



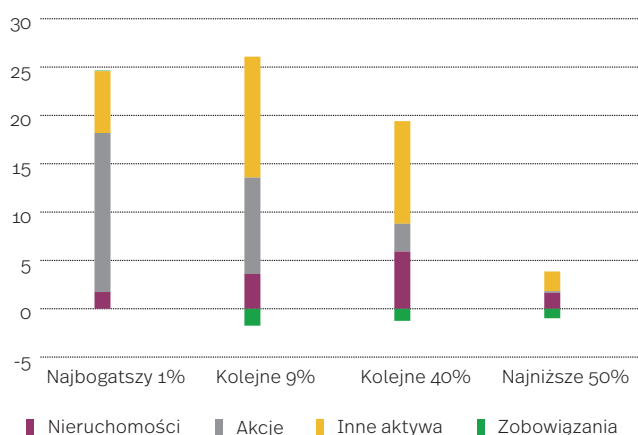
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

listopad 2021 r.

CZY POLSCE I EUROPIE GROŻĄ BAŃKI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI?

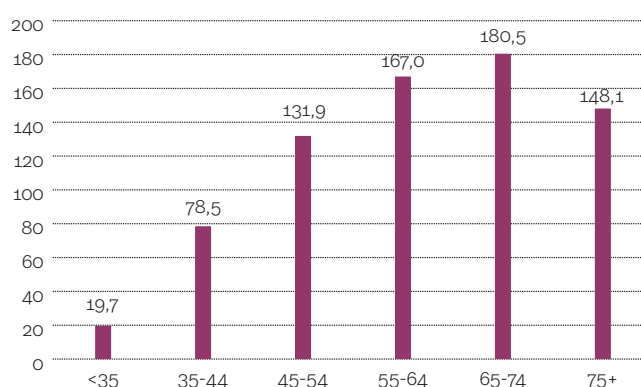
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) oraz Rezerwa Federalna USA (Fed) wskazują, że skutkiem ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej na całym świecie w trakcie pandemii był wzrost majątku osób starszych oraz o wyższych dochodach (wykresy 1 i 2). Zmiany dochodów będą miały istotne skutki społeczne – np. mogą prowadzić do spadku dostępności mieszkań oraz zwiększać koszt nabycia pierwszej nieruchomości. Dlatego niniejszą edycję „Miesięcznika” poświęcamy zagadnieniom dotyczącym tego rynku.
- Badania globalne wskazują, że ryzyko wystąpienia bańki na polskim rynku nieruchomości jest jednym z najniższych wśród państw Unii Europejskiej. Największe występuje w państwach niemieckojęzycznych – ceny mieszkań w Niemczech rosły znacząco szybciej niż wynagrodzenia. Co więcej, niemieccy konsumenci najczęściej poszukują informacji o potencjalnym załamaniu cen mieszkań. Więcej informacji przedstawiamy w sekcji *Rośnie ryzyko na europejskich rynkach nieruchomości*.
- Analiza globalnego wzrostu cen nieruchomości wymaga uwzględnienia zmian dochodów społeczeństwa oraz potencjalnych kosztów wynajmu innego mieszkania. Polska jest stosunkowo bezpiecznym krajem pod tymi względami na tle Europy Zachodniej – ceny nieruchomości rosły proporcjonalnie do wynagrodzeń. Dokładną analizę przedstawiamy w sekcji *Mieszkania w Polsce tanie na tle Europy*.
- Wzrost cen nieruchomości w Polsce w nadchodzących latach pozostanie wysoki – spodziewamy się wartości zbliżonych do 10 proc. w 2022 r. oraz 8 proc. w 2023 r. Drożące materiały budowlane przyczynią się do dalszego wzrostu cen mieszkań. Prognozę przedstawimy w sekcji *Tanio już było!*
- Wysoki wzrost dochodów najbogatszej części społeczeństwa jest sprzeczny z wynikami licznych badań prowadzonych przed wybuchem pandemii. Zupełnie inne wnioski wyciągali analitycy banków centralnych, badający polityki skupu aktywów. Kanały oddziaływania niestandardowej polityki pieniężnej na dochody oraz wnioski z badań przedstawimy w sekcji *Polityka pieniężna i dystrybucja majątków – dyskusja*.

Zmiana wartości majątków w USA w rozbiciu na grupy dochodowe (proc. dochodu)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MFW.

Przeciętny wzrost aktywów finansowych Amerykanów w 2020 r. w zależności od wieku (w tys. USD)



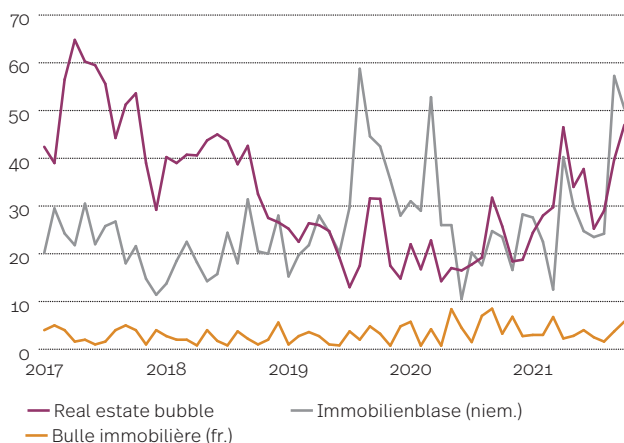
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fed.

WYKRESY I PROGNOZY

Ryzyko bańki na rynku nieruchomości – Indeks UBS
(w pkt.)

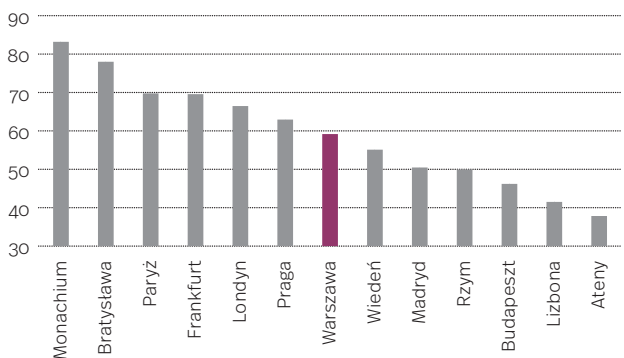
Uwaga: większa wartość indeksu oznacza wyższe ryzyko.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych UBS.

Pytania do Google o bańkę na rynku nieruchomości
w różnych językach

Uwaga: wyższa wartość indeksu oznacza więcej zapytań.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Google Trends.

PKB na głowę w wybranych miastach
(w tys. USD, wyrównane PPP)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD.

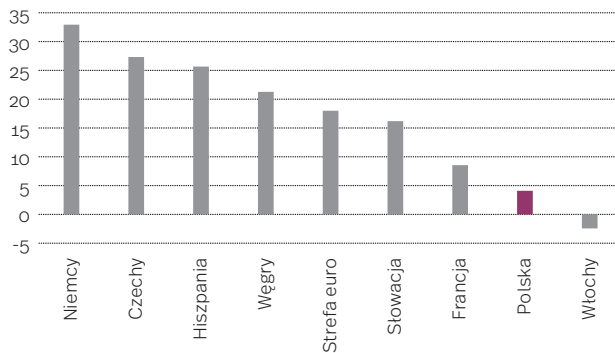
Globalne badanie UBS wskazuje, że **ryzyko wystąpienia bańki na rynku nieruchomości w Polsce jest najmniejsze wśród państw UE** (wykres 1). Dane Google wskazują, że ryzyko rośnie raczej w państwach niemieckojęzycznych oraz USA i Kanadzie. W Polsce problem bańki na rynku nieruchomości stosunkowo rzadko pojawia się w wyszukiwaniach internautów – żyje raczej w przestrzeni medialnej.

Raport UBS, podobnie jak inne międzynarodowe porównania, ogranicza się do oceny zmian cen w największych metropoliach. Analitycy badają ceny mieszkań o powierzchni 60 m² w relacji do zarobków, czynszów i cen podobnych nieruchomości na obszarach podmiejskich. Zwracają też uwagę na stopę wzrostu kredytów hipotecznych oraz udział budownictwa w wytwarzaniu PKB.

Niskie ryzyko w Polsce to zasługa szybkiego wzrostu wynagrodzeń oraz małej liczby mieszkań kupowanych na kredyt. Nawet w ostatnich latach, w których wzrost cen mieszkań był dwucyfrowy, pensje rosły niewiele wolniej. W Europie Zachodniej obserwowaliśmy wysoki wzrost cen nieruchomości przy mizernym wzroście płac. Dodatkowo, mieszkania kupowane na wynajem finansowane są przez środki własne pochodzące z depozytów – Narodowy Bank Polski (NBP) wskazuje, że 30-40 proc. zakupów mieszkań finansowanych jest przy wykorzystaniu kredytu hipotecznego. Najczęściej kredyt biorą osoby nabywające pierwszą nieruchomość.

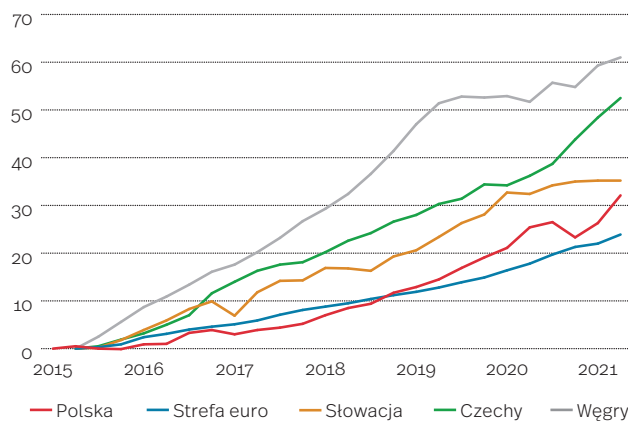
Indeks UBS wskazuje, że największe ryzyko występuje w państwach niemieckojęzycznych – w szczególności w Niemczech oraz Szwajcarii. Podobne tendencje obserwujemy w przypadku zapytań do Google Trends (wykres 2). Liczba zapytań jest większa w porównaniu do liczby hasel anglojęzycznych. Dzieje się tak, mimo że populacja internautów w tych państwach jest czterokrotnie niższa niż np. w USA. Niewielki jest odsetek zapytań w języku francuskim – często formułują je mieszkańcy Kanady (Toronto i Vancouver zostały sklasyfikowane odpowiednio jako 2. i 6. miasto najbardziej narażone na wystąpienie bańki). Liczba wyszukiwań dla Polski jest mikroskopijna na tym tle – indeks często przyjmuje wartość 0.

Publikacji raportu UBS towarzyszyło pytanie, czy ryzyko dla rynku nieruchomości w Polsce jest porównywalne do państw zachodnich? Poziom PKB w USD przypadający na mieszkańca Warszawy jest podobny jak w Wiedniu czy Dublinie. Po zastosowaniu parytetu siły nabywczej wypada jeszcze korzystniej – staje się porównywalny z niemieckimi miastami lub Sztokholmem. Wyższy dochód na mieszkańca notuje się w Monachium, Paryżu, Frankfurcie i Londynie.

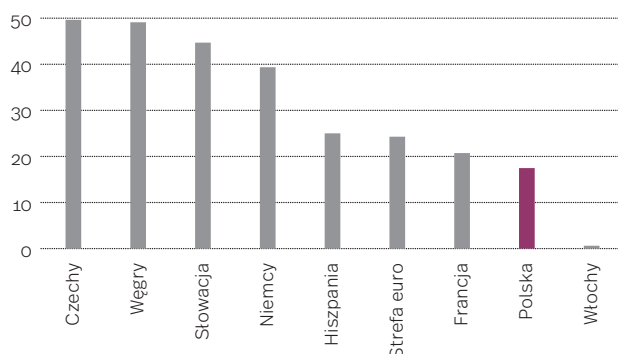
Indeks *price to income* w wybranych gospodarkach europejskich w II kw. 2021 r. (średnia 2015 = 100)

Uwaga: niższa wartość oznacza, że łatwiej kupić mieszkanie przy danym dochodzie.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD.

Ceny nieruchomości po wyłączeniu inflacji
(indeks 2015 = 100)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD.

Indeks *price to rent* w wybranych gospodarkach europejskich w II kw. 2021 r. (średnia 2015 = 100)

Uwaga: niższa wartość oznacza, że wolniejszy wzrost cen mieszkań w stosunku do wysokości czynszów za wynajem.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych OECD.

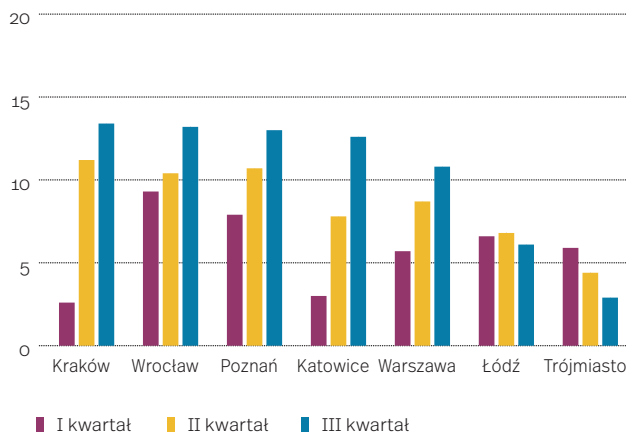
Wzrost cen nieruchomości w Polsce w ostatnich 3 latach był bardzo dynamiczny i osiągnął 4. wartość wśród państw UE. W odróżnieniu od naszych sąsiadów czy państw zachodniej Europy, towarzyszył mu podobny wzrost zamożności gospodarstw domowych.

Po krótkim spowolnieniu związanym z pandemią, **ceny nieruchomości ponownie rosną w tempie szybszym niż inflacja i zbliżonym do wzrostu wynagrodzeń.** Według danych NBP, w III kw. ceny mieszkań na rynku wtórnym w 10 największych miastach wzrosły o 9,6 proc. W analogicznym tempie rosły pensje w sektorze przedsiębiorstw.

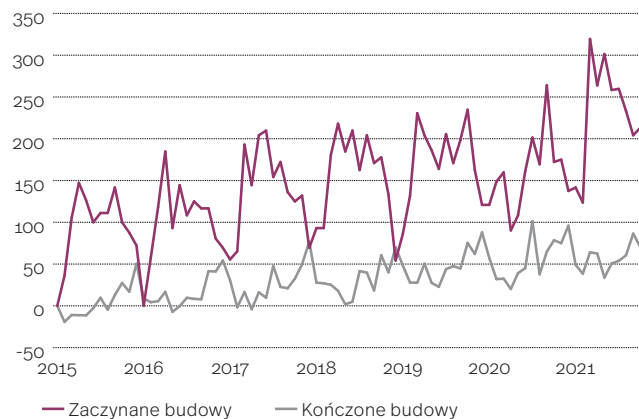
Pomimo wzrostu cen, kupno mieszkania w Polsce jest łatwiejsze niż w Europie Zachodniej. Analizie poddaliśmy wskaźnik OECD *price to income* – indeks opisujący, ile lat trzeba pracować, aby kupić mieszkanie. Od 2015 r. w Polsce czas ten wydłużył się o 4 pkt. Dla porównania, przeciętny Niemiec pracuje o ponad 30 proc. dłużej, mieszkańcy Czech, Węgry i Słowacji – 15-25 proc., strefy euro – 18 proc. (wykres 1). Bank UBS szacuje, że przy przeciętnych dochodach osiągniętych w Warszawie, zakup mieszkania w centrum wymaga obecnie około 7 lat pracy. W Paryżu okres ten wynosi 17 lat, w Londynie – 14. W przypadku niemieckich miast (Frankfurt, Monachium) wartości są porównywalne do Polski – 7-9 lat.

Ponadto stosunek cen nieruchomości do cen towarów i usług konsumenckich rośnie w Polsce wolniej niż w innych gospodarkach. Realne ceny mieszkań w Polsce zaczęły dynamicznie rosnąć dopiero w 2021 r. Dziś za równowartość mieszkania można kupić dobra o wartości 32 proc. większej niż w 2015 r. **To podobna wartość jak w strefie euro i znacznie mniejsza niż w innych państwach Europy Środkowej.** Na Węgrzech i w Czechach wartość mieszkania wzrosła odpowiednio o 61 proc. i 52,5 proc. w relacji do cen towarów konsumenckich (wykres 2).

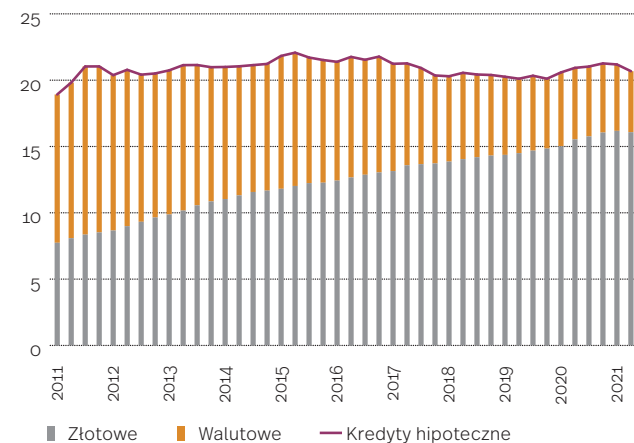
Wzrost cen nieruchomości w umiarkowany sposób pociąga za sobą wzrost kosztów opłat za wynajem i taką tendencję widzimy w całej Europie. OECD oblicza wskaźnik *price to rent*, który stanowi miarę opłacalności posiadania domu. Indeks obrazuje wielokrotność opłaty za najem w stosunku do 1 m² mieszkania. Od 2015 r. wskaźnik ten wzrósł w Polsce o 17,5 proc. W pozostałych krajach Grupy Wyszehradzkiej wzrost sięgnął 45-50 proc., w strefie euro – 25 proc. (wykres 3). Oznacza to, że **Polacy coraz mniejszą część dochodu przeznaczają na opłaty za wynajmowane mieszkanie.** Dane OECD implikują, że stosunek wysokości opłaty za wynajem do dochodu najemcy spadł od 2015 r. o 11 proc. W strefie euro jest to niecałe 5 proc., a w krajach południa nie obserwujemy żadnej zmiany.

Zmiana cen nieruchomości na rynku wtórnym
w wybranych miastach (w proc. r/r)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych NBP.

Zaczynane i kończone budowy w Polsce
(styczeń 2015 = 100)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Wolumen kredytów hipotecznych gospodarstw domowych
(w proc. PKB)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych NBP.

Spodziewamy się, że wzrost cen nieruchomości w Polsce w 2022 r. wyniesie ok. 10 proc. – już obecnie widzimy tendencję wzrostową w większości dużych miast (wykres 1). W 2023 r. tempo wzrostu będzie niższe niż w przypadku wynagrodzeń. Podwyżki cen związane będą ze wzrostem kosztów deweloperów. Czynniki popytowe będą osłabiać presję na wzrost cen.

Ceny mieszkań podwyższać będzie presja kosztowa. To efekt skokowego wzrostu cen materiałów i wysokiej dynamiki wynagrodzeń w budownictwie. Dane Polskich Składow Budowlanych wskazują, że ceny materiałów dla budownictwa były październiku br. o 20,5 proc. niż rok temu. Nawet mało zmienny wskaźnik GUS sugeruje, że jest to 5,5 proc. – wielkość porównywalna do przegrzania gospodarki z lat 2007-2008. W efekcie, oficjalny wskaźnik GUS obrazujący koszt budowy 1 m² mieszkania wzrósł w III kw. z 4987 PLN do 5347 PLN (o 7,2 proc.).

Wzrost cen nieruchomości powinna ograniczać duża liczba nowych mieszkań oddawanych do użytków – w okresie styczeń – październik była o około 4,1 proc. większa niż w 2020 r. Taki wynik oznacza dynamiczne przyśpieszenie w ostatnich 3 miesiącach – średni wzrost w samym III kw. przekraczał 8 proc. r/r. Taka tendencja prawdopodobnie się utrzyma – zdecydowanie rośnie również liczba zaczynanych prac budowlanych – obecnie jest ona o około 17-23 proc. większa niż w latach 2018 i 2019, a jeszcze bardziej rośnie liczba wydawanych pozwoleń na budowę (około 30 proc.). Tym samym aktywność powinna przyśpieszyć w 2022 r. i utrzymać się na wyższym poziomie w najbliższych 2 latach. Spowolnienie zaobserwujemy prawdopodobnie dopiero w kolejnych latach – problemem stanie się niedobór gruntów inwestycyjnych w dobrych lokalizacjach.

Mimo solidnych wyników sprzedaży, również wzrost akcji kredytowej powinien mieć mały wpływ na ceny. Wolumen kredytów hipotecznych jest stabilny w relacji do PKB. W ubiegłych latach był to efekt zmiany struktury – dynamiczny wzrost liczby kredytów złotych wypierał spłacane kredyty walutowe (wykres 3). Obecnie jednak wartość nowych kredytów jest mniejsza niż nominalny wzrost PKB – w III kw. było to 6 proc. w ujęciu rocznym

W części miast wzrost cen nieruchomości będzie hamowany przez niedostateczny popyt. Obecnie wzrost cen w Łodzi i Trójmieście jest wolniejszy niż w innych miastach. W Gdańsku i Gdyni średnie ceny ofertowe na rynku pierwotnym sięgają 91 proc. cen warszawskich. Dalszy wzrost napotka barierę po stronie dochodów gospodarstw domowych. W Łodzi wyludnianie się miasta ogranicza dalszy wzrost cen.

POLITYKA PIENIĘŻNA I DYSTRYBUCJA MAJĄTKÓW – DYSKUSJA

Znaczny wzrost majątków osób zamożnych w trakcie pandemii stoi w kontrze do badań prowadzonych nad polityką pieniężną – większość ekonomistów w bankach centralnych wskazywała raczej na umiarkowane efekty majątkowe niekonwencjonalnej polityki pieniężnej (Doepke, Schneider, Selezneva, 2015). Część badań sugerowała, że skutkiem takich działań władz monetarnych jest nawet łagodzenie nierówności (Bielecki, Brzoza-Brzezina, Kolasa, 2020; Mimir, Mæhlum, Torstensen, 2021).

W literaturze ekonomicznej temat efektów dystrybucyjnych pojawił się wraz z programami skupu aktywów – standardowa polityka zmian stóp procentowych nie wywierała istotnego wpływu na strukturę zamożności społeczeństwa (przegląd badań, np. w Hohberger, Priftis, Vogel, 2020). W badaniach prowadzonych przed pandemią COVID-19 można zobaczyć dwie tendencje – proste modele analizujące zachowanie indeksów Giniego w reakcji na politykę pieniężną wskazywały, że konsekwencją skupu aktywów jest wzrost nierówności (Saiki, Frost 2014; Hafemann, Rudel, Schmidt, 2018). Bardziej rozbudowane narzędzia, np. dynamiczne modele równowagi ogólnej DSGE przytaczane w pierwszym paragrafie tego tekstu sugerowały raczej odwrotny trend – łagodzenie polityki pieniężnej miało wspierać mniej zamożne gospodarstwa.

Obydwie grupy badań wskazywały, że polityka pieniężna wpływa na nierówności majątkowe oraz dystrybucję dwoma kanałami: przez zmianę bieżących dochodów oraz wycenę dotychczas zebranego majątku. W przypadku bieżących dochodów pojawiają się dwie przeciwstawne tendencje (Bonifacio i in., 2021) – stosowanie niestandardowych instrumentów chroni miejsca pracy, co jest pozytywne dla osób o niższych dochodach. Równocześnie wraz z ich zastosowaniem znacząco zmienia się struktura dochodów – większy przychód zaczynają generować aktywa finansowe czy nieruchomości. Podobną rozbieżność obserwujemy w przypadku kanałów majątkowych. Wpływ stóp procentowych na oszczędności jest dość intuicyjny – kredytobiorcy preferują niższe stopy, podczas gdy oszczędzający wysokie. Niekonwencjonalnej polityce pieniężnej towarzyszą jednak znacznie mniej przewidywalne zmiany w portfelu aktywów gospodarstw domowych. Wielkość wpływu poszczególnych tendencji może znacznie różnić się między gospodarkami.

Zaawansowane modele ekonometryczne prawdopodobnie nie doceniały efektów związanych z realokacją kapitału. Czemu tak się stało? Dużym problemem w badaniach zachowań finansowych jest niepełna wiedza na temat aktywów bardziej zamożnych gospodarstw domowych (np. Davtyan, 2017). Modelom towarzyszą także rygorystyczne założenia o preferencjach konsumentów wobec ryzyka – takie parametry z reguły są nieweryfikowalne, a wpływają na wyniki.

Jakie konsekwencje przyniosą doświadczenia pandemiczne? Większy wpływ banków centralnych na dystrybucję bogactwa w społeczeństwie prawdopodobnie będzie mieć konsekwencje w większym upolitycznieniu wyboru władz monetarnych – takie obawy formułowane były jeszcze przed pandemią (de Haan i in., 2018). Trend ten postępuje, co opisujemy w raporcie *Nowy Policy Mix. Relacje między polityką pieniężną a fiskalną – wnioski po kryzysie* (PIE, 2021). Do tej pory wpływał przede wszystkim na rosnące zaangażowanie banków centralnych w walkę ze zmianami klimatu. Władze monetarne coraz częściej zwracają jednak uwagę także na kwestie nierówności społecznych – przykładem mogą być m.in. niedawne przemówienia [Isabel Schnabel](#) (EBC).

Przywoływane badania i raporty:

1. Bielecki, M., Brzoza-Brzezina, M., Kolasa, M. (2020), *Distributional consequences of conventional and unconventional monetary policy*, Narodowy Bank Polski, Working Paper nr 327.
2. Bonifacio, V., Fratto, C., Engler, P., Furceri, D., Mano, R., Omoev, M., Pasricha, G.K. (2021), *Distributional Effects of Monetary Policy*, "IMF Working Papers" No.201.
3. Davtyan, K. (2017), *The distributive effect of monetary policy: The top one percent makes the difference*, "Economic Modelling", Vol. 65.
4. de Haan, J., Bodea, C., Hicks, R., Eijffinger, S.C. (2018), *Central bank independence before and after the crisis*, "Comparative Economic Studies", Vol. 60, Iss. 2.
5. Doepke, M., Schneider, M., Selezneva, V. (2015), *Distributional effects of monetary policy*, ECB [dostęp: 24.11.2021].
6. Hafemann, L., Rudel, P., Schmidt, J. (2018), *Moving closer or drifting apart: Distributional effects of monetary policy*, "The Manchester School", Vol. 86.
7. Hohberger, S., Priftis, R., Vogel, L. (2020), *The distributional effects of conventional monetary policy and quantitative easing: Evidence from an estimated DSGE model*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 113, Art. 105483.
8. Mimir, Y., Mæhlum, M., Torstensen, K.N. (2021), *Distributional effects of monetary policy in Norway*, Staff memo, Norges Bank [dostęp: 24.11.2021].
9. Polski Instytut Ekonomiczny (2021), *Nowy policy mix. Relacje między polityką pieniężną i fiskalną – wnioski po kryzysie*, Policy Paper, nr 6, Warszawa.
10. Saiki, A., Frost, J. (2014), *Does unconventional monetary policy affect inequality? Evidence from Japan*, Applied Economics, Vol. 46, Iss. 36.

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* gospodarczy, którego historia sięga 1928 r. Obszary badawcze Polskiego Instytutu Ekonomicznego to przede wszystkim handel zagraniczny, makroekonomia, energetyka i gospodarka cyfrowa oraz analizy strategiczne dotyczące kluczowych obszarów życia społecznego i publicznego Polski. Instytut zajmuje się dostarczaniem analiz i ekspertyz do realizacji Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, a także popularyzacją polskich badań naukowych z zakresu nauk ekonomicznych i społecznych w kraju oraz za granicą.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi porad inwestycyjnych i/lub doradztwa. Podjęto starania dla zapewnienia jak największej dokładności przedstawionych prognoz, jednak informacje zawarte w publikacji nie są wiążące, a Instytut i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na ich podstawie.

