



Bank Polski

Centrum  
Analiz

# Rynek Inwestycyjny

## Analizy Nieruchomości

17 maja 2022

### Poprawa silniejsza w Europie niż w kraju

#### PODSUMOWANIE

- W 2021 wolumen transakcyjny na krajowym rynku nieruchomości komercyjnych wzrósł nieznacznie, bo o 6,3% r/r, osiągając 5,58 mld EUR.
- W trakcie 2021 otoczenie europejskie oraz globalne zdecydowanie poprawiło się. Na szerokim rynku europejskim wolumeny zbliżone są do poziomu sprzed epidemii, a wartości rynkowe (poza nieruchomościami handlowymi) rosną.
- Mimo silnych spadków płynności na rynku krajowym stopy kapitalizacji (poza sektorem nieruchomości handlowych, gdzie stopy zdecydowanie wzrosły) pozostają zasadniczo stabilne.

\*\*\*

- W 2h21 sytuacja na polskim rynku inwestycyjnym zdecydowanie poprawiła się. Wyniki rocznego wolumenu pozostały słabe ze względu na pierwszą połowę roku, lecz wynik za sam 2h21 był tylko gorszy od dwóch lat 2018 oraz 2019. Obroty w całym 2021 wyniosły blisko 5,6 mld EUR, w tym blisko 3,6 mld EUR w drugiej połowie roku.
- Wolumen transakcyjny w 2h21 wzrósł o 53,6% r/r wynosząc 3,58 mld EUR.
- Sam 4q21 z obrotami na poziomie 2,175 mln EUR był lepszy od 3q21 54,7% oraz od 4q20 aż o 74,8%,
- W całym 2021 podobnie jak w 2020 rynek był zdominowany transakcjami sektora magazynowego (53,5% ogólnego wolumenu wobec 49,7% w 2020).
- W 2h21 obroty połączonych sektorów handlowego oraz biurowego wyniosły zaledwie 1,51 mld EUR, w porównaniu z 3,61 mld EUR w 2h19. Był to spadek o 58%, podczas gdy szeroki rynek (dzięki wzrostowi magazynów) spadł jedynie o 24%.
- Wolumen biurowy był ponownie w ok. 75% zrealizowany na rynku stołecznym.
- Szeroki rynek europejski oraz globalny zachowuje się lepiej od rynków w naszym regionie, w tym rynku polskiego. W Europie dużą rolę odgrywa bardzo dynamicznie rosnący rynek mieszkań na wynajem, co w naszej części Europy ma nadal marginalne znaczenie.
- Według danych CBRE 2021 zamknął się rekordowym wolumenem na rynku europejskim na poziomie 359 mld EUR (wzrost o ok. 9% wobec roku 2019 oraz o 29% vs 2020).
- Licząc tylko wiodące sektory (biura, handel, magazyny) rynek europejski zamknął 2021 poziomem 94% średniego wolumenu lat 2018/19, rynek

Departament Analiz Ekonomicznych

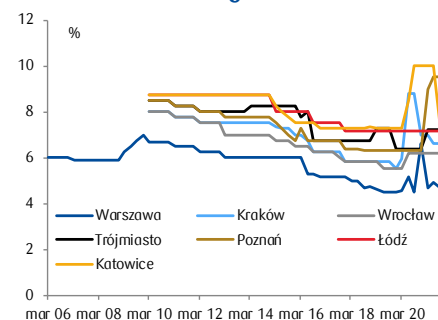
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

@PKO\_Research

Zespół Analiz Nieruchomości  
[analizy.nieruchomosci@pkobp.pl](mailto:analizy.nieruchomosci@pkobp.pl)

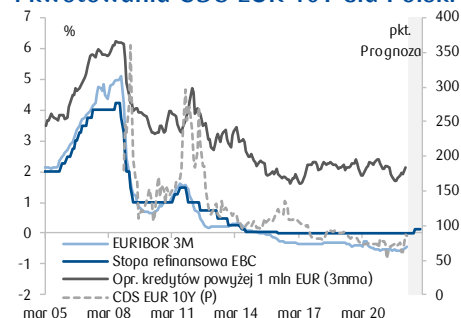
Marcin Morawiecki

#### Stopy kapitalizacji (minimalne) w sektorze biurowym



Źródło: Colliers International Polska.

#### Stopy procentowe w strefie euro, oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw niefinans. w EUR (w Polsce) i kwotowania CDS EUR 10Y dla Polski

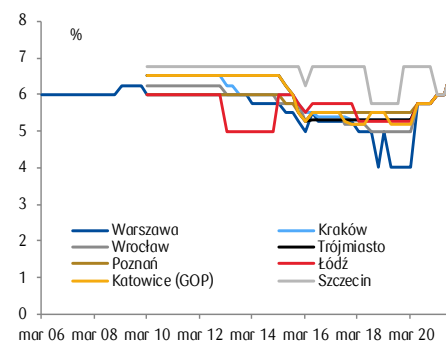


Źródło: EBC, NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

środkowoeuropejski na poziomie 83,5%, a rynek polski na poziomie 76,2%.

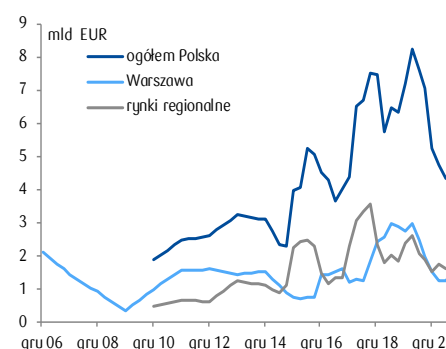
- Wzrost wolumenu dla rynku europejskiego (wiodące sektory) za 1q22 osiągnął 73,3% r/r wynosząc rekordowe 55,1 mld EUR, co było wynikiem zdecydowanie lepszym niż 1q20 (47,3 mld EUR). Zasadniczo obroty na rynku europejskim są już tylko obniżone w sektorze nieruchomości handlowych.
- Rynek amerykański, głównie za sprawą szybkiej ekspansji sektorów mieszkań na wynajem oraz magazynów, osiągnął bezprecedensowe 746 mld USD po wzroście r/r o 86%.
- W rzeczywistości postepidemicznej przewidujemy dalszy silny wzrost transakcji inwestycyjnych w sektorze magazynowym. Sektor rośnie nie tylko ze względu na szybki rozwój e-commerce, ale jako konsekwencja szybkiego rozwoju produkcji przemysłowej kraju przechodzenia do modelu just in case z tradycyjnego just in time oraz rozwoju procesu nearshoring'u.
- W Polsce, podobnie jak na rynkach zagranicznych, wpływ epidemii Covid-19 na stopy kapitalizacji mimo silnego wpływu na rynek najmu był ograniczony zarówno r/r, jak i kw/kw. Ze względu na dotychczasową bardzo luźną politykę monetarną oraz rosnącą inflację (również tą wyrażoną w EUR), która zdecydowanie ograniczyła oczekiwania co do spadku przyszłych wartości czynszowych stopy kapitalizacji na szerokim rynku europejskim pozostały łagodnie spadkowe, a w kraju zasadniczo stabilne.
- Zdecydowanie najstabilniej zachowującym się sektorem pozostają nieruchomości handlowe - tutaj rosną stopy kapitalizacji oraz spadają ceny.
- Według Indeksu Green Street wartości nieruchomości komercyjnych na szerokim rynku europejskim na koniec 1q22 osiągnęły 135,3 (100 = sierpień 2007, 133,6 = grudzień 2021). Stanowi to wzrost o 6,6% względem poprzedniego szczytu bezpośrednio sprzed epidemii Covid-19.
- Dla nieruchomości magazynowych indeks na koniec 1q22 był o 47% wyższy niż bezpośrednio przed epidemią, dla nieruchomości biurowych osiągnął parytet z poziomem sprzed epidemii, jednak w przypadku nieruchomości handlowych indeks jest nadal niższy o 20% niż przed epidemią.
- Według ostatniego badania RICS z 4q21, globalny sentyment inwestycyjny poprawił się kw/kw z -1 do +5, jest to najlepszy wynik od końca 2019, a sentyment jest już zbliżony do poziomu sprzed epidemii. Globalny sentyment rynku najmu również poprawił się, lecz nadal jest negatywny (-4). Szeroki globalny sentyment rynkowy (inwestycyjny + najmu) jest minimalnie pozytywny po raz pierwszy od 4q19. Najlepsze wyniki przypadają rynkowi amerykańskiemu, najgorsze rynkom Azji i Pacyfiku.
- W Polsce ogólny sentyment na poziomie -8 wskazuje na poprawę o 10 pkt r/r, lecz jest to trzeci najgorszy wynik z 19 badanych krajów europejskich oraz zdecydowanie gorszy od wyniku światowego +1.

### Stopy kapitalizacji (minimalne) w sektorze handlowym



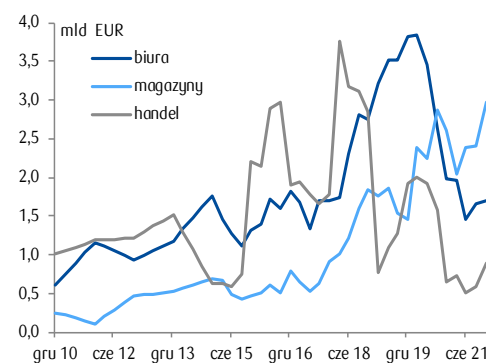
Źródło: Colliers International Polska.

### Wolumen transakcji inwestycyjnych (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

### Wolumen transakcji inwestycyjnych z podziałem na sektory (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

## Spis treści

|   |    |
|---|----|
| 1. Uwarunkowania makroekonomiczne ..... | 4  |
| 2. Wolumen i płynność rynku .....       | 6  |
| 3. Ceny oraz stopy kapitalizacji .....  | 10 |
| Spis skrótów i pojęć .....              | 13 |

## 1. Uwarunkowania makroekonomiczne

Przełom 2021/2022 w krajowej gospodarce był bardzo mocny. Wyniki produkcji przemysłowej, budowlanej oraz sprzedaży detalicznej za 1q22 implikują, że wzrost PKB w 1q22 mógł zbliżyć się do 10% r/r. **Obecne trendy w głównych gałęziach gospodarki sugerują, że wzrost PKB w całym 2022 wyniesie 4%, z szansą na nawet lepszy wynik.** Wojna w Ukrainie wpływa niekorzystnie na gospodarkę głównie poprzez nasilenie negatywnego szoku podażowego (wyższe koszty/ceny i zaburzenia dostaw), wzrost niepewności oraz spowolnienie gospodarcze za granicą. Z drugiej strony wsparciem dla wzrostu PKB w najbliższych kwartałach będzie wzrost konsumpcji związany z napływem uchodźców poprzez wzrost spożycia publicznego (pomoc państwa dla uchodźców) oraz spożycia indywidualnego (pomoc indywidualna dla uchodźców i ich wydatki). W dłuższym okresie mogą się również ujawnić inne pozytywne czynniki: 1) wzrost podaży pracy związany z falą uchodźców, 2) zwiększony napływ środków UE, 3) zwiększenie natężenia *nearshoringu*, a także 4) dodatkowa stymulacja fiskalna (w tym wydatki obronne) na poziomie całej UE.

**Cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce jest kontynuowany.** W reakcji na dwucyfrowy poziom inflacji, RPP w maju kolejny raz podniosła stopy procentowe (tym razem o 75 pb). **Zakładamy, że stopa referencyjna NBP osiągnie szczyt w lipcu 2022 na poziomie 6,5-7,0% (punktowo przyjmujemy 6,5%).** Ostatnie wypowiedzi Prezesa NBP sugerują, że RPP pozostaje w trybie analizy napływających danych, a skala podwyżek będzie zależeć od skali zmian bieżącej inflacji. Cykl podwyżek zakończy się, gdy przestanie rosnąć inflacja. Podwyżki mogłaby też zatrzymać seria danych wskazujących na znaczące spowolnienie aktywności gospodarczej, ale tej na razie się nie spodziewamy.

**Główne banki centralne na świecie normalizują politykę pieniężną.** W naszej ocenie stopy procentowe wzrosną w USA jeszcze 5 razy w tym roku (w czerwcu, lipcu i wrześniu po 50pb, w listopadzie i w grudniu po 25pb). Od czerwca rozpocznie się ograniczanie sumy bilansowej, które po 3 miesiącach ma osiągnąć tempo 95 mld USD miesięcznie. EBC zapowiada koniec ery ujemnych nominalnie stóp procentowych. Oczekujemy, że podwyżki stopy depozytowej będą miały miejsce na posiedzeniach w lipcu i wrześniu (po 25pb do 0%), a stopy referencyjne we wrześniu (o 15pb do 0,15%).

Utrzymująca się niepewność co do dalszego przebiegu pandemii, a także jedna z najniższych realnych stóp procentowych na świecie nie sprzyjają notowaniom polskich aktywów, w tym złotego, który utrzymuje się na poziomach sugerujących wyraźne niedowartościowanie. Oznacza to, że przez większą część roku kurs złotego może się utrzymywać powyżej 4,60 PLN/EUR. Perspektywa szczytu inflacyjnego w 3q22 powinna poprawiać notowania złotego (spodziewamy się lekkiego umocnienia pod koniec roku, do poziomu 4,55 PLN/EUR. Jednocześnie na rynku utrzyma się wysoka zmienność, co oznacza, że złoty może tymczasowo tracić w przypadku dalszych fal gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka na świecie.

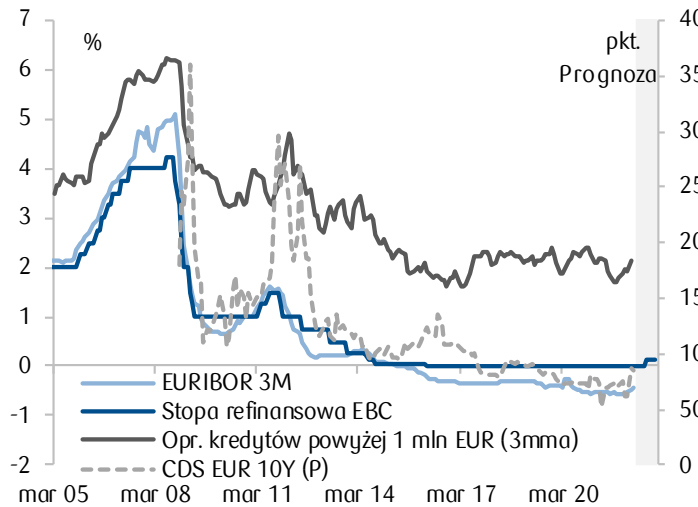
**Obecne trendy w głównych gałęziach gospodarki sugerują, że wzrost PKB w całym 2022 wyniesie 4%, z szansą na nawet na lepszy wynik.**

**Zakładamy, że stopa referencyjna NBP osiągnie szczyt w lipcu 2022 na poziomie 6,5-7,0% (punktowo przyjmujemy 6,5%).**

**Główne banki centralne na świecie stopniowo normalizują politykę pieniężną.**

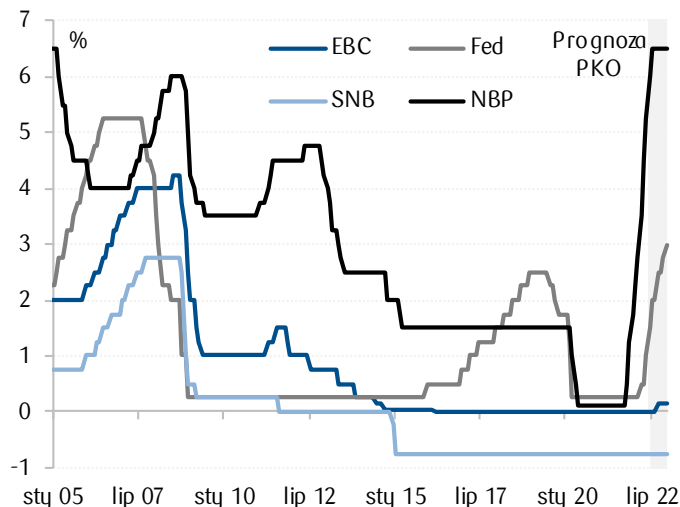
**Fundamentalne niedowartościowanie złotego utrzymuje się.**

**Stopy procentowe w strefie euro, oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w EUR (w Polsce) i kwotowania CDS EUR 10Y dla Polski**



Źródło: EBC, NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. Kwotowania CDS obrazują premię za ryzyko 10-letniego długu Skarbu Państwa denominowanego w EUR. Im wyższe kwotowania, tym wyższe postrzegane ryzyko dla kraju.

**Stopy procentowe w Polsce, USA, strefie euro i Szwajcarii**



Źródło: EBC, NBP, Fed, SNB, PKO Bank Polski.

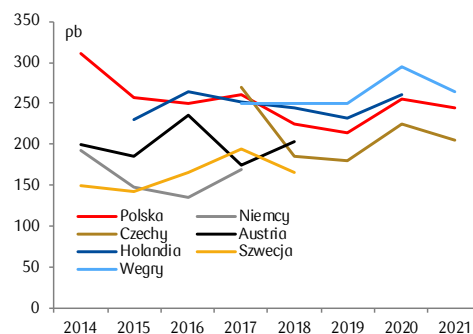
Według ostatnich dostępnych badań ankietowych KPMG (z 2q21) marże (na EURIBOR 3M) przy kredytach inwestycyjnych zabezpieczonych nieruchomości komercyjnymi (biurowymi) wynoszą średnio 245 pb po spadku o 10 pb r/r. W trakcie ostatniego roku wymagane marże spadły na większości rynków z naszego regionu. W Czechach spadek był jeszcze wyraźniejszy, a finansowanie jest tańsze.

Mimo sytuacji epidemicznej i zawirowań ekonomicznych z nią związanych jakość portfela kredytów na nieruchomości komercyjne (pod względem udziału non performing loans) nie pogorszył się r/r.

Badania KPMG wskazują, iż wymagany poziom przednajmu na polskim rynku jest obecnie niższy większości rynków w regionie oraz zdecydowanie obniżył się r/r i wynosi średnio dla trzech głównych sektorów około 40%.

Ogółem w Polsce respondenci wykazują się mniejszym niż w innych krajach regionu zainteresowaniem finansowania nieruchomości komercyjnych z tym, że sytuacja ta poprawiła się r/r, zwłaszcza w przypadku inwestycji deweloperskich. Po rocznej przerwie respondenci wyrażają marginalne zainteresowanie finansowaniem inwestycji w nieruchomości handlowe.

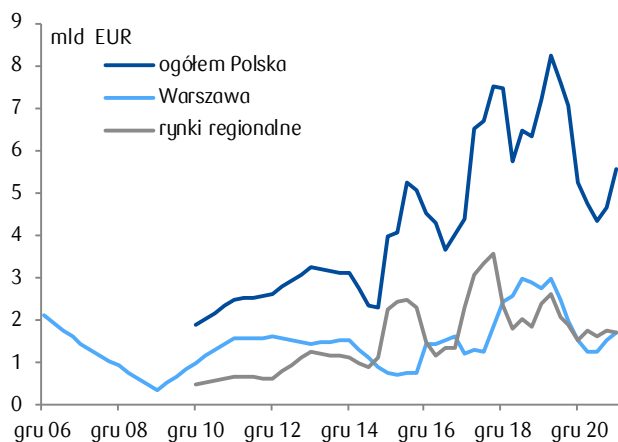
**Marże (na EURIBOR 3M) na kredytach udzielanych przy zakupach inwestycyjnych nieruchomości typu „prime”**



Źródło: KPMG.

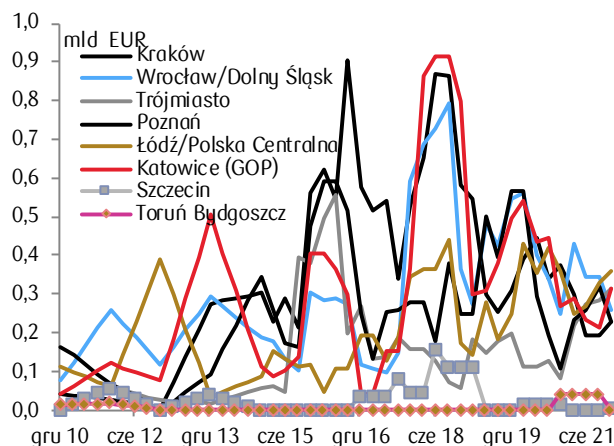
## 2. Wolumen i płynność rynku

### Wolumen transakcji inwestycyjnych (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

### Wolumen transakcji inwestycyjnych na rynkach regionalnych (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

Po bardzo złych 2h20 oraz 1h21 sytuacja na Polskim rynku inwestycyjnym w 2h21 zdecydowanie poprawiła się. Wyniki rocznego wolumenu pozostały słabe ze względu na pierwszą połowę roku, lecz wynik za sam 2h21 był tylko gorszy od 2018 oraz 2019. W 2021 obroty wyniosły 5,6 mld EUR, w tym 3,6 mld EUR w 2h roku.

Obroty w 2021 wyniosły 5,6 mld EUR po dosyć silnym 2h roku

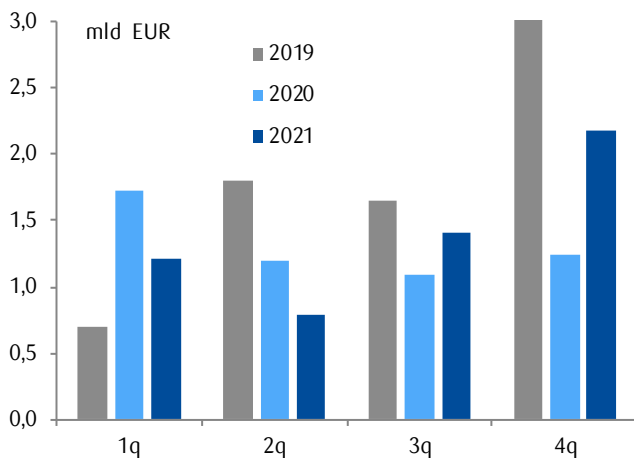
Sam 4q21 z obrotami na poziomie 2,175 mln EUR był lepszy od 3q21 54,7% oraz od 4q20 aż o 74,8%, Normalnie 4q roku jest okresem największej płynności.

4q21 był udany po wzroście r/r o blisko 75%

W całym 2021 rynek był zdominowany transakcjami sektora magazynowego (53,5% ogólnego wolumenu 49,7% w 2020), co jest zjawiskiem bezprecedensowym, a sam rynek magazynowy wzrósł r/r w 2021 o 14,2% od już rekordowego poziomu w 2020.

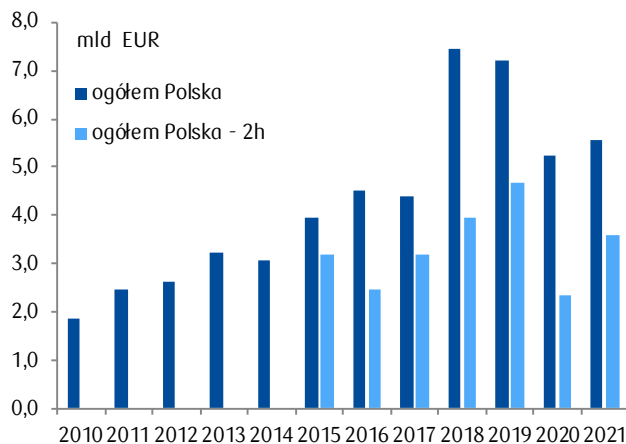
W 2021 rynek był ponownie zdominowany transakcjami sektora magazynowego.

### Kwartalny wolumen transakcji inwestycyjnych



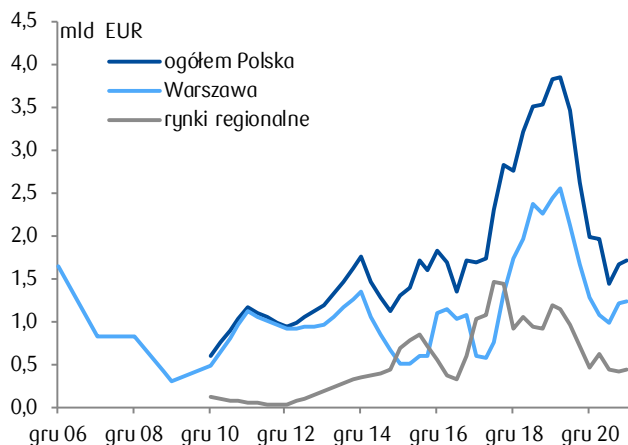
Źródło: Colliers International Polska.

### Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych



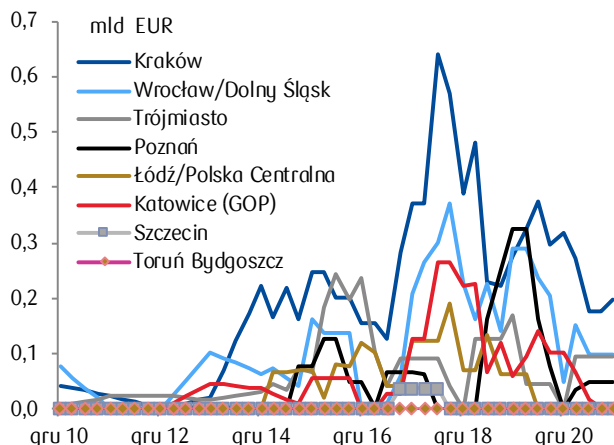
Źródło: Colliers International Polska.

**Wolumen transakcji inwestycyjnych w sektorze biurowym z podziałem na Warszawę oraz rynki regionalne (4q skum.)**



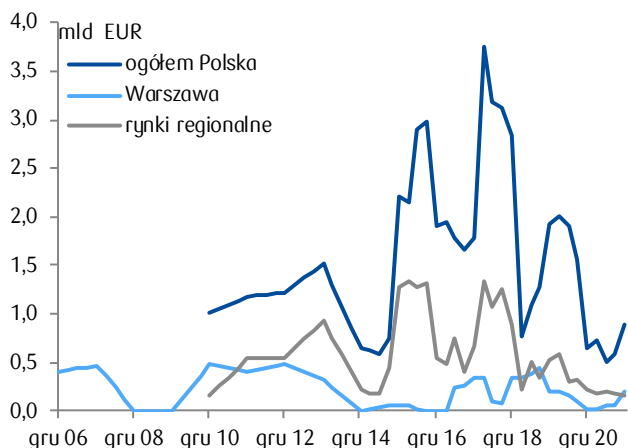
Źródło: Colliers International Polska.

**Wolumen transakcji inwestycyjnych w sektorze biurowym na rynkach regionalnych (4q skum.)**



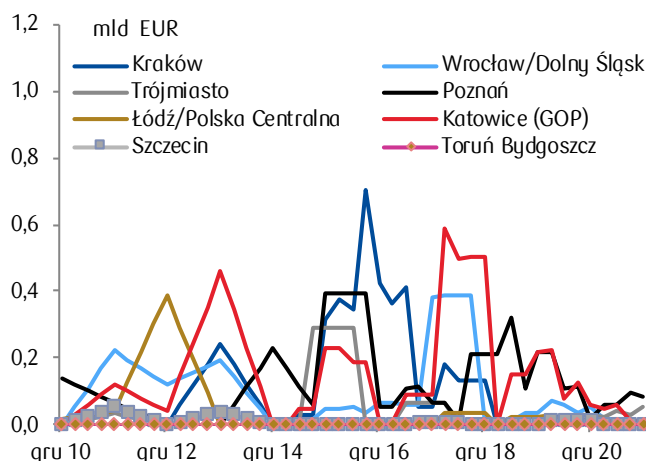
Źródło: Colliers International Polska.

**Wolumen transakcji inwestycyjnych w sektorze handlowym z podziałem na Warszawę oraz rynki regionalne (4q skum.)**



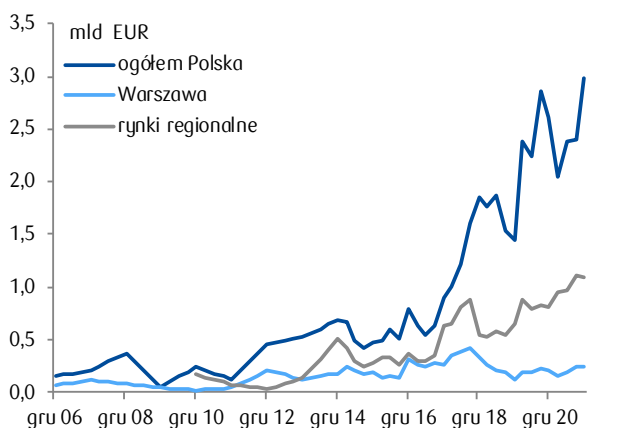
Źródło: Colliers International Polska.

**Wolumen transakcji inwestycyjnych w sektorze handlowym na rynkach regionalnych (4q skum.)**



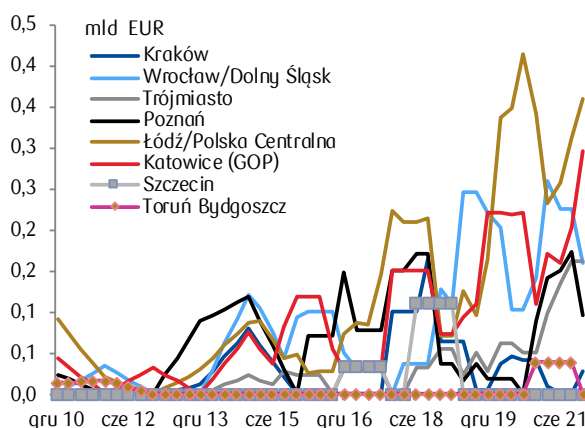
Źródło: Colliers International Polska.

**Wolumen transakcji inwestycyjnych w sektorze magazynowym z podziałem na Warszawę oraz rynki regionalne (4q skum.)**



Źródło: Colliers International Polska.

**Wolumen transakcji inwestycyjnych w sektorze magazynowym na rynkach regionalnych (4q skum.)**



Źródło: Colliers International Polska.

## Wolumen transakcji inwestycyjnych – podstawowe dane

|               | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2h20  | 2h21  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Warszawa      | 1 417 | 1 533 | 739   | 1 408 | 1 196 | 2 406 | 2 754 | 1 507 | 1 689 | 696   | 1 148 |
| Regiony       | 1 809 | 1 551 | 3 234 | 3 108 | 3 188 | 5 036 | 4 448 | 3 746 | 3 890 | 672   | 768   |
| Ogółem Polska | 3 226 | 3 085 | 3 973 | 4 516 | 4 384 | 7 443 | 7 202 | 5 253 | 5 579 | 2 331 | 3 581 |
| Biura         | 1 181 | 1 765 | 1 306 | 1 817 | 1 695 | 2 754 | 3 830 | 1 984 | 1 701 | 654   | 906   |
| Handel        | 1 523 | 637   | 2 199 | 1 906 | 1 787 | 2 845 | 1 923 | 656   | 895   | 210   | 604   |
| Magazyny      | 523   | 683   | 467   | 792   | 902   | 1 844 | 1 449 | 2 613 | 2 983 | 1 467 | 2 071 |

Źródło: Colliers International Polska.

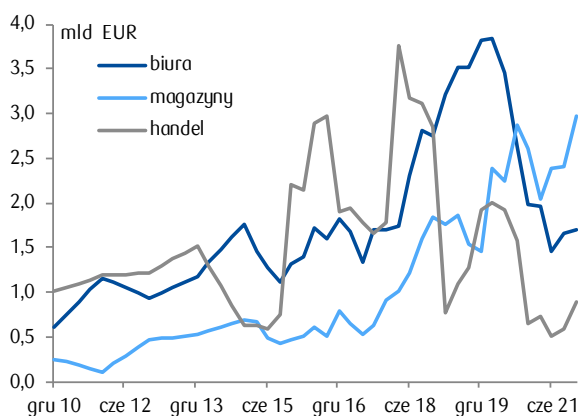
Według danych CBRE dla szerokiego rynku europejskiego zarówno za 4q21, jak i za 1q21 potwierdzają dosyć silną poprawę we wszystkich sektorach rynku inwestycyjnego. Szeroki rynek europejski zachowuje się lepiej od rynków w naszym regionie, w tym rynku polskiego. W Europie dużą rolę odgrywa bardzo dynamicznie rosnący rynek mieszkań na wynajem, co w naszej części Europy ma nadal marginalne znaczenie.

Wzrost wolumenu dla rynku europejskiego (wiodące sektory) za 1q22 osiągnął 73,3% r/r wynosząc rekordowe 55,1 mld EUR, co było wynikiem zdecydowanie lepszym niż w zasadniczo dla rynku inwestycyjnego w Europie przedpandemicznym 1q20 (47,3 mld EUR).

Według danych CBRE 2021 zamknął się rekordowym wolumenem na poziomie 359 mld EUR, (wzrost o ok. 9% wobec 2019 oraz o 29% vs 2020), jednak w tej liczbie zawierają się nie tylko wiodące sektory, które (zwłaszcza mieszkania na wynajem) stały się w obecnych realiach sektorami niemalże wiodącymi (wolumen 102 mld EUR w 2021 dla mieszkań na wynajem). Uwzględniając tylko sektory wiodące wolumen inwestycyjny w Europie w 2021 wykazał kilkuprocentowy spadek względem 2019. W Europie Środkowej korekta rynkowa pozostaje głębsza, rynek w 2021 jako całość osiągnął 80% stanu z 2019 (wiodące sektory zaledwie 79% stanu przedpandemicznego).

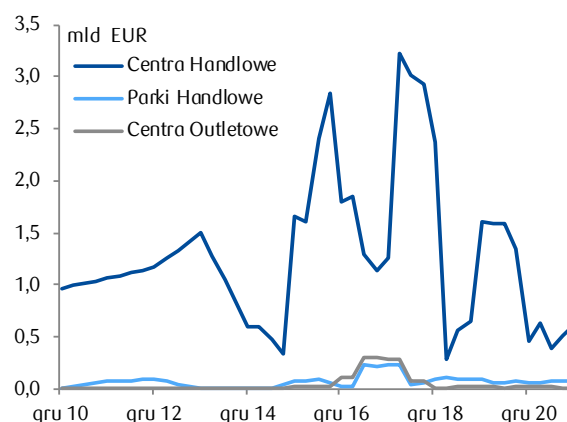
Zachowanie rynków Azji Południowo-Wschodniej jest zbliżone do szerokiego rynku europejskiego (w 2021 wzrost wolumenu 30% r/r), rynek amerykański natomiast głównie za sprawą szybkiej ekspansji sektorów mieszkań na wynajem oraz magazynów osiągnął bezprecedensowe 746 mld USD po wzroście r/r o 86%.

### Wolumen transakcji inwestycyjnych z podziałem na sektory (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

### Wolumen transakcji inwestycyjnych z podziałem na rodzaje obiektów handlowych (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

Dane CBRE wskazują na silną ekspansję wolumenów inwestycyjnych na szerokim rynku europejskim.

1q22 był rekordowym początkiem roku w Europie.

W całym 2021 europejski wolumen inwestycyjny był rekordowy głównie z racji ekspansji sektora mieszkań na wynajem.

Rynek środkowoeuropejski jest słabszy.

Liderem wzrostów jest USA.



Wg danych Colliers, rynek polski pozostawał zdecydowanie zdominowany przez nabywców zagranicznych, głównie zachodnioeuropejskich (50% rynku, udział polskich podmiotów to ponownie zaledwie 2% region Europy Środkowo-Wschodniej 8%). Pod względem ograniczonego poziomu kapitału krajowego rynek polski jest unikatowy w skali regionu. **W 2021 umocnili się inwestorzy z Chin oraz USA.**

Mimo, że na szerokim rynku europejskim oraz na rynku globalnym rynki pod względem obrotów ponownie osiągnęły w 2h21 poziomy zbliżone do poziomu sprzed Covid-19, na rynku polskim widać nadal pewną słabość, która nie ogranicza się do rynku nieruchomości handlowych. **W 2h21 obroty połączonych sektorów handlowego oraz biurowego wyniosły zaledwie 1,51 mld EUR, w porównaniu z 3,61 mld EUR w 2h19, był to spadek o 58% kiedy to szeroki rynek (dzięki wzrostowi magazynów) spadł jedynie o 24%.**

W wyniku zmian w zachowaniach konsumenckich wywołanych obostrzeniami epidemicznymi i przyspieszonym rozwojem e-commerce, **przewidujemy silny oraz prawdopodobnie długotrwały spadek zainteresowania sektorem handlowym, zwłaszcza centrami handlowymi.** Należy mieć na uwadze, że sytuacja kanibalizacji części obrotów w handlu tradycyjnym przez e-commerce na najbardziej rozwiniętych rynkach miała już miejsce przed wybuchem epidemii. Słabość rynku inwestycyjnego w sektorze handlowym jest bardzo zauważalna na większości rynków europejskich oraz w USA.

**Sektor nieruchomości biurowych będzie również miał silne wyzwania w najbliższych latach. Inwestorzy będą oceniać wpływ rozwoju pracy zdalnej na popyt na powierzchnie biurowe.** Korzystne dla sektora jest powrót popytu inwestycyjnego na obiekty biurowe na szerokim rynku europejskim mimo cały czas słabego napełnienia biurowców.

**W sytuacji post Covid-19 przewidujemy dalszy silny wzrost transakcji inwestycyjnych w sektorze magazynowym.** Sektor rośnie nie tylko ze względu na szybki rozwój e-commerce, ale jako konsekwencja szybkiego rozwoju produkcji przemysłowej kraju przechodzenia do modelu just in case z tradycyjnego just in time oraz rozwoju procesu nearshoring'u.

**Ponownie niski udział inwestorów krajowych.**

**W 2021 podobnie jak w 2020 bardzo silne wyniki magazynów maskowały nadal słabe sektory biurowe oraz handlowe.**

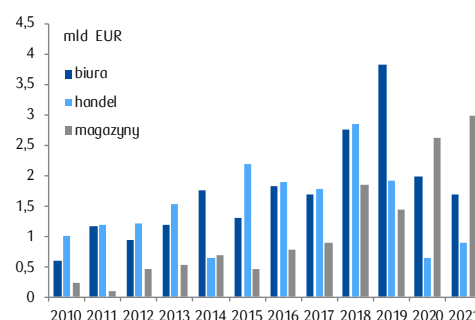
**Na wiodących rynkach poprawa post pandemiczna jest szarsza.**

**Sektor handlowy, zwłaszcza centra handlowe czeka długotrwały spadek popytu.**

**Mimo pracy hybrydowej na szerokim rynku europejskim popyt na biurowce powrócił do wysokich poziomów.**

**Magazyny pozostaną championem rozwoju rynku inwestycyjnego, wspieranym przez fundamenty promujące rozwój rynku najmu.**

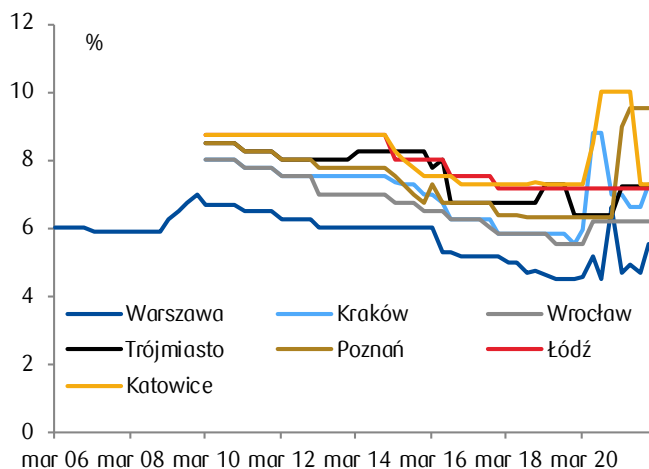
**Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych wg. sektorów**



Źródło: Colliers International Polska.

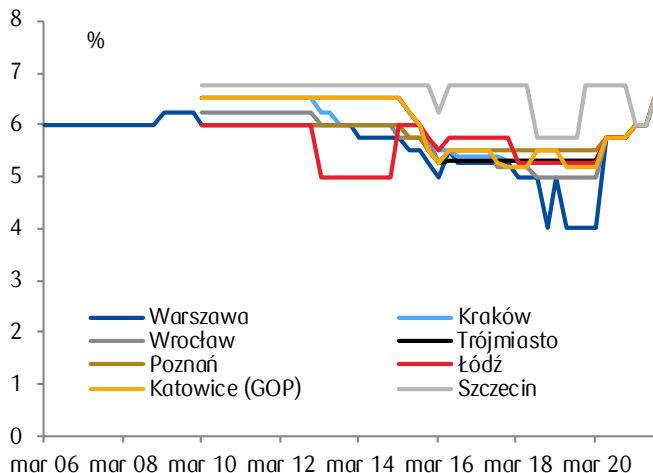
### 3. Ceny oraz stopy kapitalizacji

#### Stopy kapitalizacji – sektor biurowy



Źródło: Colliers International Polska.

#### Stopy kapitalizacji – sektor handlowy



Źródło: Colliers International Polska.

W Polsce, podobnie jak na rynkach zagranicznych, wpływ epidemii Covid-19 na stopy kapitalizacji mimo silnego wpływu na rynek najmu był ograniczony zarówno r/r, jak i kw/kw. Ze względu na dotychczasową bardzo luźną politykę monetarną oraz rosnącą inflację (również tą wyrażoną w EUR), która zdecydowanie ograniczyła oczekiwania co do spadku przyszłych wartości czynszowych stopy kapitalizacji na szerokim rynku europejskim pozostały łagodnie spadkowe, a w kraju zasadniczo stabilne.

Zdecydowanie najstabilniej zachowującym się sektorem pozostają nieruchomości handlowe, tutaj stopy kapitalizacji rosną, a ceny spadają. Ze względu na słabość rynków handlowych nie na wszystkich rynkach stopy kapitalizacji zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek. Poziom wzrostu stóp kapitalizacji w praktyce może odbiegać od raportowanych wartości.

Wartości kapitałowe przez wiele lat wykazywały relatywną stabilizację. Epidemia zasadniczo nie zmieniła tego trendu za wyjątkiem obiektów handlowych, gdzie widoczne są istotne spadki, udokumentowanych transakcji na rynku handlowym jest jednak niewiele. W przypadku sektora magazynowego odnotowano wzrosty wartości kapitałowych. Należy jednak zwrócić uwagę, że stabilizacja cen lub ich niewielki wzrost widoczne zwłaszcza w Europie Zachodniej obydwą się w sytuacji silnie inflacyjnej.

Epidemia miała umiarkowany wpływ na stopy kapitalizacji zarówno w Polsce, jak i na szerokim rynku europejskim.

Najstabilniejszy pozostaje rynek handlowy również transparentność tego sektora zdecydowanie się pogorszyła.

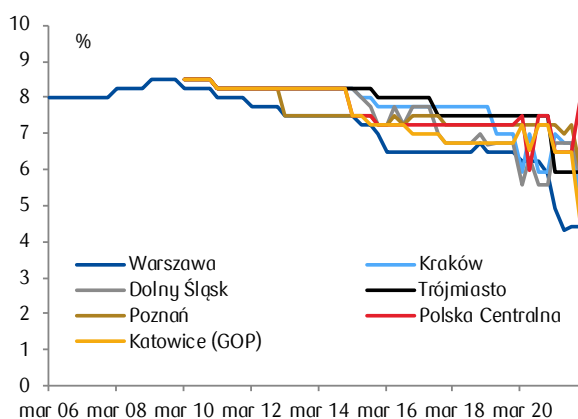
Stabilizacja cen ma miejsce w silnie inflacyjnym otoczeniu.

#### Stopy kapitalizacji

|                       | Stopy kapitalizacji biura | zmiana r/r (pb) | Stopy kapitalizacji handel | zmiana r/r (pb) | Stopy kapitalizacji magazyny | zmiana r/r (pb) |
|-----------------------|---------------------------|-----------------|----------------------------|-----------------|------------------------------|-----------------|
| Warszawa              | 5,50                      | -110            | 6,50                       | 75              | 4,40                         | -150            |
| Kraków                | 7,25                      | 25              | 6,50                       | 75              | 5,20                         | -75             |
| Wrocław/Dolny Śląsk   | 6,20                      | 0               | 6,50                       | 75              | 5,75                         | 20              |
| Trójmiasto            | 7,20                      | 80              | 6,50                       | 75              | 5,95                         | -155            |
| Poznań                | 9,50                      | 320             | 6,50                       | 75              | 6,00                         | -125            |
| Łódź/Polska Centralna | 7,15                      | 0               | 6,50                       | 75              | 8,00                         | 50              |
| Katowice (GOP)        | 7,25                      | -275            | 6,50                       | 75              | 4,45                         | -280            |
| Szczecin              | x                         | x               | 6,50                       | -25             | x                            | x               |

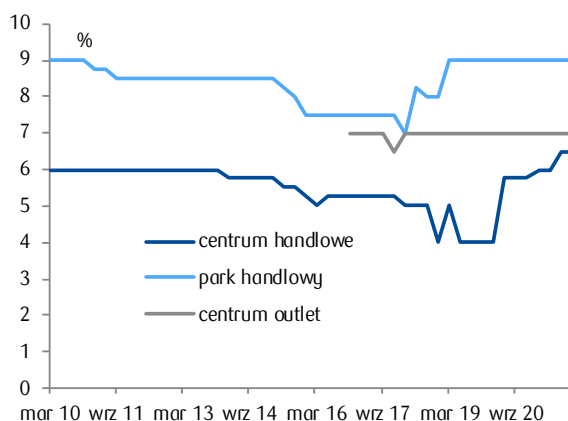
Źródło: Colliers International Polska.

### Stopy kapitalizacji w sektorze magazynowym



Źródło: Colliers International Polska.

### Stopy kapitalizacji wg rodzajów obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska.

Według Indeksu Green Street wartości nieruchomości komercyjnych na szerszym rynku europejskim na koniec 2021 osiągnęły 135,3 (100 = sierpień 2007, 133,6 = grudzień 2021). Stanowi to wzrost o 6,6% względem poprzedniego szczytu bezpośrednio sprzed epidemii Covid-19. Ogółem indeks wzrósł r/r o 8,4% (wzrost r/r w poprzednim kwartale 9,6%). Wzrost na rynku amerykańskim był jeszcze bardziej wyraźny, rynek ten jest już wyższy o ponad 15% poziomu sprzed epidemii, jednak w ostatnim kwartale wzrost na rynku amerykańskim wyraźnie zahamował +1% kw/kw.

Europejski indeks dla nieruchomości wzrósł o 1,5% kw/kw. Ponownie najwyższy wzrost odnotowano w sektorze magazynowym (3,4%). Nieruchomości biurowe po okresie niemal dwóch lat wzrostów ponownie potaniały kw/kw o symboliczne 0,3%. Ich ceny są obecnie zbliżone do okresu bezpośrednio sprzed Covid-19. W przypadku nieruchomości handlowych odnotowano niespodziewany wzrost o 1,8% kw/kw, lecz ich indeks jest nadal niższy o 20% niż przed epidemią oraz o 34% niższy niż w rekordowym 2016.

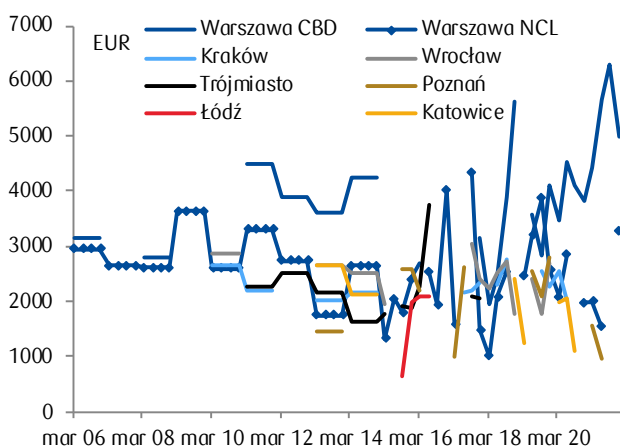
W sytuacji kryzysu gospodarczego popyt na aktywa w krajach peryferyjnych spada szybciej niż na aktywa w krajach będących eksporterem kapitału.

Ostatnie globalne dane odnośnie cen nieruchomości komercyjnych wskazują na dalsze odbicie w Europie oraz załuszkę w USA.

Odbicie cenowe na rynku biurowym zatrzymało się, zdecydowanym liderem są magazyny.

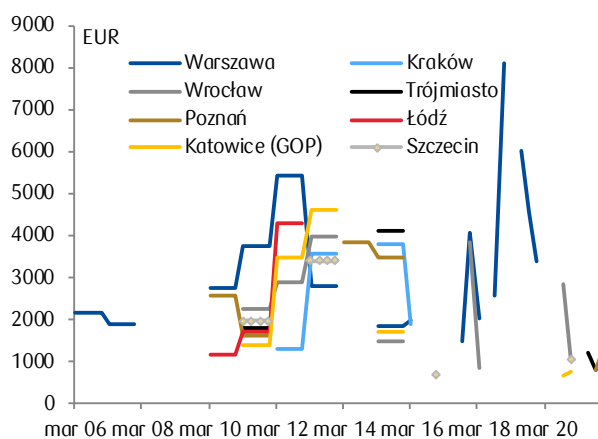
Stosunkowo słabe zachowanie rynku krajowego jest typowe dla okresu podwyższonego ryzyka.

### Średnie ceny - sektor biurowy



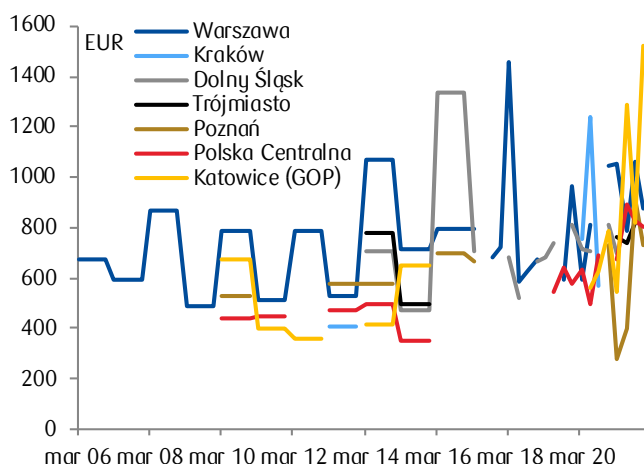
Źródło: Colliers International Polska.

### Średnie ceny - sektor handlowy



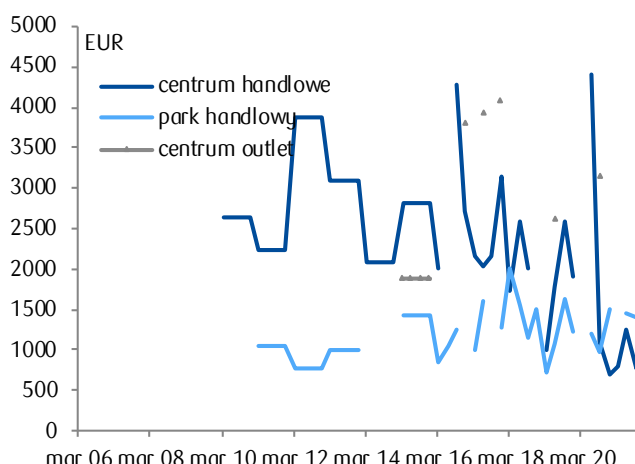
Źródło: Colliers International Polska.

### Średnie ceny – sektor magazynowy



Źródło: Colliers International Polska.

### Średnie ceny – rodzaje obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska.

Według ostatniego badania RICS z 4q21, globalny sentyment inwestycyjny poprawił się kw/kw z -1 do +5, jest to najlepszy wynik od końca 2019. Globalny sentyment rynku najmu również poprawił się, lecz nadal jest negatywny (-4). Szeroki globalny sentyment rynkowy (inwestycyjny + najmu) po raz pierwszy od 4q19 jest minimalnie pozytywny. Najlepsze wyniki przypadają rynkowi amerykańskiemu, najgorsze rynkom Azji i Pacyfiku. Szok jakim była epidemia był mniejszy w porównaniu z kryzysem finansowym w 2008, kiedy sentyment rynkowy wyniósł -48 (w 2020 maksymalnie negatywny odczyt sentymentu wyniósł -38).

**Zdecydowanie lepsze odczyty sentymentu rynku inwestycyjnego w porównaniu z sentymentem rynku najmu.** Prawdopodobnie wynika to z natury obecnego kryzysu, który odwrotnie niż w 2008 ma swoje źródła na rynku najmu. Dodatkowo obecny kryzys zasadniczo nie dotknął rynku magazynowego, który wręcz przeżywa bezprecedensowy rozkwit co dodatkowo działało jako stabilizator. Nadal oczekiwania co do wzrostu cen stawek najmu, jak i ogólny sentyment jest zdecydowanie najlepszy w tym sektorze.

Pozytywnym sygnałem dla rynku jest powrót oczekiwań wzrostu wartości kapitałowych dla nieruchomości komercyjnych (o ok. 2% r/r), na początku 2021 rynek oczekiwał dalszych spadków.

**W Polsce ogólny sentyment na poziomie -8 wskazuje na poprawę o 10 pkt r/r, lecz jest to trzeci najgorszy wynik z 19 badanych krajów europejskich oraz zdecydowanie gorszy od wyniku światowego +1.**

**Według RICS globalny sentyment inwestycyjny poprawia się i jest obecnie pozytywny.**

**Sentyment inwestycyjny jest lepszy w porównaniu z sentymentem rynku najmu.**

**W Polsce sentyment poprawia się lecz nadal jest ujemny oraz poniżej średniej globalnej i europejskiej**

## Spis skrótów i pojęć

**Asset deal** – bezpośrednia sprzedaż nieruchomości w odróżnieniu od częściej spotykanej na rynku struktury sprzedaży spółki typu SPV.

**C&W Fair Value Index** – indeks stworzony przez Cushman & Wakefield mierzący w sposób subiektywny poziom przeszacowania bądź niedoszacowania rynków nieruchomości komercyjnych w Europie. Poziomem równowagi jest 50 pkt., wynik poniżej 50 pkt. oznacza, że liczba rynków przeszacowanych jest niższa od liczby rynków niedoszacowanych.

**Due Dilligence** – proces badania nieruchomości i praw z nią związanych przed zawarciem transakcji.

**FIZ (fundusz inwestycyjny zamknięty)** – regulowane w polskim prawie wehikuły inwestycyjne korzystające z korzystnych rozwiązań w obszarze CIT, również inwestujące na rynku nieruchomości.

**JLL GRETI Index (Global Real Estate Transparency Index)** – indeks przejrzystości dla inwestorów rynków nieruchomości komercyjnych prowadzony przez JLL.

**NPV (Net Present Value)** – wartość przyszłych przepływów pieniężnych zdyskontowana przez przyjętą stopę procentową.

**PCC** – podatek od czynności cywilno-prawnych.

**PINK** – (Polska Izba Nieruchomości Komercyjnych) – Instytucja będąca między innymi forum wymiany danych rynkowych; zrzesza wiodące agencje nieruchomości komercyjnych w Polsce.

**REIT (Real Estate Investment Trust)** – spółki wynajmu nieruchomości, obecnie nieregulowane w polskim prawie; wehikuły inwestycyjne koncentrujące się na inwestycjach w branży nieruchomości na wynajem.

**RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors)** – brytyjska oraz międzynarodowa instytucja zrzeszająca specjalistów rynku nieruchomości.

**Równoważona stopa kapitalizacji (Equivalent Yield)** – zmodyfikowana **wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)** z wyłączeniem przyszłych szacowanych zmian w wartości czynszowej oraz w wartości kapitałowej; wykorzystywana w wycenie nieruchomości.

**SPV (Special Purpose Vehicle)** – na rynku nieruchomości komercyjnych oznacza podmiot gospodarczy powołany dla władania wyodrębnioną nieruchomością, często w celu optymalizacji podatkowej.

**Stopa kapitalizacji na bieżącym czynszu (Initial Yield)** – stopa kapitalizacji (zwrotu), najczęściej używana w branży inwestycyjnej do kwotowania transakcji; stanowi iloraz dochodu netto z nieruchomości oraz jej ceny (wartości).

**Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR – Internal Rate of Return)** – stopa dyskontowa, przy której wskaźnik NPV = 0; wykorzystywana przy wycenach nieruchomości, kiedy ustala się scenariusz przyszłych zmian w wartości czynszowych oraz przyszłych stóp kapitalizacji.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: 22 521 80 84  
email: 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

[analizy.nieruchomosci@pkobp.pl](mailto:analizy.nieruchomosci@pkobp.pl)

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**:



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Wojciech Matysiak

#### 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 000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.