

Dział Analiz Allianz

# Europejski rynek mieszkaniowy: dom, (nie)słodki dom?

9 maja 2023

Ludovic Subran  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Jordi Basco Carrera  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

Maxime Darmet  
Senior Economist  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Pablo Espinosa Uriel  
Investment Strategist  
[pablo.espinosa-urriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)

Roberta Fortes  
Senior Economist  
[roberta.fortes@allianz-trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Andreas Jobst  
Head of Macroeconomic  
and Capital Markets  
Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Patricia Pelayo Romero  
Economist  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)

Marco Caccia  
Research Assistant  
[marco.caccia@allianz.com](mailto:marco.caccia@allianz.com)

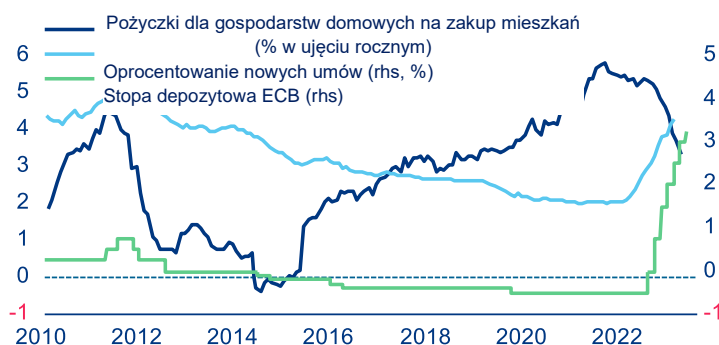
## W centrum uwagi – Europejski rynek mieszkaniowy – dom (nie)słodki dom?

- **Gwałtowne zaostrzenie warunków finansowania staje się coraz większym obciążeniem dla rynku mieszkaniowego.** Zapotrzebowanie na kredyty uległo osłabieniu, a poziom zaufania wśród konsumentów jest niski. Widoczna jest również tendencja wzrostowa w zakresie kredytów hipotecznych o oprocentowaniu zmiennym, co sugeruje, że kredytobiorcy spodziewają się poprawy warunków finansowania i nie chcą utknąć z wysokim oprocentowaniem. Odzwierciedla to także utrzymującą się niepewność odnośnie stóp procentowych, ponieważ kredyty o oprocentowaniu stałym robią się o wiele droższe.
- **Ograniczenia podaży mogą złagodzić korektę cen nieruchomości mieszkalnych, co jeszcze bardziej pogłębi pogorszenie przystępności cenowej mieszkań.** Mimo spadku cen domów, całkowity koszt zakupu domu wzrósł z powodu wyższych stóp procentowych. W połączeniu z przegrzaniem cen nieruchomości mieszkalnych w latach 2020-21 (lub, w przypadku takich krajów, jak Niemcy, trwającym od 2014 roku), obciążenia kredytowe stają się niemożliwe do udźwignięcia, szczególnie dla młodszego pokolenia, które w większości zostało wyparte z rynku przez koszty.
- **Nieskuteczność polityki publicznej w rozwiązywaniu strukturalnych problemów związanych z przystępnością cenową mieszkań w opinii Allianz Trade kontrastuje ze sprawną reakcją na tymczasowy wstrząs spowodowany przez pandemię Covid-19.** Ponieważ podaż nowych mieszkań jest niewielka, dobrze funkcjonujące budownictwo socjalne i bardziej zrównoważona regulacja rynku najmu powinny stać się priorytetami polityki.

## Rynek mieszkaniowy w strefie euro

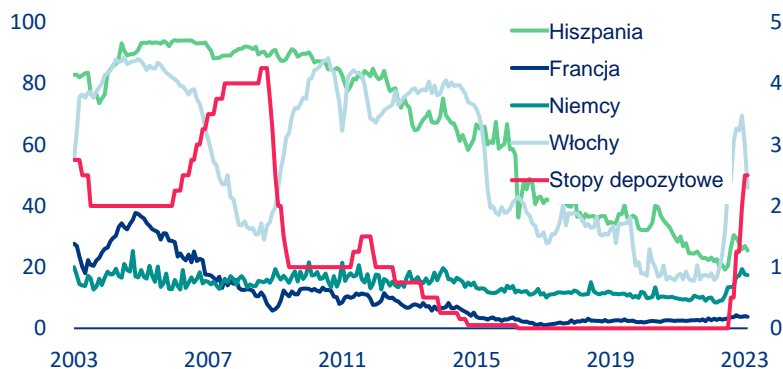
**Gwałtowne zaostrzenie warunków finansowania staje się coraz większym obciążeniem dla rynku mieszkaniowego.** Ponieważ ECB (Europejski Bank Centralny) nadal podnosi stopy procentowe (wczoraj o +25 pkt. bazowych, a na najbliższym posiedzeniu oczekuje się kolejnej podwyżki o 25 pkt. bazowych), gospodarstwa domowe stają w obliczu wyższych kosztów kredytów na zakup domów; oprocentowanie nowych kredytów wzrosło w lutym do 2,05% (z 1,61% w kwietniu ubiegłego roku). Opublikowane na początku tygodnia najnowsze badanie ECB dotyczące kredytów bankowych (Bank Lending Survey – BLS) potwierdziło zresztą ponure perspektywy w zakresie kredytów mieszkaniowych, które w marcu spadły już do 3,3% w ujęciu rocznym (z 3,7% miesiąc wcześniej). Standardy udzielania kredytów na zakup domów uległy zaostrzeniu we wszystkich głównych gospodarkach strefy euro, ze względu na wyższą percepcję i niższą tolerancję ryzyka przez banki. Spada również zapotrzebowanie na kredyty, choć w mniejszym stopniu niż w IV kwartale 2022 roku, kiedy odnotowano najwyższą stopę spadku liczby kredytów od czasu rozpoczęcia badania w 2003 roku (Wykres 1). Co ciekawe, konsumenci w niektórych krajach wybierają kredyty o oprocentowaniu zmiennym wskazując, że nie chcą „utknąć” z wysokimi stopami procentowymi (Wykres 2). W opinii Allianz Trade sugeruje to, że oczekują, iż w perspektywie średnioterminowej stopy procentowe będą niższe.

Wykres 1: Kredyty na zakup domów w strefie euro – wzrost roczny a oprocentowanie (nowe umowy)



Źródła: Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz

Wykres 2: Udział kredytów o oprocentowaniu zmiennym (% wszystkich nowych kredytów) a stopa depozytowa ECB

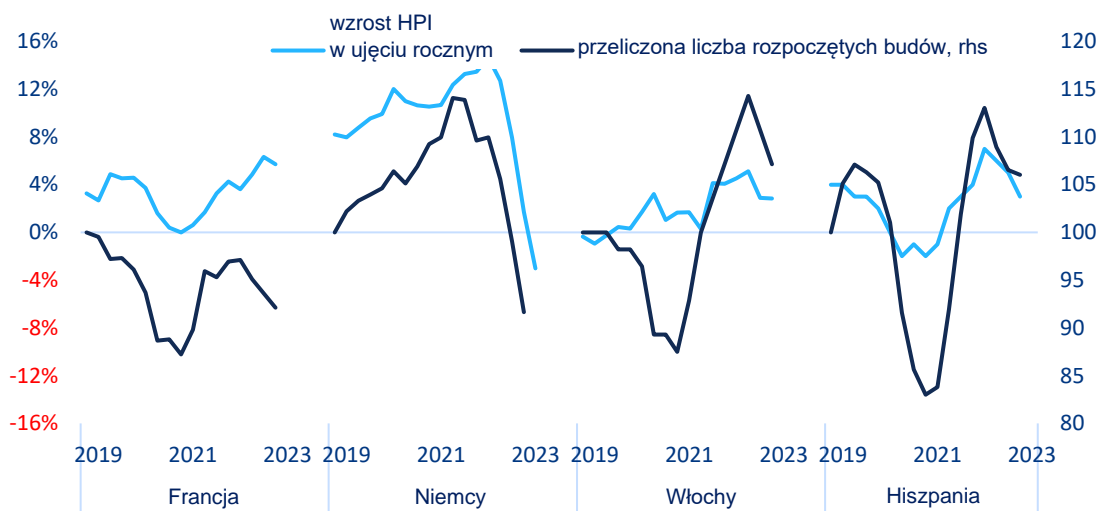


Źródła: ECB, Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz

**Ograniczenia po stronie podaży spowodowały spadek cen domów (Wykresy 3 i 4).** Spadek podaży nowych lokali mieszkalnych od początku pandemii (ograniczenia działalności, liczne zakłócenia w łańcuchu dostaw i inflacja cen materiałów) będzie się utrzymywać, ponieważ deweloperzy zachowują ostrożne podejście w związku z

niekorzystnymi perspektywami wzrostu gospodarczego i wyższymi kosztami kredytów. W Niemczech i Francji liczba rozpoczętych budów w segmencie mieszkaniowym jest niższa niż w 2019 roku, podczas gdy we Włoszech i Hiszpanii utrzymuje się na poziomie wyższym, ale zmniejsza się w stosunku do wzrostu po zakończeniu pandemii Covid-19. Jeśli chodzi o istniejące domy, gospodarstwa domowe nie odczuwają jeszcze potrzeby sprzedaży, a nadzwyczajne środki ochronne (np. moratorium na eksmisje) również zmniejszyły podaż; szybki wzrost kosztów materiałów z kolei spowolnił popyt wśród domów wymagających remontu.

Wykres 3: Porównanie zmian nominalnych cen lokali mieszkalnych (% w ujęciu rocznym, lhs) i liczby rozpoczynanych budów (przeliczone wg stanu na grudzień 2018, rhs)



Źródła: Źródła krajowe, OECD, Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz. Uwaga: Wzrost HPI w ujęciu nominalnym; rozpoczęte budowy lokali mieszkalnych jako suma krocząca, przeliczona według stanu na grudzień 2018 roku; etykiety na osi x pokrywają się z początkiem roku.

Wykres 4: Mapa cieplna rocznych zmian kluczowych zmiennych dla nieruchomości mieszkaniowych (wskaźnik z-score)\*

		Niemcy	Francja	Włochy	Hiszpania
Popyt	Nastroje konsumentów				
	Wynagrodzenia				
	Zaległości kredytowe				
	Stopa oszczędności				
Podaż	Pozwolenia na budowę				
	Zaufanie biznesu				
	Wydatki na budownictwo				
	Rozpoczęte budowy mieszkań				
Cena	Podaż nowych mieszkań				
	Nominalne HPI				
	Stosunek ceny do czynszu				
	Stosunek ceny do dochodu				
Sektor finansowy związany z nieruchomościami	Ceny materiałów				
	Papiery wartościowe związane z nieruchomościami				
	Kredyty mieszkaniowe				
	Stopa kredytów hipotecznych				

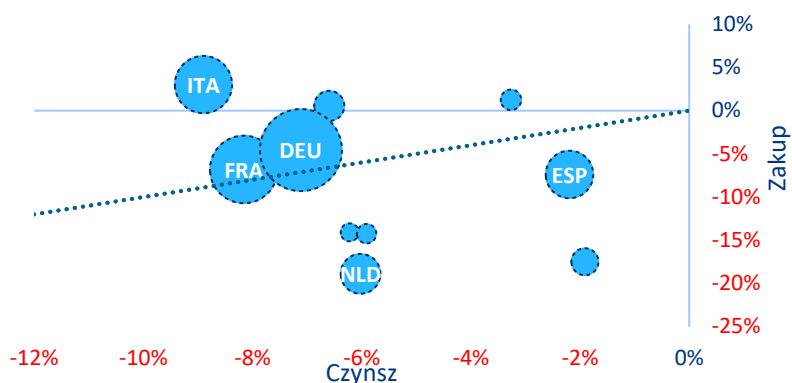
		Germany	France	Italy	Spain
Demand	Consumer sentiment				
	Wages				
	Delinquent loans				
	Savings rate				
Supply	Building permits				
	Business confidence				
	Construction spending				
	Housing starts				
	Supply new homes				
Price	Nominal HPI				
	Price-to-rent ratio				
	Price-to-income ratio				
	Materials prices				
Financial sector RE related	RE Equities				
	Residential loans				
	Mortgage rate				

Źródła: Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz. Uwaga: najnowsza dostępna data dla każdego wskaźnika (z-score); z-score są obliczane dla okresu 20 lat lub maksymalnego dostępnego okresu, gdy seria ma mniej niż 20 lat historii; szare komórki odzwierciedlają brak danych.

**Rynki mieszkaniowe Francji i Niemiec są najbardziej zagrożone (dalszymi) korektami cen.** Przewidujemy realne korekty cen nieruchomości mieszkalnych o maksymalnie 5% do połowy 2024 roku, co oznaczałoby skumulowaną korektę o 15% w stosunku do stanu na koniec 2021 roku. We Francji, od drugiej połowy 2022 roku, popyt gospodarstw domowych na nowe kredyty hipoteczne spadł do historycznego minimum. Włochy i Hiszpania mogą przetrwać okres stagnacji cen nieruchomości. We Włoszech liczba potencjalnych nabywców na rynku nieruchomości już zmniejszyła się w ciągu ostatniego roku, a średni czas sprzedaży domu i średnia obniżka cen wzrosły po tym, jak na początku 2022 roku osiągnęły najniższy poziom od 10 lat. Ogólnie rzecz biorąc, niedobór nieruchomości mieszkaniowych jest wspólną cechą wszystkich krajów, co zrównoważy tendencję spadkową w zakresie cen i pomoże uniknąć krachu. W tym kontekście pojawiają się coraz częstsze wezwania do wprowadzenia rządowych środków zapewniających przystępne cenowo mieszkania.

**Zwiększenie udziału budownictwa socjalnego mogłoby być rozwiązaniem wspomagającym osoby kupujące swoje pierwsze mieszkania, które w coraz większym stopniu są wypierane z rynku przez koszty.** Rozdzwięk między cenami mieszkań a poziomem wynagrodzeń powiększył się z powodu inflacji w zakresie cen dóbr pierwszej potrzeby, jaka pojawiła się na skutek wojny w Ukrainie, oraz zwrotu w obszarze polityki pieniężnej. Gospodarstwa domowe borykają się dziś z ograniczeniami budżetowymi na wielu frontach, a te, które nie zdecydowały się dotąd na zakup domu, prawdopodobnie nie będą w stanie podjąć takiego kroku w ciągu nadchodzących dwóch lat. Sprawy wcale nie przedstawiają się lepiej z perspektywy przystępności cenowej czynszów, zwłaszcza we Włoszech, Niemczech oraz Francji.

Wykres 5: Europejskie gospodarstwa domowe – łączne straty w obszarze przystępności cenowej mieszkań od 2019 roku (w porównaniu z czynszem na osi x; w porównaniu z zakupem na osi y)

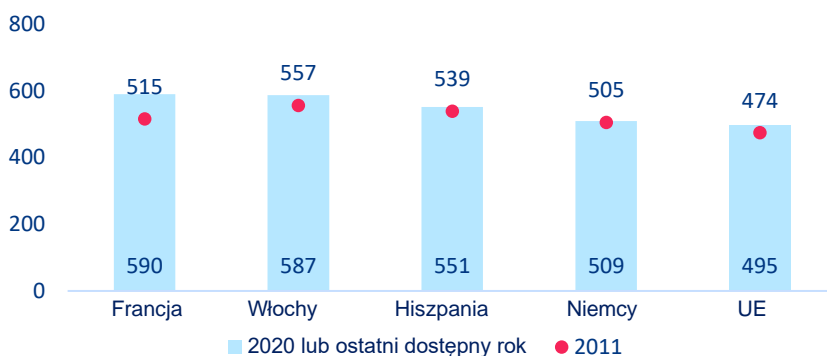


Źródła: OECD, Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz. Uwaga: ocena przystępności cenowej opiera się wyłącznie na cenach; wielkość okręgów oznaczających kraje opiera się na wysokości PKB; pomiar przystępności cenowej mierzony na podstawie nominalnego dochodu rozporządzalnego w przeliczeniu na mieszkańca; kraje EZ bez opisu to Austria, Belgia, Finlandia, Grecja oraz Portugalia; przerywana linia oznacza równe zmniejszenie przystępności cenowej zarówno dla zakupów, jak i czynszów.

**Inwestycje publiczne w budownictwo socjalne w strefie euro nie wzrosły istotnie od czasu globalnego kryzysu finansowego.**

Wydatki rządów na cele mieszkaniowe w dużej mierze pozostały na niezmiennym poziomie w stosunku do PKB (0,4%). Największe gospodarki wręcz obniżyły względny poziom swoich wydatków na cele mieszkaniowe: Niemcy zeszły z poziomu 0,5% PKB w 2009 roku do 0,4% w 2021, Francja z 1,0% do 0,9% w analogicznym okresie, natomiast Hiszpania z 0,1% do 0,0%. Włochy zachowały stabilny poziom 0,0% w obu latach. To może wyjaśniać, czemu pula mieszkań socjalnych wynosi około 3,2% w Niemczech, 2,4% we Włoszech, 14,0% we Francji oraz 1,1% w Hiszpanii. Podmioty będące dostawcami mieszkań socjalnych także przedstawiają się różnie w poszczególnych krajach: we Włoszech, 96% tego rodzaju mieszkań zapewniają organy publiczne; we Francji, 53% pochodzi od organizacji typu non-profit lub spółdzielni, a 46% od regionalnych organów publicznych. W Hiszpanii natomiast 100% budownictwa socjalnego realizują innego rodzaju dostawcy. Dane dotyczące Niemiec nie są powszechnie dostępne, lecz większość mieszkań socjalnych realizują tam instytucje publiczne lub spółdzielnie. W im większym stopniu rynek mieszkaniowy jest zależny od sektora prywatnego, tym bardziej jest podatny na wpływ cykli biznesowych. Pod względem efektywności polityki w zakresie mieszkalnictwa socjalnego, w opinii Allianz Trade strefa euro mogłaby wzorować się na skutecznych inicjatywach realizowanych w Japonii i Szkocji. Programy wspierające realizację mieszkań poprzez korzystne opodatkowanie nieruchomości przyniosły dobre efekty w Japonii, podczas gdy Szkocja oferuje całą gamę mechanizmów finansowania pozwalających na budowę przystępnych cenowo mieszkań. Odpowiednie planowanie urbanistyczne także stanowi drogę do poprawy sytuacji w zakresie kryzysu mieszkaniowego.

Wykres 6: Liczba mieszkań na tysiąc mieszkańców



Źródła: OECD, Dział Analiz Allianz

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

#### **OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umiarkowości i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.