości mieszkań, a zmianą ludności w 6 miastach



Źródło: GUS, \*szacunki na podstawie danych z lat 2010 oraz 2012

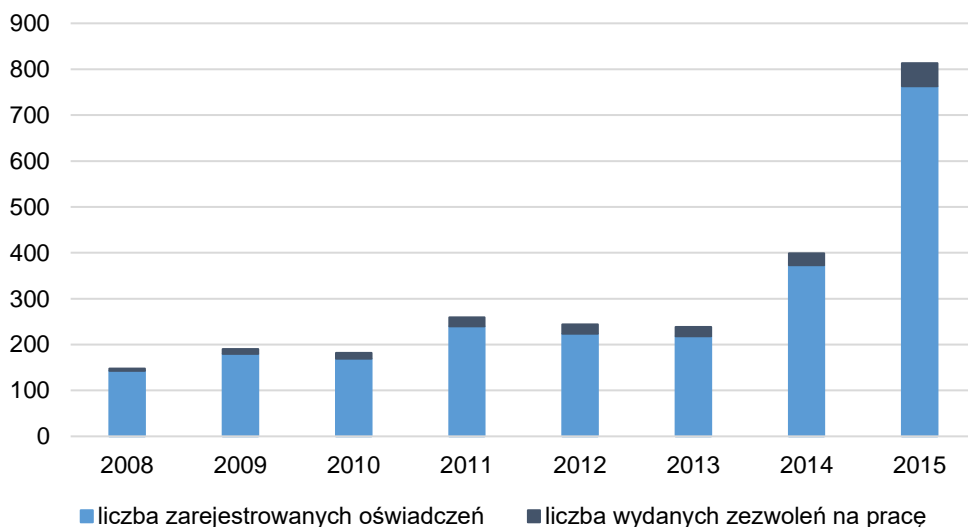
## 2.e. Zmiany na rynku najmu

Według danych Eurostatu z 2014 r. nieco ponad 4% Polaków mieszkało w lokalach, których nie byli właścicielami. Dotyczy to ludzi, którzy najmowali mieszkanie na wolnym rynku (nie uwzględnia się osób, którzy np. mieszkali w cudzym lokalu i nie płacili za jego najem). Spośród państw należących do EU-28 jedynie w 7 z nich odsetek ten był niższy. Uważamy, że rynek w Polsce może powoli zbliżać się do średniej Unii Europejskiej (19%), czemu powinny sprzyjać zmiany pokoleniowe. Naszym zdaniem w największych polskich miastach coraz więcej ludzi (szczególnie będących na początkowym etapie swojej kariery zawodowej) decyduje się na najem mieszkania, a nie jego kupno. W obliczu zmieniającego się świata czy też trybu pracy oraz możliwości migracyjnych zaciągnięcie dużego kredytu staje się coraz mniej atrakcyjną alternatywą. Ludzie zaczynają cenić mobilność i brak zobowiązań, co skłania ich do rynku najmu. Do czynników miękkich dochodzi również racjonalny argument, że zaciągnięcie kredytu na wysokim lewarze nie musi być wysoce opłacalne (zwłaszcza, gdy się uwzględni konieczność cyklicznych remontów) w porównaniu z najmem lokalu. Pod rozwój rynku najmu „grają” inwestorzy gotówkowi o których pisaliśmy wyżej. Dostrzegamy ryzyko pojawienia się zbyt dużej podaży mieszkań na wynajem, co w przypadku materializacji tego ryzyka negatywnie przełożyłoby się na rynek mieszkaniowy.

## 2.f. Napływ Ukraińców i pozostałych obcokrajowców do Polski

Pogarszająca się sytuacja ekonomiczna oraz konflikt zbrojny na wschodzie Ukrainy przyczynił się do wzrostu liczby Ukraińców w Polsce. Wg badań NBP przeprowadzonych w 2015 r. nowa fala migracji Ukraińców (od 2014 r.) ma inną strukturę niż poprzednio. Obecnie ok. 58% migrantów stanowią mężczyźni (vs. 33% poprzednio), a średnia wieku napływających Ukraińców to 33 lata (vs. 43). Dodatkowo, mniej migrantów posiada dzieci: 46% vs. 76%. Ze statystyk wynika, że w całym 2015 r. w Polsce mogło być obecnych ok. miliona Ukraińców, aczkolwiek z uwagi na krótkoterminowy charakter pracy Ukraińców NBP szacuje, że jednocześnie w Polsce przebywało ok. 500 tys. obywateli Ukrainy. Co więcej, 69% studentów z Ukrainy mieszkających w Polsce deklaruje chęć pracy w Polsce w przyszłości lub przynajmniej częściowe związanie zawodowe z Polską.

Wykres. Liczba zarejestrowanych oświadczeń i wydanych zezwoleń na pracę dla Ukraińców (tys.)



Źródło: NBP

Pojawienie się Ukraińców sprzyja rozwojowi rynku mieszkaniowego. Z uwagi na zarobki Ukraińców w Polsce (ok. 2 100 zł netto miesięcznie wg NBP) można przypuszczać, że większość migrantów najmuje mieszkania. Niemniej jednak znajdują się też tacy, którzy nabywają mieszkania w Polsce, co przedstawia poniższa tabela. Jeszcze w 2014 r. wśród osób fizycznych największą powierzchnię lokali mieszkalnych w Polsce nabywali Niemcy (30 tys. m<sup>2</sup>), a na drugim miejscu znajdowali się Ukraińcy (24 tys. m<sup>2</sup>). Rok później obywatele Ukrainy nabyli już 34 tys. m<sup>2</sup> lokali mieszkalnych (+43% r/r), podczas gdy Niemcy 33 tys. m<sup>2</sup> (+11% r/r). Zdecydowanie większa dynamika miała jednak miejsce w 2016 r., bowiem Ukraińcy nabyli 61 tys. m<sup>2</sup> lokali mieszkalnych (+77% r/r), a Niemcy 40 tys. m<sup>2</sup> (+20% r/r). Trzecią narodowością kupującą najwięcej powierzchni mieszkalnych w Polsce byli Brytyjczycy (ok. 13-14 tys. m<sup>2</sup> rocznie). Osoby fizyczny legitymujące się zagranicznym paszportem nabyły w 2016 r. 4 207 mieszkań w Polsce o łącznej powierzchni 250 tys. m<sup>2</sup> (średnio 59 m<sup>2</sup> / mieszkanie). Przy tej średniej wielkości mieszkania można szacować, że Ukraińcy w 2016 r. kupili w Polsce 1 023 mieszkania.

Tabela: Powierzchnia (tys. m<sup>2</sup>) lokali mieszkalnych nabytych w Polsce przez cudzoziemców dla wybranych narodowości

	Osoby fizyczne			Osoby prawne			Razem		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Ukraińcy	24	34	61	0	1	3	25	35	64
Niemcy	30	33	40	2	3	3	32	36	43
Brytyjczycy	13	13	14	2	3	4	15	15	18
Pozostali	102	114	135	41	29	34	144	143	170
<b>RAZEM</b>	<b>170</b>	<b>194</b>	<b>250</b>	<b>46</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>216</b>	<b>230</b>	<b>295</b>

Źródło: MSWiA, obliczenia DM Michael/Ström

Najczęściej wybieranym miastem przy kupnie lokalu przez osoby fizyczne spoza Polski była Warszawa (1 105 mieszkań), Kraków (603) oraz Wrocław (454). Średnia wielkość mieszkania kupowanego przez osoby fizyczne była w stolicy nieco powyżej 60 m<sup>2</sup>, podczas gdy w Krakowie i Wrocławiu nieznacznie poniżej tego metrażu. Warto odnotować, że lokale kupowane przez osoby prawne były większe niż w przypadku osób fizycznych. Największa różnica miała miejsce w Warszawie (+78 m<sup>2</sup>, +123%), podczas gdy we Wrocławiu lokale nabywane przez osoby prawne były większe średnio o 31 m<sup>2</sup> (+53%), a w Krakowie o 8 m<sup>2</sup> (+14%).

Tabela: Dane dotyczące lokali mieszkalnych nabytych w Polsce przez cudzoziemców dla wybranych miast

	Powierzchnia lokali mieszkalnych (tys. m <sup>2</sup> )			Ilość lokali mieszkalnych			Średnia powierzchnia lokali mieszkalnych (m <sup>2</sup> )		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>Osoby fizyczne</b>									
Warszawa	45	55	70	709	898	1 105	64	61	63
Kraków	20	23	35	366	426	603	55	54	58
Wrocław	13	15	27	225	264	454	57	55	59
<b>Osoby prawne</b>									
Warszawa	15	17	21	110	108	151	140	157	141
Kraków	3	3	6	27	47	93	97	62	66
Wrocław	5	1	3	31	12	35	147	84	89
<b>Razem</b>									
Warszawa	61	72	91	819	1 006	1 256	74	71	72
Kraków	23	26	41	393	473	696	57	55	59
Wrocław	17	16	30	256	276	489	68	56	61

Źródło: MSWiA, obliczenia DM Michael/Ström

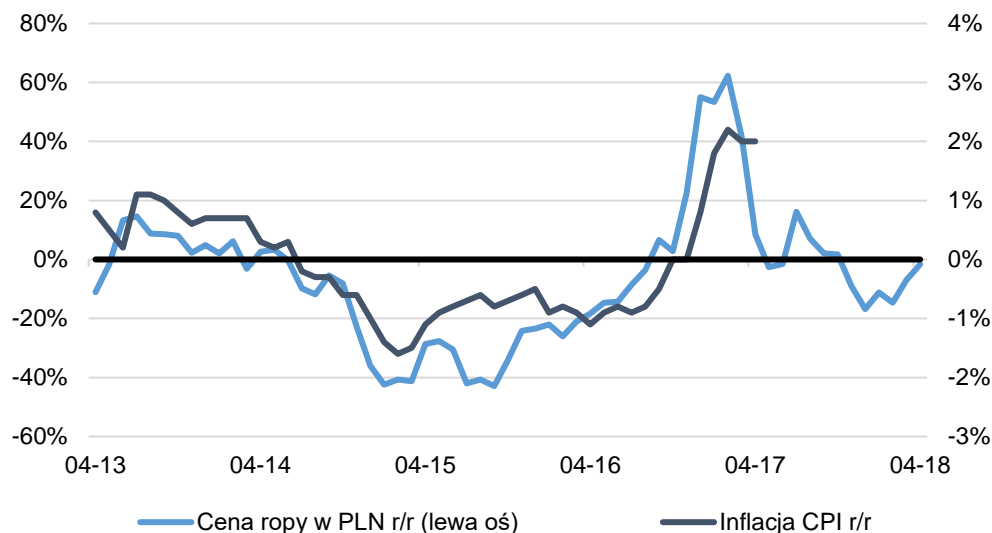
### 3. Kiedy i o ile mogą wzrosnąć stopy procentowe?

Wydaje się, że główną przyczyną, która w przyszłości może spowodować pogorszenie sytuacji na rynku mieszkaniowym będzie wzrost stóp procentowych, dlatego istotny może się okazać przyszły poziom inflacji.

#### 3.a. Inflacja

W skład koszyka inflacyjnego CPI wchodzi 12 kategorii, z czego 3 najważniejsze to: żywność i napoje bezalkoholowe (24% udział), użytkowanie mieszkania i nośniki energii (21%) oraz transport (9%). Istotny wpływ na ceny transportu oraz pośrednio na ceny żywności i napojów bezalkoholowych mają ceny ropy naftowej (koszty energii/paliwa to istotny składników kosztów produkcji żywności, żywność trzeba transportować). Na wykresie poniżej przedstawiono ile wynosiła inflacja w porównaniu z cenami ropy naftowej w przeliczeniu na PLN. Widoczna jest znacząca korelacja (85%). Z wykresu wynika, że najwyższa dynamika cen ropy miał miejsce w lutym br. (+62% r/r), gdy odczyt inflacyjny wyniósł 2,2% (najwyższy od grudnia 2012 r.). Warto zwrócić uwagę na dynamikę cen ropy naftowej po kwietniu br. Pokazuje ona roczne dynamiki zmian ceny ropy naftowej w PLN dla najbliższego roku przy założeniu, że cena ropy w USD oraz kurs USD/PLN nie ulegnie zmianom. Z wykresu wynika, że przy ww. założeniach szczyt dynamiki cen ropy naftowej mamy już za sobą, a w perspektywie 12 miesięcy należy się spodziewać dodatnich dynamik jedynie w czterech miesiącach, z czego najwyższa jest przewidziana na lipiec br., a jej wysokość (+16% r/r) jest dużo niższa od tej odnotowanej w lutym br. Co za tym idzie, spodziewamy się stabilizacji inflacji w tym roku na poziomie, który będzie sprzyjał obecnej (tj. luźnej) polityce monetarnej.

Wykres: Zmiana cen ropy naftowej r/r w PLN oraz wskaźnik inflacji CPI r/r



Źródło: stooq.com, obliczenia DM Michael/Ström

Nasze szacunki idą w parze z prognozami NBP z marca br. zakładającymi inflację CPI w 2017 r. na poziomie 2,0%. Na 2018 r. NBP zakłada dynamikę inflacji również na poziomie 2,0%, a rok później o 0,3 pkt. proc. wyższą. Inflacja na tych poziomach nie będzie naszym zdaniem zachęcała RPP do podwyżek stóp, tym bardziej że obecny skład Rady jest zwolennikiem łagodnej polityki pieniężnej. NBP prognozuje wzrost PKB w 2017 r. rzędu 3,7%, a na lata 2018-2019

zakłada odpowiednio 3,3%-3,2%. Również takie tempo wzrostu PKB (a w szczególności spowolnienie jego tempa wzrostu po 2017 r.) nie powinno być czynnikiem decydującym o podwyżce stóp.

Tabela: Prognozy NBP

	2016	2017	2018	2019
<b>Inflacja CPI (r/r)</b>	<b>-0,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,3%</b>
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (r/r)	-0,2%	0,9%	1,5%	2,1%
- Ceny żywności (r/r)	0,8%	2,9%	1,8%	2,5%
- Ceny energii (r/r)	-3,8%	4,8%	3,8%	2,7%
<b>PKB (r/r)</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>
- Popyt krajowy (r/r)	2,8%	4,3%	3,6%	3,2%
<i>Spożycie indywidualne (r/r)</i>	3,6%	3,9%	3,4%	3,2%
<i>Spożycie publiczne (r/r)</i>	3,9%	3,0%	3,4%	3,4%
<i>Nakłady inwestycyjne (r/r)</i>	-5,5%	6,0%	5,4%	3,9%
- Wkład eksportu netto (r/r)	0,1%	-0,5%	-0,2%	0,1%
<b>Wynagrodzenia (r/r)</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>
<b>WIBOR 3M</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>

Źródło: NBP

Dostrzegamy jednak ryzyko, że inflacja w krótkim terminie może być wyższa od oczekiwań z uwagi na efekt płacowy. Naszym zdaniem rosnące płace, które zwiększają koszty przedsiębiorstw mogą się przyczynić do wzrostu cen usług i towarów wytwarzanych przez firmy. Przedsiębiorcy chcący utrzymać zatrudnienie i rentowność mogą być zmuszeni do podnoszenia cen swoich dóbr, aby osiągnąć ten cel. W naszym odczuciu efekt ten będzie silniej kontrybuował do wzrostu inflacji, aniżeli rosnące dochody gospodarstw domowych.

Niemniej jednak, przy obecnej Radzie Polityki Pieniężnej i prognozach NBP nie należy się spodziewać podwyżek stóp procentowych w krótkim horyzoncie, przy założeniu, że w skali globalnej nie pojawią się nowe istotne zmiany.

### 3.b. Podwyżki stóp przez EBC

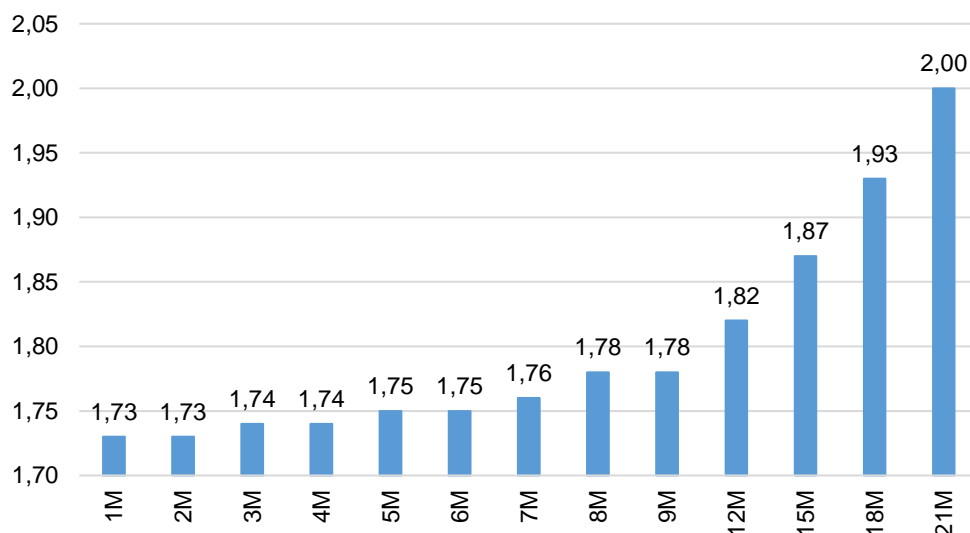
Naszym zdaniem, jednym z powodów dla którego RPP mogłaby podjąć decyzję o podwyżce stóp procentowych byłyby podwyżki stóp procentowych przez zagraniczne banki centralne, zwłaszcza Europejski Bank Centralny oraz amerykański FED. O ile stopniowe podwyżki stóp procentowych w USA w perspektywie roku wydają się oczywiste o tyle polityka EBC jest trudniejsza do przewidzenia. Na rynku pojawiają się plotki o możliwych podwyżkach stóp w strefie euro, aczkolwiek prezes EBC obecnie nie uważa, że obecna luźna polityka powinna zostać zakończona. Dostrzegamy jednak ryzyko, że gdyby EBC zdecydowało się na gwałtowne podwyżki stóp procentowych, co absolutnie nie jest scenariuszem bazowym, to mogłoby zbyt mocno osłabić PLN i w konsekwencji RPP mogłaby się zdecydować na podwyżki. Niemniej jednak, taki scenariusz wydaje się mało prawdopodobny w perspektywie roku, dwóch.

### 3.c. Oczekiwania rynkowe

Sposobem na zbadanie oczekiwań „rynkowych” co do zmian stóp procentowych jest wycena kontraktów FRA. Na dzień 7 czerwca br. kontrakty wyceniały, że za 21 miesięcy WIBOR 3M będzie wynosił 200 bipsów, a więc o 27 bipsów więcej

niż obecnie. Zatem zakładamy, że w perspektywie mniej więcej dwóch lat stopy procentowe wzrosną o 50 bipsów, a w perspektywie roku o ok. 25 bipsów.

Wykres: Wycena kontraktów FRA



Źródło: Thomson Reuters

#### 4. Jak zmieni się rynek mieszkaniowy?

Polski rynek mieszkaniowy czeka na zmiany i to bez znaczenia czy podwyżki stóp będą miały miejsce. Naszym zdaniem podwyżki nie są przesądzone w krótkim terminie, ale w dalszej części raportu dokonaliśmy analiz na wypadek, gdyby jednak miały miejsce. W tej części raportu pokazujemy jakie naszym zdaniem czynniki mogą mieć największy wpływ na rynek mieszkaniowy w Polsce.

##### 4.a. Wzrost oprocentowania lokat

Naszym zdaniem kluczowym czynnikiem, który może spowodować spadek popytu na mieszkania byłaby podwyżka stóp. Uważamy tak, ponieważ dla inwestorów gotówkowych mniej atrakcyjne może okazać się inwestowanie gotówki w mieszkania i branie na siebie ryzyka pustostanów, problemów z lokatorami i ewentualnych kosztów w porównaniu z „bezoobsługowymi” lokatami. Inwestorzy gotówkowi obecnie mogą liczyć na rentowność z wynajmu rzędu ok. 5% brutto, podczas gdy oprocentowanie możliwe do uzyskania z niektórych lokat wynosi ok. 2%. Zatem różnica między rentownością z wynajmu, a oprocentowaniem lokat wynosi obecnie ok. 3 pkt. proc. i na taką premię mogą liczyć inwestorzy gotówkowi. Zakładając pesymistyczny (z punktu widzenia inwestora) scenariusz podwyżek stóp o 50 bipsów i taki sam wzrost oprocentowania lokat, to premia z inwestycji wyniosłaby już 2,5 pkt. proc. Kluczowe jest zatem jaką minimalną premię będą akceptowali inwestorzy i o ile wzrośnie oprocentowanie lokat. Na pierwsze pytanie każdy inwestor może mieć inną odpowiedź, natomiast potencjał wzrostu oprocentowania lokat wydaje się ograniczony poziomem potencjalnej zmiany stóp. Naszym zdaniem wzrost oprocentowania lokat może być niższy od podwyżki stóp z uwagi na nadpłynność sektora bankowego, która w przypadku podwyżki stóp procentowych może stać się jeszcze



bardziej płynna z uwagi na ograniczenie akcji kredytowej, co powinno nastąpić w sytuacji zacieśniania polityki monetarnej.

Założmy hipotetycznie, że w obecnej sytuacji rynkowej inwestor nabywa mieszkanie o powierzchni 45 m<sup>2</sup> po cenie 8 500 zł / m<sup>2</sup> (382 500 zł) i zarabia na jego wynajmie 5% (19 125 zł) rocznie. Gdyby stopy (i analogicznie oprocentowanie lokat) wzrosły o 50 bipsów i właścicielowi nie udało się „przerzucić” podwyżki stóp na najemców (w naszej ocenie nie ma związku pomiędzy poziomem stóp procentowych, a stawkami najmu), to premia inwestora wyniosłaby 2,5 pkt. proc., chyba że inwestor nabyłby to mieszkanie za 9% mniej (347 727 zł), to wtedy przy tej samej wartości nominalnej czynszu (19 125 zł) zarabiałby 5,5%, a więc jego premia wynosiłaby dalej 3 pkt. proc. Naszym zdaniem w przypadku podwyżek stóp deweloperzy w pierwszej kolejności nie zmienią cen, a te wyliczenia są jedynie teoretyczne. Pokazują one jednak, że gdyby przy podwyżce stóp o 50 bipsów całość inwestorów gotówkowych zniknęła z rynku, to deweloperzy schodząc z cenami o 9% sprawiliby, że inwestycja w mieszkanie na wynajem byłaby relatywnie tak samo opłacalna. Przypuszczamy, że takie obniżki cen u większości deweloperów sprawiłyby, że projekty dalej byłyby rentowne. Gdyby jednak obniżki spowodowały straty na zrealizowanych projektach, to warto pamiętać, że deweloper z tytułu sprzedaży mieszkania otrzymuje znaczące środki pieniężne (uwalnia nakłady poniesione na zakup gruntu i rozwój projektu), co w większości przypadków byłoby wystarczające do utrzymania płynności spółek. Te wyliczenia pokazują, że w pesymistycznym scenariuszu deweloperzy nie schodząc znacząco z cen mogliby sprawić, że atrakcyjność inwestycji gotówkowych byłaby relatywnie taka sama. Zatem wydaje się, że istnieje ograniczone ryzyko gwałtownych spadków cen mieszkań. Naszym zdaniem, gdyby deweloperzy zdecydowali się na takie obniżki, to na rynku pojawiłby się dodatkowy popyt, który przyczyniłby się do wzrostów obniżonych cen. Naszym zdaniem w przypadku podwyżki stóp może spaść liczba transakcji, a nie ceny mieszkań.

Naszym zdaniem w przypadku pogorszenia się sytuacji na rynku inwestycyjnych zakupów mieszkań najbardziej dotknięci mogą być deweloperzy budujący mieszkania (zwłaszcza kawalerki) w centrach miast.

#### 4.b. Wzrost wynagrodzeń

Przyszły popyt na mieszkania uzależniony jest również od zdolności kredytowej potencjalnych nabywców mieszkań. W tej części przeanalizujemy jak może się zmieniać miesięczne wynagrodzenie netto pomniejszone o ratę kredytu (dochód netto) w przypadku zmian zarówno stóp procentowych, jak i wynagrodzenia.

W marcu br. średnie wynagrodzenie brutto wynosiło 4 578 zł / miesięcznie. Założmy, że osoba zarabiająca średnią krajową chce wziąć na kredyt mieszkanie o którym była mowa w podpunkcie 4.a. Mieszkanie kosztuje 382 500 zł, co przy zakładanym oprocentowaniu 4% (2,27% marży ponad WIBOR 3M) i 30-letnim okresie spłaty oraz 10% wkładzie własnym przekłada się na miesięczną ratę kredytu w wysokości 1 644 zł. Zakładamy 10% wkład własny, ponieważ jest to minimalny wkład własny akceptowalny przez banki (dodatkowe 10% trzeba ubezpieczyć), a zarazem jest najbardziej wrażliwy na zmiany stóp procentowych, a więc najbardziej konserwatywny. Przyjmując, że wynagrodzenie netto stanowi 70% wynagrodzenia brutto (w tym przypadku 3 205 zł / miesięcznie), to po odjęciu raty kredytu dochód netto wynosi 1 561 zł / miesięcznie. W tabeli poniżej (1 osoba / za rok) przedstawiona została wrażliwość dochodu netto analizowanej osoby na podwyżkę stóp o 50, 100, 150 oraz 200 bipsów (oś pionowa), a także zmianę wynagrodzenia o 0%, 2%, 4% oraz 6% (oś pozioma). Przykładowo, jeśli w przeciągu roku stopy pozostaną bez zmian (i analogicznie oprocentowanie kredytów hipotecznych), a analizowana osoba otrzyma podwyżkę w wysokości 4%, to jej dochód netto zwiększy się o 128 zł netto / miesięcznie. Dwie tabele poniżej pokazują analogiczną zmianę, przy czym na osi poziomej są założone



dynamiki wynagrodzenia w skali roku, co oznacza, że jeśli za 3 lata osoba będzie zarabiała 5 452 zł brutto / miesięcznie, to oznacza, że przez 3 lata co roku będzie otrzymywała podwyżkę w wysokości 6% rocznie. Po prawej stronie przedstawiona jest analogiczna wrażliwość dla dwóch osób (np. małżeństwa) zarabiających średnią krajową i decydujących się na zakup wspólnego mieszkania. Oczywiście w tym wypadku przy rosnących poziomach wynagrodzeń te wyliczenia przedstawiają się korzystniej niż w przypadku jednej osoby. Z tabeli poniżej płynie wniosek, że w przypadku podwyżki stóp o 50 bipsów (co mniej więcej wynika z wyceny kontraktów FRA) w perspektywie dwóch lat, sytuacja finansowa osoby, która będzie otrzymywała podwyżkę w wysokości 2% w skali każdego roku, to jej sytuacja delikatnie się poprawi. Uważamy zatem, że silny wzrost płac z którym mamy obecnie do czynienia zniweluje efekt ewentualnych podwyżek stóp procentowych i sytuacja osób posiadających zdolność kredytową nie pogorszy się, dlatego oczekujemy, że popyt ze strony osób, którą chcą kupić mieszkanie na własne potrzeby nie spadnie z uwagi na utratę zdolności kredytowej.

Tabela: Wrażliwość dochodu netto na stopy procentowe oraz wynagrodzenie dla jedno- i dwuosobowych gospodarstw domowych

1 osoba					2 osoby						
za rok					za rok						
		+0%	+2%	+4%	+6%			+0%	+2%	+4%	+6%
0,0		4 578	4 669	4 761	4 853	0,0		9 156	9 339	9 522	9 705
+0,0%	4,0%	0	64	128	192	+0,0%	4,0%	0	128	256	385
+0,5%	4,5%	-101	-37	27	92	+0,5%	4,5%	-101	27	156	284
+1,0%	5,0%	-205	-140	-76	-12	+1,0%	5,0%	-205	-76	52	180
+1,5%	5,5%	-311	-247	-183	-119	+1,5%	5,5%	-311	-183	-55	73
+2,0%	6,0%	-420	-356	-292	-228	+2,0%	6,0%	-420	-292	-164	-36
za 2 lata					za 2 lata						
		+0%	+2%	+4%	+6%			+0%	+2%	+4%	+6%
0,0		4 578	4 763	4 951	5 144	0,0		9 156	9 526	9 903	10 287
+0,0%	4,0%	0	129	261	396	+0,0%	4,0%	0	259	523	792
+0,5%	4,5%	-101	29	161	295	+0,5%	4,5%	-101	158	422	691
+1,0%	5,0%	-205	-75	57	192	+1,0%	5,0%	-205	54	318	588
+1,5%	5,5%	-311	-182	-50	85	+1,5%	5,5%	-311	-52	212	481
+2,0%	6,0%	-420	-291	-159	-24	+2,0%	6,0%	-420	-162	103	372
za 3 lata					za 3 lata						
		+0%	+2%	+4%	+6%			+0%	+2%	+4%	+6%
0,0		4 578	4 858	5 149	5 452	0,0		9 156	9 716	10 299	10 905
+0,0%	4,0%	0	196	400	612	+0,0%	4,0%	0	392	800	1 224
+0,5%	4,5%	-101	95	299	511	+0,5%	4,5%	-101	292	699	1 123
+1,0%	5,0%	-205	-8	196	408	+1,0%	5,0%	-205	188	596	1 020
+1,5%	5,5%	-311	-115	89	301	+1,5%	5,5%	-311	81	489	913
+2,0%	6,0%	-420	-224	-20	192	+2,0%	6,0%	-420	-28	380	804

Źródło: Obliczenia DM Michael/Ström

Wyliczona rata kredytu (1 644 zł / miesięcznie) jest nieznacznie wyższa od zakładanej stawki czynszu (1 594 zł) przy 5% rentowności wynajmu analogicznego mieszkania. Oczywiście w racie kredytu spłacana jest także część kapitałowa. Biorąc jednak pod uwagę nieznaczne różnice w wysokości raty i opłaty dla wynajmującego, a także koszty transakcyjne zakupu mieszkania, to jego kupno nie musi być wcale bardziej opłacalne, tym bardziej jeśli ktoś w perspektywie kilku lat chce sprzedać mieszkanie i np. kupić większe albo przeprowadzić się do innego miasta. Zakładając podwyżkę stóp o 50 bipsów (i taki sam wzrost WIBOR 3M) rata kredytu w tym przypadku wzrosłaby o 100 zł / miesięcznie. Zatem gdyby wynajmującym nie udało się „przerzucić” podwyżki stóp procentowych na najemców (nasz scenariusz bazowy), to najemcom relatywnie bardziej opłacałoby się zostać w najmowanym lokali, co doprowadziłoby do sytuacji w której żadna ze stron mogłaby nie kupić kolejnego mieszkania, bowiem dla najemców relatywnie bardziej opłacałoby się pozostać w mieszkaniu niż kupować własne i płacić wyższą ratę, natomiast wynajmujący mógłby nie być zainteresowany kupnem kolejnego mieszkania pod wynajem z uwagi na relatywnie niższą rentowność.

#### 4.c. Mieszkanie dla Młodych

W podpunkcie 2.b. szczegółowo opisaliśmy program Mieszkanie dla Młodych. Program ma funkcjonować do 2018 r., co naszym zdaniem przyczyni się do zawarcia kolejnych ok. 18 tys. umów. W 2016 r. program zaczął zyskiwać znaczenie na rynku wtórnym, co pozwala nam szacować (patrząc na limity cenowe), że transakcje MdM dotyczyły głównie mniejszych miast, zatem zakończenie programu MdM nie powinno mieć przełożenia na rynki 6 największych miast i deweloperów działających na tych rynkach. Natomiast jeśli mielibyśmy wskazać jakiś deweloperów, którzy mogliby ucierpieć z tytułu zakończenia programu, to byłiby głównie ci budujący na obrzeżach miast. Szacunkowy średni udział transakcji MdM w 6 miastach wyniósł kilkanaście procent, podczas gdy w samej Warszawie było to poniżej 10% (*Transakcje na rynku mieszkaniowym w 2016 r., s. 14*).

#### 4.d. Mieszkanie Plus

Mieszkanie Plus to rządowy program wspierający Polaków w najmie lub nabyciu mieszkania, którego operatem jest Bank Gospodarstwa Krajowego Nieruchomości. Beneficjentem M+ mają być osoby, których dochody uniemożliwiają zakup własnego mieszkania i jednocześnie wysokość ich zarobków wyklucza otrzymanie lokum od gminy. Dodatkowo, preferowane mają być rodziny wielodzietne. Mieszkania w M+ mają być budowane głównie na gruntach państwowych (niewykluczona jest jednak budowa lokali na gruntach deweloperów), a finansowanie budowy ma pochodzić z kredytów bankowych. Program zakłada, że najem mieszkania w M+ będzie kosztował ok. 10-20 zł / m<sup>2</sup>. Ma istnieć również możliwość dojścia do własności mieszkania po ok. 25-30 latach, co zobowiąże beneficjenta do opłacania czynszu o ok. 20% wyższego. Budowa pierwszych mieszkań rozpoczęła się w 2017 r., a pierwsi beneficjenci (w Jarocinie oraz Białej Podlaskiej) mogą wprowadzić się do mieszkań już w 2018 r. W projekcie programu niewykluczona jest także budowa lokali na gruntach deweloperów, aczkolwiek nie jest to nasz scenariusz bazowy.

Według danych na maj 2017 r. na razie podpisano listy intencyjne (wstępne porozumienie, które nie musi się zakończyć realizacją projektu) z 69 gminami na których mogą powstać 17 462 lokale (dla porównania w całej Polsce w 2016 r. deweloperzy oddali do użytkowania ponad 78 tys. mieszkań). Według danych udostępnionych Wirtualnej Polsce przez BGK-N listy intencyjne zostały dotychczas zawarte w 4 spośród 6 analizowanych przez nas miast (Kraków – 170 mieszkań, Wrocław – 204 mieszkania, Poznań – 1 061 mieszkań, Łódź – 358 mieszkań). W czterech miastach mają zostać wybudowane 1 793 mieszkania, a więc niewiele, tym bardziej jeśli uwzględnimy perspektywę. Oprócz gmin, do M+ grunty ma również wnieść Poczta Polska, która udostępni 2 grunty w Warszawie pod budowę łącznie 650

mieszkań (300 lokali przy ul. Worcella oraz 350 lokali przy ul. Sowińskiego) oraz 1 grunt we Wrocławiu pod budowę 230 mieszkań.

O ile grunty póki co wniesione do M+ przez gminy oraz Poczta Polska nie powinny znacząco wpłynąć na rynki mieszkaniowe w 6 miastach o tyle silniej ingerujące w rynek mogą być grunty wprowadzone przez PKP. Zarząd spółki jednak nie poinformował ile mieszkań będzie w stanie wybudować na zadeklarowanych BGK-N gruntach. Natomiast członek zarządu BGK-N (Bartłomiej Pawlak) uważa, że PKP mogą wnieść grunty o powierzchni 250 ha na których może powstać ok. 40 tys. mieszkań, nie sprecyzowano jednak czy chodzi o wstępnie wyselekcjonowane projekty (17 lokalizacji w 10 miastach, z czego: 3 projekty w Warszawie, 4 we Wrocławiu, 3 w Poznaniu oraz 1 w Gdańsku) czy też o wszystkie docelowe inwestycje w 70 miastach. Zakładając jednak, że 40 tys. mieszkań miałyby zostać wybudowanych ww. 17 lokalizacjach, to przy proporcjonalnym rozłożeniu liczby mieszkań do liczby projektów, to w Warszawie i Poznaniu miałyby zostać wybudowanych dodatkowych 7 tys. mieszkań, 9 tys. mieszkań we Wrocławiu, a 2 tys. mieszkań w Gdańsku. Gdyby odbiory tych mieszkań rozłożyły się na okres 3 lat, to mieszkania w programie stanowiłyby odpowiednio następujący udział w ilości transakcji na rynku pierwotnym w tych miastach w 2016 r.: 15% w Warszawie, 55% we Wrocławiu, 62% w Poznaniu oraz 14% w Gdańsku.

W przypadku realizacji znaczącej liczby mieszkań w tym programie, gdzie znaczące ilości uważamy powyżej 10 tys. mieszkań w Warszawie, i 3-5 tys. mieszkań w pozostałych 5 miastach, oczekujemy, że program będzie miał wpływ na stronę podażową rynku mieszkaniowego w Polsce. Niemniej jednak, jeśli mieszkania w programie będą przydzielane wielodzietnym rodzinom, które rzeczywiście nie stać na najem lub kupno mieszkania na rynkowych zasadach, to wpływ na rynek może być ograniczony w terminie do wykupu mieszkania na własność (perspektywa 25-30 lat). Jeśli z programu będą korzystały rodziny, które w przypadku niepojawienia się programu mieszkałyby w domach wielopokoleniowych, to M+ nie powinno mieć wpływu na rynek mieszkaniowy, bo takie rodziny i tak by nie kupiły, ani nie wynajęły mieszkania na rynku wtórnym. Dostrzegamy jednak ryzyko, że jeśli mieszkania będą przyznawane rodzinom, których założymy, że nie stać na kupno mieszkania, ale dotychczas najmowały mieszkania na rynkowych zasadach to program będzie ingerował w rynek najmu, zmniejszając na nim popyt. To z kolei może przełożyć się na niższą rentowność wynajmu, a w konsekwencji na mniejsze zainteresowanie zakupem mieszkania w celach inwestycyjnych. Zatem naszym zdaniem M+ nie powinno mieć istotnego przełożenia na rynek mieszkaniowy, jeśli mieszkania będą przydzielane najbardziej potrzebującym. Natomiast, jeśli M+ będzie wspierało rodziny niepotrzebujące pomocy i PKP wnieśnie grunty o potencjale mieszkaniowym przedstawionym w akapicie wcześniej, to M+ może mieć znaczący wpływ na rynek mieszkaniowy, zwłaszcza poznański oraz wrocławski.

#### 4.e. Fundusz Mieszkań na Wynajem

FMnW to komercyjny program Banku Gospodarstwa Krajowego, którego celem jest zwiększenie na rynku oferty mieszkań do wynajęcia w największych polskich aglomeracjach, aby wspierać mobilność zawodową Polaków. Obecnie BGK zakontraktowało 2 000 mieszkań z terminami oddania do 2018 r., a z informacji na stronie FMnW wynika, że do końca 2018 r. Fundusz planuje oddać 5,5 tys. mieszkań. Dla przykładu, w Warszawie w 1Q17 oddanych zostało 229 lokali mieszkalnych na ul. Przy Agorze 24/26. Z oferty dostępnych mieszkań na stronie Funduszu wynika, że na koniec maja br. wolnych było 56% mieszkań w tym projekcie. W tabeli poniżej przedstawione są projekty, które są w trakcie realizacji przez Fundusz.

Tabela: Zakontraktowane mieszkania w FMnW

Miasto	Ulica	Termin oddania	Liczba mieszkań
WARSZAWA	Samochodowa 2	2Q17	97
	Powązkowska 13 B	2Q17	215
	Terespolska 17	3Q17	40
POZNAŃ	Bóżnicza 8	1Q18	149
ŁÓDŹ	Składowa 38 i 40	1Q18	63
KRAKÓW	Drukarska	3Q17	109
SUMA			673

Zródło: <https://funduszmieszkan.pl/planowane-inwestycje/>

Nie wiadomo czy po 2018 r. Fundusz będzie realizował kolejne projekty. Gdyby to nie miało miejsca, to wpływ FMnW na rynek mieszkaniowy uważamy za nieistotny.

#### 4.f. Ryzyko niskiej podaży gruntów, co w przyszłości prędzej doprowadzi do wzrostów cen, ale też spadku wolumenów

Z rynku napływają coraz częstsze głosy o ograniczonej podaży gruntów pod zabudowę mieszkalną w dużych miastach, co przy rosnącym popycie na tę ziemię ze strony deweloperów, sprawia że kupno gruntów pod inwestycję po rozsądnej cenie staje się coraz trudniejsze, a o okazjach na rynku dawno przestało się mówić. Problemy z dostępnością gruntów pogłębiły się po zmianie przepisów o gruntach rolnych. Z jednej strony pomaga to utrzymać równowagę na rynku mieszkaniowym, natomiast istnieje ryzyko, że deweloperzy chcący utrzymać lub zwiększyć tempo sprzedaży mieszkań zaczną przepłacać za działki, co w przypadku spowolnienia na rynku mieszkaniowym może mieć bolesne skutki (głównie dla mniejszych i mniej doświadczonych deweloperów). Z naszych obserwacji wynika, że ceny niewielkich gruntów (na których realizowane są pojedyncze etapy inwestycji i z których zainwestowany kapitał można relatywnie szybko „wyciągnąć”) zaczęły rosnąć, natomiast działki pod wieloetapowe projekty dalej są nabywane w rozsądnych cenach. Główni uczestnicy rynku, którzy mają swoje negatywne wspomnienia z zakupów gruntów w latach 2006-2008, z reguły kupują większe (i tańsze per PUM) działki, co przy ich obecnej kondycji pozwala sądzić, że w przypadku spowolnienia na rynku mieszkaniowym powinni przejść cało przez kryzys. Naszym zdaniem po agresywnych zakupach gruntów wśród małych deweloperów i potencjalnym spowolnieniu rynku może się okazać, że część tych podmiotów będzie miała problemy finansowe. Wzrost cen działek może spowodować wzrost ofertowych cen mieszkań (deweloperzy będą chcieli utrzymać marżę), co jednak naszym zdaniem nie przełoży się na istotny wzrost cen transakcyjnych, natomiast może spowodować spadek wolumenów i marż.

Alternatywą dla pozyskiwania niezabudowanego gruntu jest kupno gruntu zabudowanego, wyburzenie starych budynków i postawienie nowych. Niemniej jednak taki zabieg jest droższy w realizacji i trwa dłużej niż w przypadku standardowego zakupu gruntu, dlatego zabiegi te nie są jeszcze często stosowane.

#### 4.g. REIT

Obecnie trwają prace nad projektem ustawy wprowadzającej do polskiego prawa REIT-y (ang. Real Estate Investment Trust), tj. fundusze inwestycyjne inwestujące w nieruchomości, mające specjalny status podatkowy. Według najnowszej odsłony projektu ustawy, rząd chce umożliwić inwestowanie przez REIT-y w budownictwo mieszkaniowe, a ustawa miałaby wejść z początkiem 2018 r. Dywidendy wypłacane przez REIT-y miałyby być zwolnione z podatku Belki, a na dywidendę REIT miałby przeznaczać 90% zysków, chyba że w ciągu dwóch lat REIT dokona reinwestycji pieniędzy w kolejne nieruchomości. Dochody osiąmane przez REIT-y (niepomniejszone jednak o odpisy amortyzacyjne dokonywane od wynajmowanych nieruchomości) miałyby podlegać opodatkowaniu stawką w wysokości 8,5%, co jest zbliżone do obciążeń podatkowych w przypadku osób rozliczających ryczałtem bezpośredni wynajem nieruchomości.

Oczekujemy, że w krótkim terminie powstanie REIT-ów powinno sprzyjać deweloperom, bowiem mogą oni pozyskać klientów zainteresowanych pakietowymi zakupami. W długim terminie natomiast dostrzegamy ryzyko powstania nadpodaży lokali spowodowanego powstaniem funduszy REIT. Zakładając, że ustawa weszłaby w życie w wyżej przedstawionym projekcie, to korzyścią REIT-a (inwestującego wyłącznie w mieszkania) w porównaniu z wynajmowaniem własnego lokalu byłoby rozproszenie ryzyka poprzez dywersyfikację inwestycji i brak konieczności samodzielnej obsługi mieszkań. Jednak naszym zdaniem dużym ryzykiem jest udział kosztów REIT-a w jego przychodach i brak pewności co do wypłaty dywidend (REIT-y będą mogły reinwestować zyski), co może skutecznie zniechęcać potencjalnych inwestorów. Gdyby jednak część osób zamierzających kupić bezpośrednio mieszkanie na wynajem zrobiłaby to pośrednio przez REIT-a, to pozostałoby to bez wpływu na rynek. Uważamy, że REIT-y oczywiście mogą być atrakcyjną inwestycją dla części inwestorów, natomiast pojawienie się zbyt dużej ilości „nowych pieniędzy” (gdy w REIT-y zaczęłyby inwestować osoby, które nie były dotychczas, ani w przyszłości nie zamierzały być aktywnymi graczami na rynku mieszkań na wynajem) może sobie nawzajem szkodzić. Gdyby do inwestycji w mieszkania dołączyły REIT-y, to pojawiłoby się ryzyko bańki na rynku zakupów gruntów, a następnie po oddaniu mieszkań mogłoby się okazać, że na rynku występuje nadpodaż lokali. REIT-y najprawdopodobniej nie ponosiłyby ryzyka deweloperskiego (nie budowałyby budynków „na własną rękę” tylko kupowałyby je od deweloperów). Potencjalne pojawienie się REIT-ów mieszkaniowych oceniamy jako pozytywny bodziec dla rozwoju deweloperów w krótkim terminie. W dalszej perspektywie jednak dostrzegamy ryzyko negatywnego wpływu na rynek mieszkaniowy w Polsce i w naszej ocenie początkowe ożywienie może nie rekompensować potencjalnego negatywnego wpływu dla rynku mieszkaniowego w długim terminie.

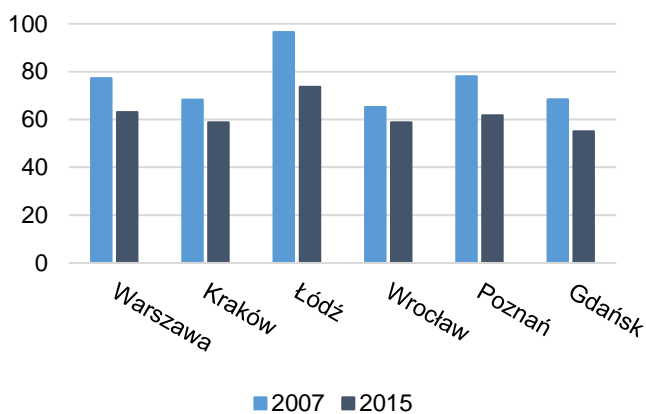
#### 4.h. Dlaczego przyszłe zmiany powinny mieć inny charakter niż te po bańce w latach 2007-2008?

##### 4.h.a. Lepsze dopasowanie mieszkań

Średnia powierzchnia mieszkań, która obecnie wchodzi na rynek jest mniejsza niż miało to miejsce niespełna 10 lat temu. Dla przykładu średnia powierzchnia nowego mieszkania w Warszawie w 2015 r. wyniosła 63 m<sup>2</sup>, podczas gdy w 2007 r. aż o 14 m<sup>2</sup> więcej przy niemal identycznej średniej liczbie pokoi (2,8 w 2015 r. vs. 2,9 w 2007 r.). Obecnie oprócz

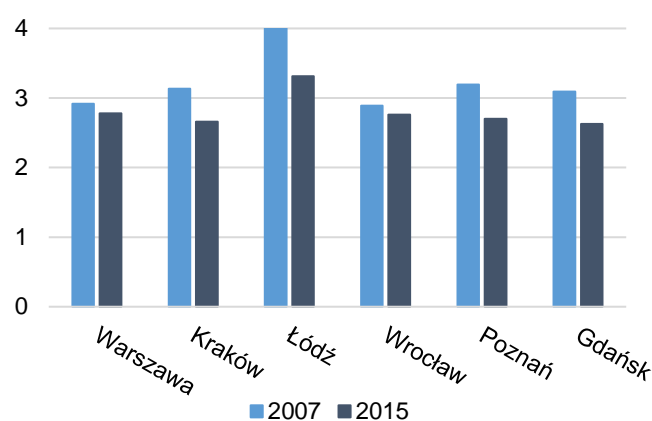
mniejszych metraży lokali także niższe są ceny za 1 m<sup>2</sup> lokalu, co sprawia że obecne jednostkowe ceny mieszkań są bardziej przystępne dla klientów.

Wykres: Średnia wielkość nowych mieszkań



Źródło: NBP, obliczenia DM Michael/Ström

Wykres: Średnia liczba pokoi w nowych mieszkaniach



Źródło: NBP, obliczenia DM Michael/Ström

#### 4.h.b. Brak bańki cenowej

Jak wspomnieliśmy w punkcie 1. obecnie mamy do czynienia z dużo wolniejszymi i mniejszymi zmianami cen transakcyjnych. Popyt mieszkaniowy na szczycie minionej hossy miał charakter spekulacyjny. Niejednokrotnie inwestorzy nabywali mieszkania przed rozpoczęciem budowy z nadzieją odsprzedaży mieszkania po wyższej cenie jeszcze przed zakończeniem budowy. Jeśli natomiast chodzi o osoby nabywające mieszkania na własne cele, to na rynku były dostępne niskooprocentowane kredyty we frankach szwajcarskich, a banki stosowały bardzo liberalną politykę przy przyznawaniu kredytów.

#### 4.h.c. Kondycja deweloperów

Gros deweloperów giełdowych wyniosła lekcję z poprzedniego kryzysu i jest lepiej przygotowana na ewentualny spadek popytu na rynku mieszkaniowym w przyszłości. Naszym zdaniem w sytuacji kryzysowej większość deweloperów nie będzie zmuszana do szybkiej wyprzedaży zapasów oraz będzie w stanie szybko zmniejszyć skalę prowadzonych inwestycji i elastycznie dopasować ją do spadku popytu. Co więcej, deweloperzy z reguły mają zabezpieczone grunty pod budowę mieszkań na następnych kilka lat, a więc z jednej strony będą mogli wstrzymać wydatki inwestycyjne nawet przy utrzymaniu skali działalności w średnim terminie, a z drugiej strony w sytuacjach ekstremalnych pojedynczy deweloperzy powinni być w stanie szybko wyprzedać swój bank ziemi w obliczu ograniczonej podaży gruntów. Nie zakładamy zatem, że potencjalne spowolnienie na rynku mieszkaniowym przełoży się na upadłości znaczących deweloperów giełdowych, co mogłoby spowodować panikę wśród kupujących mieszkania.

#### 4.h.d. Duża kontraktacja nieskończonych jeszcze mieszkań

Dodatkowo, na korzyść zarówno deweloperów, jak i stabilności sektora mieszkaniowego, działa fakt dużej kontraktacji niewybudowanych jeszcze mieszkań. Około 75% lokali w budynkach planowanych do oddania w 2017 r. znalazło już nabywców. W praktyce oznacza to, że deweloperzy mają pokrytą prawie całość kosztów tych inwestycji. Zatem w



przypadku gwałtownego spadku popytu rozpoczęte budowy powinny zostać ukończone, co pozwoli deweloperom odzyskać zainwestowany kapitał w momencie oddania dotychczas sprzedanych mieszkań.

#### *4.h.e. Ustawa deweloperska*

Pomiędzy minionym załamaniem na rynku mieszkaniowym, a dniem dzisiejszym weszła w życie ustawa deweloperska ograniczająca ryzyko kupującego mieszkanie na rynku pierwotnym. Po zawarciu umowy deweloperskiej roszczenie kupującego zostaje zabezpieczone wpisem w księdze wieczystej. Pieniądze kupujących trafiają na konto powiernicze, gdzie w przypadku rachunku otwartego środki są wypłacane deweloperowi dopiero w momencie zakończenia poszczególnych etapów budowy. Z kolei z zamkniętego rachunku deweloper otrzymuje pieniądze klientów po zakończeniu inwestycji.

Na rynku mieszkaniowym czekają nas zarówno pozytywne aspekty, jak i negatywne czynniki ryzyka. Naszym zdaniem suma zmian będzie miała charakter neutralny lub delikatnie negatywny. Niemniej jednak, nie spodziewamy się gwałtownych zmian na rynku, bowiem obecna sytuacja prezentuje się zupełnie inaczej niż przed minioną bańką. Oczekujemy, że w przypadku spowolnienia na rynku bardziej ucierpi wolumen sprzedanych mieszkań, aniżeli ich cena.



## Zastrzeżenia prawne

NINIEJSZY MATERIAŁ NIE STANOWI PORADY INWESTYCYJNEJ LUB PODATKOWEJ ANI REKOMENDACJI INWESTYCYJNEJ.

NINIEJSZY MATERIAŁ MA CHARAKTER OPINII JEGO AUTORÓW I NIE MOŻE STANOWIĆ PODSTAWY PODJĘCIA DECYZJI INWESTYCYJNEJ, A AUTORZY MATERIAŁU NIE PONOSZĄ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI TAKICH DECYZJI PODJĘTYCH NA JEGO PODSTAWIE. MATERIAŁ STANOWI INFORMACJĘ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 18 LIPCA 2002 R. O ŚWIADCZENIU USŁUG DROGĄ ELEKTRONICZNĄ (T.J: DZ. U. 2013 R. POZ. 1422) I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLERSKI SP. Z O.O. (DALEJ „DOM MAKLERSKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JERUZOLIMSKICH 134, 02-305 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL. DOM MAKLERSKI INFORMUJE, ŻE INSTRUMENTY FINANSOWE PRZEDSTAWIONE W NINIEJSZYM MATERIALE MOGĄ STANOWIĆ PRZEDMIOT INWESTYCJI DLA PODMIOTÓW Z NIM POWIĄZANYCH.

ZEZWOLENIE KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO NR DRK/WL/4020/10/25/107/1/13 Z DNIA 04 CZERWCA 2013 ROKU ORAZ NR DRK/WL/4020/13/26/16/107/1 Z DNIA 24 MAJA 2016 ROKU.