

## Korekta na rynku mieszkaniowym? Możliwa, ale nie jak w latach 2008-2013

- **Oprocentowanie: 3,0% teraz vs. 6,0% wtedy**  
W reakcji na kryzys pandemiczny silnie spadło średnie oprocentowanie nowego kredytu mieszkaniowego - w ujęciu rocznym w drugim półroczu 2020 wyniosło ono 3,0%. W reakcji na globalny kryzys finansowy banki ograniczyły dostęp do nisko oprocentowanych kredytów walutowych, a następnie regulacje całkowicie zamknęły dostęp do tych kredytów, co mocno podwyższyło efektywne oprocentowanie - w latach 2009-2012 wyniosło średnio 6,0%.
- **Zwrot z najmu vs. oprocentowanie depozytów: 64 teraz vs. 1,3 wtedy**  
Stopa zwrotu z najmu jest obecnie około 64-krotnie wyższa od oprocentowania depozytów gospodarstw domowych, podczas gdy relacja ta w 2008 kształtowała się lekko powyżej 1. Obserwowane ostatnio spadki stawek na rynku wynajmu jedynie nieznacznie zmniejszają atrakcyjność inwestycyjną mieszkań przy ultra niskich stopach procentowych.
- **Zdolność kredytowa: -5,6% teraz vs. -21,5% wtedy**  
Średnia maksymalna zdolność kredytowa spadła w trakcie pandemii o 5,6%, podczas gdy w trakcie kryzysu z lat 2008-2013 spadek wyniósł aż 21,5%.

Departament Analiz Ekonomicznych

Zespół Analiz Nieruchomości  
[analizy.nieruchomosci@pkobp.pl](mailto:analizy.nieruchomosci@pkobp.pl)  
(22) 521 51 80

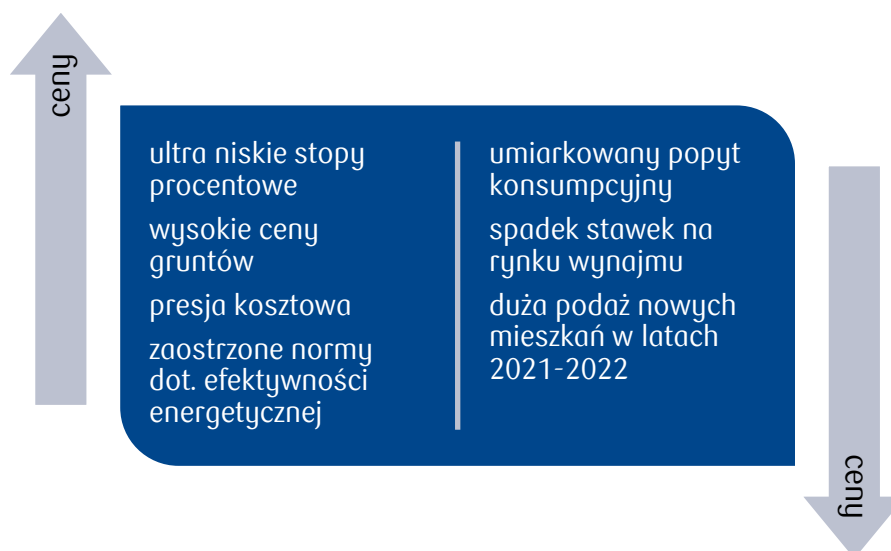
@PKO\_Research

[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

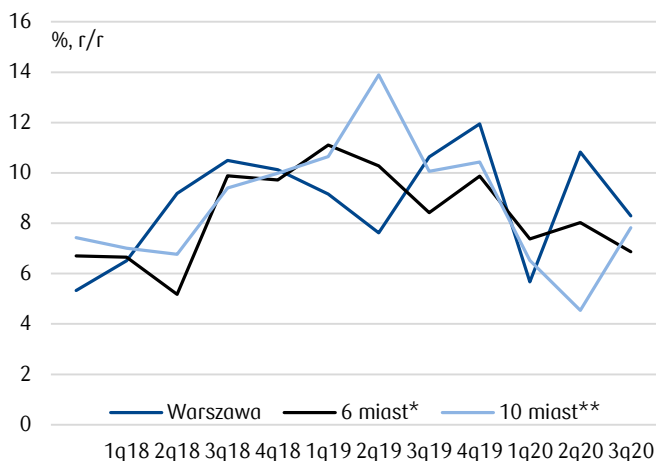
Agnieszka Grabowiecka-Łaszek  
Wojciech Matysiak  
Michał Rot

### Wzrosty cen spowalniają, korekta cen nie jest wykluczona...

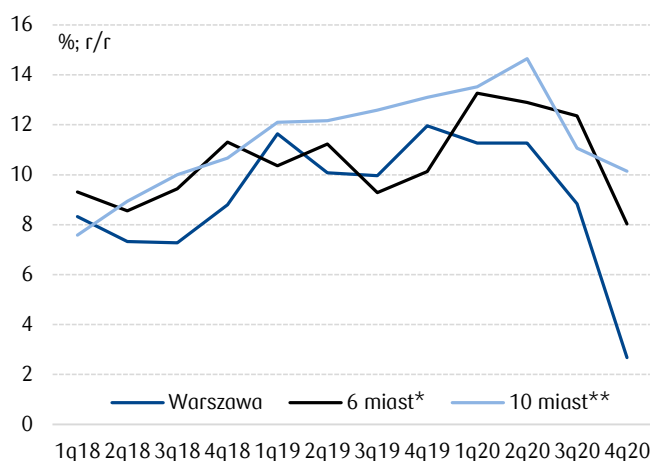
Po spowolnieniu wzrostu cen mieszkań w drugim półroczu 2020 na szerokim rynku, z lokalnymi spadkami cen w okresie po wybuchu pandemii, do końca 2021 oczekujemy stabilizacji cen mieszkań. Przestankami takiej oceny są umiarkowany popyt konsumpcyjny, spadki stawek na rynku wynajmu obserwowane od połowy 2020 oraz duża podaż nowych mieszkań widoczna w portfelu mieszkań w budowie z przewidywanym terminem wystawienia na rynek w latach 2021-2022. Wymienione negatywne dla rynku czynniki będą jednak neutralizowane pozytywnym wpływem niskich stóp procentowych (które według nas zostaną utrzymane co najmniej do 2022). Ultra niskie stopy poza zwiększeniem dostępności finansowania, nasilają zjawisko zakupów mieszkań jako ochrony wartości posiadanych środków (szczególnie przy podwyższonej inflacji). Po stronie podaży czynnikami niepozwalającymi na spadki cen będą wysokie ceny gruntów (ograniczona dostępność, przedłużające się procedury administracyjne), spodziewany silny wzrost presji kosztowej, w szczególności podwyżki cen materiałów budowlanych (m.in. stali czy tworzyw sztucznych), a także zaostrzone od 2021 normy dotyczące efektywności energetycznej budynków (izolacja dachu i ścian).



### Zmiany cen transakcyjnych na rynku pierwotnym



### Zmiany cen transakcyjnych na rynku wtórnym



Źródło: NBP

\* - Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Gdańsk, Gdynia

\*\* - Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra

### ...ale nie powtórzy się scenariusz długotrwałej bessy po globalnym kryzysie finansowym w 2008

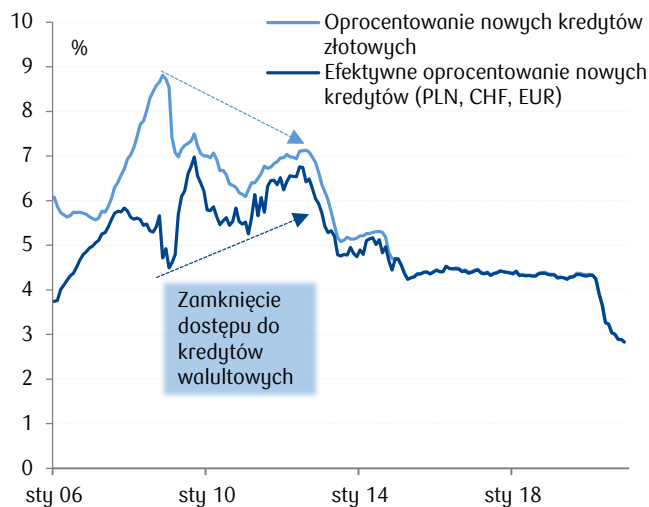
#### • Stopy procentowe

Wczesnej fazie globalnego kryzysu finansowego towarzyszyły zaostrzone warunki kredytowania. Podwyżki stóp NBP przed kryzysem spowodowały wzrost międzybankowych stawek WIBOR. W kolejnej fazie kryzysu banki najpierw ograniczyły, a później pod wpływem nowych regulacji całkowicie zamknęły dostęp do kredytów walutowych, o niższym oprocentowaniu niż w przypadku kredytów złotych, co miało bardzo poważne, negatywne skutki dla koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych. W wyniku zamknięcia dostępu do nisko oprocentowanych kredytów walutowych, efektywne oprocentowanie nowych kredytów istotnie wzrosło, pomimo spadku oprocentowania nowych kredytów złotych.

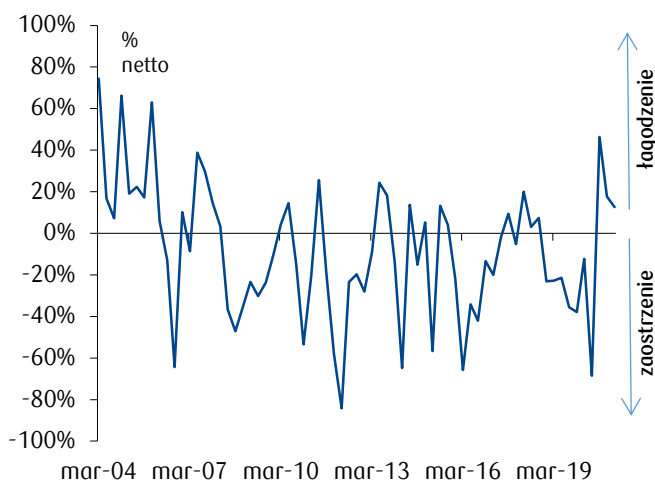
Reakcją na wybuch pandemii Covid-19 była natomiast niemal natychmiastowa, znacząca redukcja stóp procentowych do rekordowo niskiego poziomu i obietnica utrzymania ich na niskim poziomie przez dłuższy czas. Warunki udzielania kredytów hipotecznych, po przejściowym, delikatnym zaostrzeniu w reakcji na lockdown, zostały ponownie złagodzone w drugim półroczu 2020.

Wszystkie banki, które były aktywne na tym rynku przed wybuchem pandemii, nadal oferują kredyty hipoteczne i raczej nie zamierzają opuszczać tego rynku w kolejnych latach. W 2008 działalność w zakresie kredytów hipotecznych była znacznie bardziej ograniczona, a warunki udzielania kredytów zaostrzyły się na dłuższy okres.

#### Efektywne oprocentowanie nowych kredytów



#### Polityka kredytowa banków - odpowiedzi w badaniu NBP

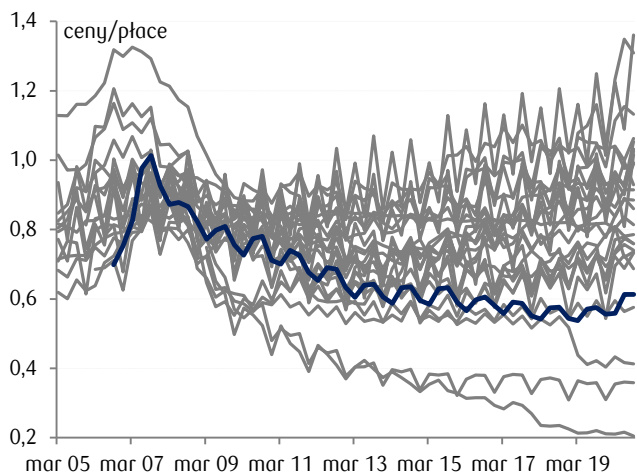


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

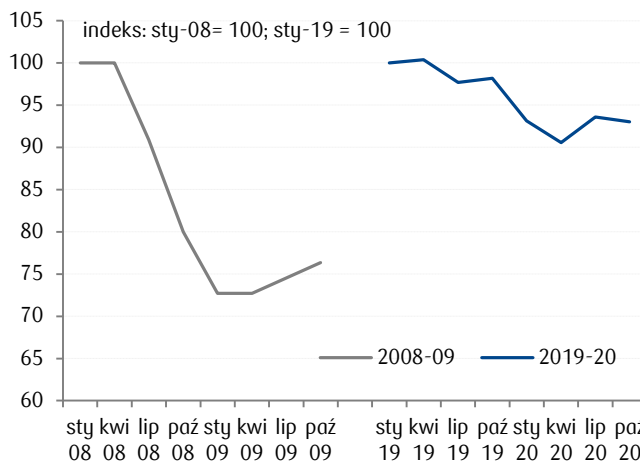
**Dostępność mieszkań**

Relacja cen mieszkań do płac w 2008 była o 41,2% wyższa niż w 2020. Oznacza to, że obecnie mieszkania są znacznie bardziej dostępne. Co więcej, relatywna dostępność mieszkań w Polsce wyraźnie się poprawiła na tle innych krajów UE w ostatnich latach. O większej dostępności mieszkań świadczy także różnica w skali spadku średniej maksymalnej zdolności kredytowej w czasie globalnego kryzysu finansowego oraz w trakcie pandemii. Obecnie zmniejszyła się ona o 5,6%, podczas gdy w 2008 spadek wyniósł aż 21,5%.

**Relacja cen mieszkań do płac w Polsce na tle UE**



**Spadek średniej maksymalnej zdolności kredytowej**

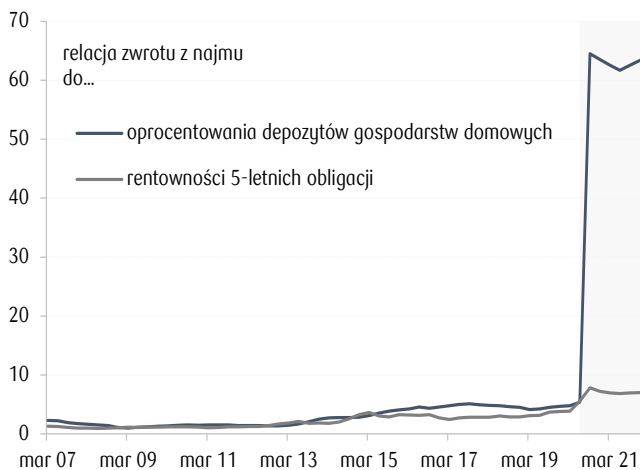


Źródło: Eurostat, opracowanie własne na podstawie informacji prasowych

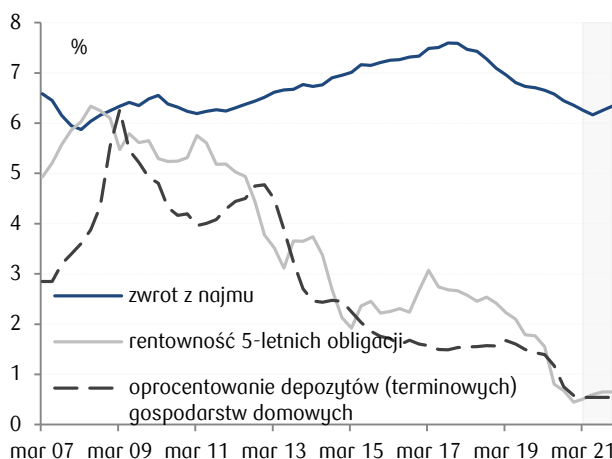
**Relatywna opłacalność najmu oraz wynajem instytucjonalny**

Rynek wynajmu, dynamicznie rozwijający się w ostatnich latach, obecnie jest głęboko dotknięty skutkami epidemii koronawirusa. Nastąpiło załamanie wynajmu krótkoterminowego, z którego korzystają głównie turyści, a w przypadku wynajmu długoterminowego znacząco zmalał popyt ze strony pracowników i studentów, którzy w dużej skali przeszli na pracę/naukę zdalną. Niemniej jednak wobec obniżek stóp procentowych, relacja zwrotu z najmu względem oprocentowania depozytów silnie się poprawiła, co mocno napędza popyt inwestycyjny oraz związany z chęcią ochrony kapitału. Warto dodać, że okres pandemii spowodował silny odpływ kapitału inwestycyjnego z rynku nieruchomości biurowych i handlowych. Przy nadmiarze kapitału inwestorzy mogą się przekierować na rynek mieszkań na wynajem. Zjawisko to może zwiększać płynność na rynku mieszkaniowym oraz zmniejszać wahania cen w cyklu koniunkturalnym.

**Relatywna opłacalność najmu**



**Zwrot z najmu na tle alternatywnych lokat kapitału**

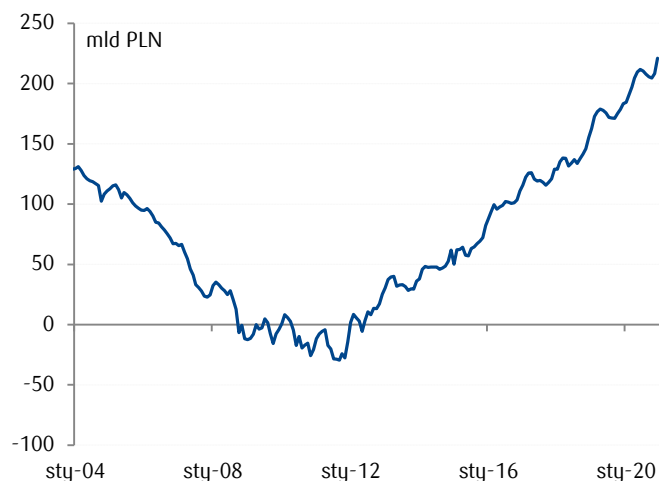


Źródło: NBP, Datastream, PKO Bank Polski

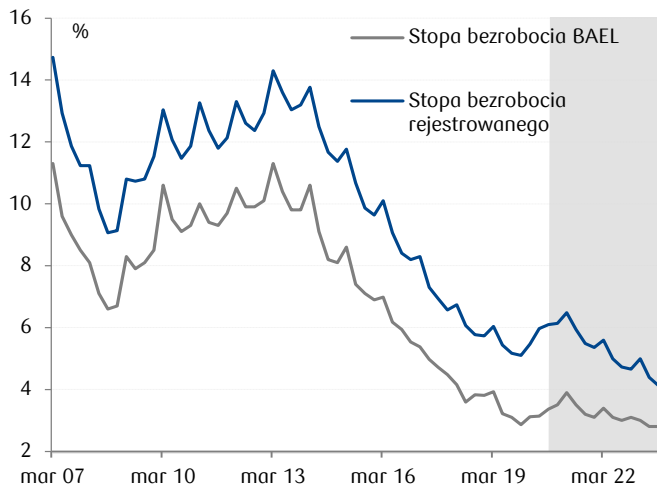
**Rynek pracy i sytuacja płynnościowa gospodarstw domowych**

Spowolnienie gospodarcze wywołane globalnym kryzysem finansowym w 2008 doprowadziło do wieloletniego wzrostu stopy bezrobocia. Obecnie sytuacja na rynku pracy jest dużo korzystniejsza, a szybko wprowadzone mechanizmy antykryzysowe skutecznie powstrzymały wzrost poziomu bezrobocia. Znacznie lepsza jest również obecna sytuacja płynnościowa gospodarstw domowych, które charakteryzują się wysoką nadwyżką oszczędności. Warto zwrócić uwagę również na spadek relacji zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji i PKB.

**Różnica depozytów i kredytów gospodarstw domowych**



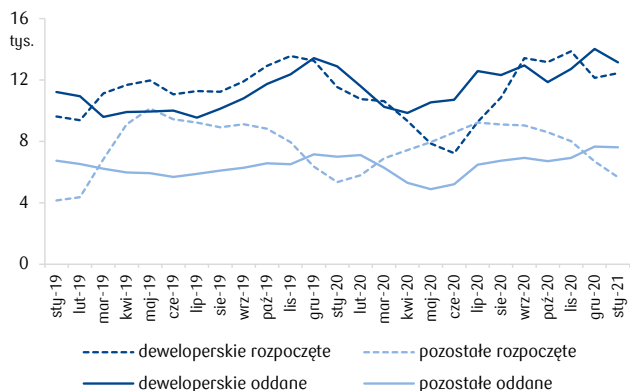
**Stopa bezrobocia z prognozą PKO BP**



Źródło: NBP, PKO Bank Polski

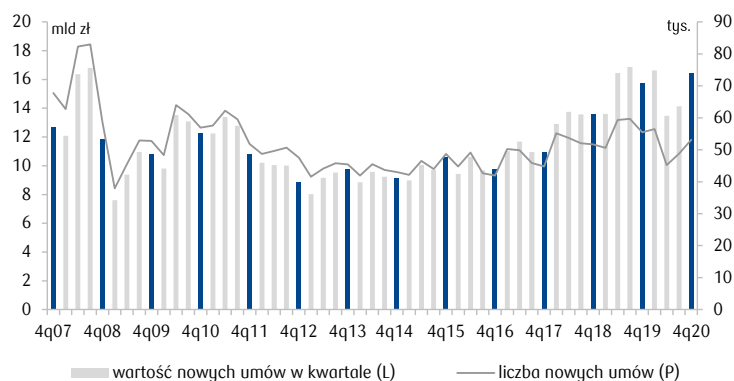
Element różnicujący	2008-2013	2020-2021
Stopy procentowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Podwyżki stóp procentowych NBP</li> <li>• Ograniczenie dostępu do kredytów walutowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Redukcja stóp procentowych NBP niemal do zera i wysokie prawdopodobieństwo, że pozostaną na tym poziomie nawet przez kilka najbliższych lat.</li> </ul>
Polityka kredytowa banków	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Znaczny spadek liczby banków aktywnych na rynku kredytów mieszkaniowych</li> <li>• Trwałe zaostrzenie polityki kredytowej oraz pogorszenie warunków kredytowania</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wszystkie banki aktywne na rynku kredytów mieszkaniowych przed pandemią pozostają aktywne w trakcie pandemii i prawdopodobnie w kolejnych kwartałach/latach.</li> <li>• Przejściowe zaostrzenie polityki kredytowej</li> </ul>
Sytuacja płynnościowa gospodarstw domowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Słaba pozycja płynnościowa sektora gospodarstw domowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wysoka i rosnąca nadwyżka oszczędności w sektorze gospodarstw domowych</li> </ul>
Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wysoka dynamika kredytów mieszkaniowych przed kryzysem</li> <li>• Szybki wzrost relacji zadłużenia do dochodów do dyspozycji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Umiarkowana dynamika kredytów mieszkaniowych przed epidemią</li> <li>• Spadek relacji zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji (i PKB)</li> </ul>
Rynek pracy	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Długotrwały wzrost bezrobocia aż do połowy 2013</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Łagodniejszy wzrost bezrobocia w znacznie krótszym okresie. Oczekiwany spadek bezrobocia już od 1-2q21.</li> </ul>
Podaż nowych mieszkań	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wzrost cen mieszkań w okresie przedkryzysowym w warunkach niskiej podaży nowych mieszkań i wysokiego popytu (też spekulacyjnego)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wzrost cen w okresie przedkryzysowym w warunkach wzrastającej podaży nowych mieszkań i wysokiego popytu. W efekcie wyższa płynność rynku i fundamentalne uzasadnienie wyższych cen</li> </ul>
Rynek najmu mieszkań	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niewielka skala wynajmu na zasadach rynkowych, ograniczona asymetrycznym prawem lokatora i właściciela (daleko posunięta ochrona lokatora)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wysoka w relacji do depozytów zyskowność najmu pomimo negatywnego szoku popytowego wywołanego epidemią</li> <li>• Przepływ kapitału inwestycyjnego z rynku nieruchomości biurowych i handlowych na rynek mieszkań na wynajem</li> </ul>

### Mieszkania rozpoczęte i oddane do użytku (średnia z ostatnich 3 miesięcy)



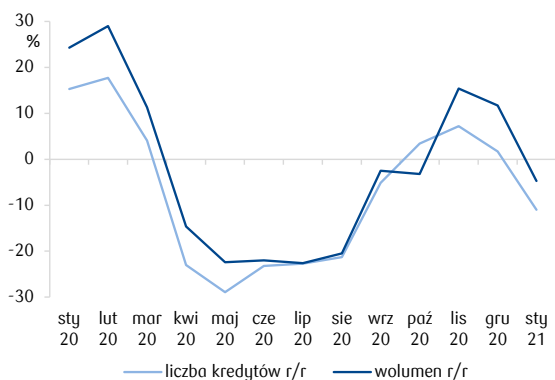
Źródło: GUS; PKO Bank Polski

### Kwartałna sprzedaż kredytów mieszkaniowych



Źródło: ZBP, AMRON; PKO Bank Polski

### Dynamika udzielonych kredytów mieszkaniowych



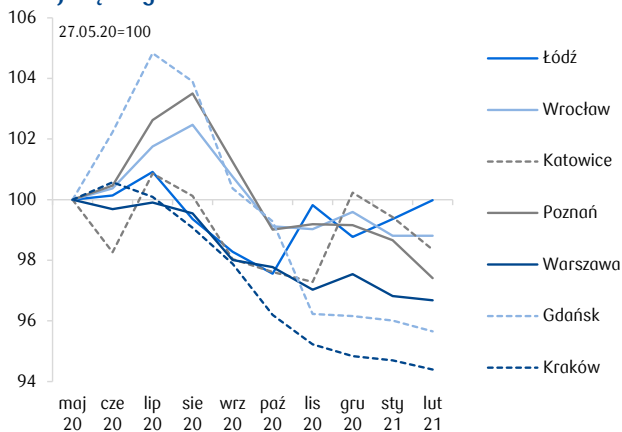
Źródło: Biuro Informacji Kredytowej, PKO Bank Polski

### Dynamika liczby kredytów mieszkaniowych i struktura ich wartości w 2020 wg kwoty udzielonego kredytu



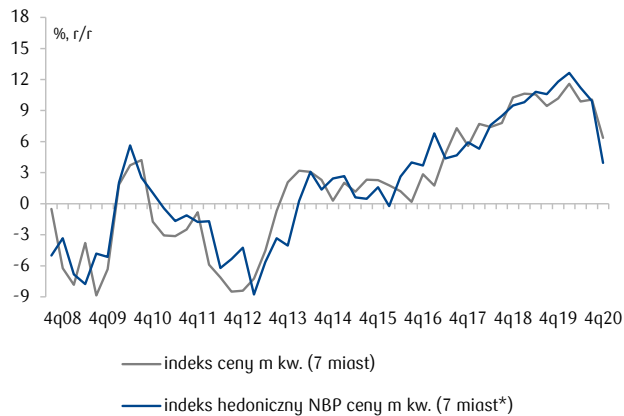
Źródło: Biuro Informacji Kredytowej, PKO Bank Polski

### Zmiana stawek ofertowych wynajmu w największych miastach



Źródło: PKO Bank Polski na podstawie portali z ogłoszeniami

### Zmiany r/r ceny m kw. mieszkania w największych miastach



Źródło: NBP, BaRN; \* Warszawa, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Gdańsk, Gdynia; PKO Bank Polski

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: 22 521 80 84  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

22 521 80 84

### Zespół Analiz Nieruchomości

Wojciech Matysiak (kierownik)

[wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl)

22 521 51 80

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek

[agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl)

22 521 81 22

Aleksandra Majek

[aleksandra.majek@pkobp.pl](mailto:aleksandra.majek@pkobp.pl)

22 521 80 84

Marcin Morawiecki

[marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl)

22 521 72 24

Katarzyna Piętka-Kosińska

[katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl)

22 521 65 15

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO\\_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum  
Analiz

**Materiał zatwierdził(a):** Piotr Bujak

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.