

MICHAEL/STRÖM  
DOM MAKLESKI

---

# Mieszkania jako klasa aktywów inwestycyjnych

---

Zespół analityczny Departamentu Corporate Finance

## Wstęp

Raport stanowi aktualizację analizy rynku mieszkaniowego w kontekście jego atrakcyjności inwestycyjnej. Podobnie jak przed rokiem nieruchomości mieszkaniowe porównano do innych klas aktywów, takich jak: fundusze akcji, obligacje czy złoto oraz zwrócono uwagę na siłę czynników, które pozytywnie wpływają na sytuację na tym rynku.

Przed wszystkim warto podkreślić, że nasze oczekiwania sprzed roku sprawdziły się. Okres, który nastąpił chwilę po wybuchu pandemii nie był okresem łatwym do stawiania prognoz w kontekście zachowania gospodarki, a tym samym również do prognozowania cen mieszkań. Analitycy rynku błyskawicznie przypomnieli sobie o skutkach kryzysu, mającego miejsce w 2008 r. wywołanego przez załamanie rynków finansowych na świecie. Dlatego przed rokiem zwracaliśmy uwagę na silne fundamenty, niezbędne do rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce, których zabrakło w 2008 r. oraz na metamorfozę, jaką ten rynek przeszedł od wybuchu ostatniego kryzysu.

W dalszym ciągu istnieją solidne przesłanki, aby twierdzić, że w porównaniu z wahaniami cen oraz historyczną rentownością innych klas aktywów, nawet w przypadku krótkoterminowych spadków cen, mieszkania pozostają popularne wśród polskich inwestorów, generując stały dochód (wynajem) oraz chroniąc przed negatywnym wpływem inflacji. Nie da się jednak pominąć faktu, że w porównaniu do sytuacji sprzed roku weszliśmy na wyższe poziomy cenowe na rynku mieszkań, co należy wziąć pod uwagę szacując potencjalną rentowność z inwestycji w nieruchomości.

## SYTUACJA GOSPODARCZA

Po długim okresie prosperity na początku 2020 r. na horyzoncie niespodziewanie pojawiło się zagrożenie. Tym razem tzw. czarnym łabędziem, czyli nieoczekiwanym zdarzeniem mającym gwałtowny i w tym przypadku negatywny wpływ na gospodarkę, okazała się pandemia wirusa, czynnik zupełnie zewnętrzny, nie mający związku z rynkami finansowymi.

Po bardzo udanym dla deweloperów mieszkaniowych roku 2019, w kwietniu 2020 r. wielu z nich zamknęło biura sprzedaży w związku z wprowadzonymi obostrzeniami sanitarnymi. Rynek był w szoku i wielu analityków zaczęło zastanawiać się, czy deweloperzy będą w stanie sprzedawać chociaż połowę wolumenu z 2019 r. Inwestorzy oportunistyczni liczyli na spadek cen podyktowany koniecznością generowania gotówki na obsługę zadłużenia w spółkach deweloperskich. Wtedy zaczęły uwidaczniać się nowe tendencje, które po raz kolejny wpłynęły na rynek mieszkaniowy:

1. **NBP, wzorem innych europejskich banków centralnych, dokonał znaczących obniżek stóp procentowych**, sprowadzając stopę referencyjną do poziomu 0,1% wobec 1% w marcu 2020 r. W konsekwencji istotnie obniżył się koszt kredytu hipotecznego, ale również oprocentowanie lokat bankowych. 3-miesięczna stawka WIBOR, obowiązująca na rynku międzybankowym i mająca bezpośrednie przełożenie na oprocentowanie kredytu hipotecznego zmniejszyła się z ok. 1,7% do 0,2% obecnie.
2. **Średnie oprocentowanie nowych oraz odnawianych depozytów bankowych wyniosło w marcu 2021 r. 0,2% wobec 1,2% na koniec 2019 r.** Biorąc pod uwagę sumę około 1 biliona zł (dane NBP na koniec marca 2021 r.) na rachunkach bieżących oraz depozytach do 2 lat, można spodziewać się dalszego silnego przepływu środków z banków w kierunku innych form oszczędzenia. Zakładamy, że jednym z głównych beneficjentów tych środków będzie właśnie rynek mieszkaniowy, co de facto już się dzieje. Sprzedaż mieszkań na 6 największych polskich rynkach w I kwartale 2021 r., raportowana przez agencję JLL, była najwyższa w historii i wyniosła 19,5 tys. lokali. Spodziewamy się dalszego nasilania tego trendu oraz wzrostu zakupów inwestycyjnych i gotówkowych. Silny odpływ pieniędzy z sektora bankowego widać również na rynku finansowym. Napływy netto do detalicznych funduszy inwestycyjnych w pierwszych trzech miesiącach 2021 r. osiągnęły prawie 12,5 mld zł, a w całym roku zakładane jest nawet 40 mld zł nadwyżki wpłat nad wypłatami. Styczeń i luty były kolejno trzecim i czwartym najlepszym miesiącem w historii napływów do funduszy inwestycyjnych, lepszym okresem pod tym kątem był tylko rok 2007.

3. **Zmniejszenie efektywności pracy urzędów oraz sądów** – praca zdalna spowodowana pandemią doprowadziła do istotnego spowolnienia procesów administracyjnych związanych z rynkiem mieszkaniowym. Deweloperzy, poza rosnącymi cenami gruntów, za największe utrudnienie dla swojej działalności uważają właśnie wydłużony czas uzyskiwania zgód, pozwoleń i decyzji sądów. Czynniki te utrudniały deweloperom wprowadzanie do sprzedaży nowych projektów i miały wpływ na ograniczenie podaży na pierwotnym rynku mieszkań.
4. **Utrzymująca się na wysokim poziomie inflacja w Polsce** – wg danych Eurostat, stopa inflacji liczona wskaźnikiem HICP była na początku 2021 r. najwyższa wśród wszystkich krajów UE. Jej poziom obliczono w marcu na 4,4%, co w połączeniu bliskimi zeru stopami procentowymi powoduje, że poziom realnych stóp procentowych jest obecnie mocno ujemny. W takim otoczeniu nieruchomości są postrzegane przez inwestorów jako aktywa, które pomagają chronić majątek przed negatywnym działaniem inflacji, a tym samym przed realną utratą wartości.
5. **Utrzymanie siły rynku pracy** – jedną z głównych obaw, poza obawami natury zdrowotnej, były obawy o przyszłość zawodową, czyli o spadek dochodów lub utratę zatrudnienia w kontekście wyraźnego spowolnienia gospodarczego. Wiele branż z powodu pandemii zostało zupełnie zamkniętych (głównie hotele, gastronomia, branża odzieżowa, eventowa oraz lotnicza), a inne doświadczyły znaczącego spadku obrotów. Z drugiej strony bardzo dobrze radziły sobie handel artykułami pierwszej potrzeby (sklepy spożywcze, drogerie) oraz e-commerce. W efekcie turbulencji pandemicznych sytuacja na rynku pracy uległa pogorszeniu, ale ogólnie poziom bezrobocia w Polsce wzrósł znacznie mniej niż początkowo prognozowano – z ok. 5,4% w marcu 2020 do 6,4% w marcu 2021 r.
6. **Sprawną adaptacją Polaków do modelu pracy zdalnej** – dane pokazują, że już miesiąc pod wybuchu pandemii ok. 90% pracowników biurowych mogło w pełni przejść na model pracy z domu, czego nie można powiedzieć o ich pracownikach biurowych zatrudnionych np. w niektórych krajach azjatyckich (np. w Indiach). Po początkowym wstrzymaniu procesów rekrutacji w branży usług biznesowych (IT, finanse, księgowość), najwięksi międzynarodowi pracodawcy mogli w tych warunkach powrócić do planów ekspansji w Polsce. Obecnie procesy rekrutacji pracowników w największych miastach prowadzone są zarówno przez obecne już w Polsce podmioty z branż BPO/SSC, jak i przez firmy, które dopiero planują wejście do Polski.

Jednocześnie zwracamy uwagę na wyniki analizy sytuacji w firmach, przeprowadzonej na ponad 700 klientach przez Grafton Recruitment oraz GI Group:

- 75% firm prowadzi obecnie procesy rekrutacyjne. To o 17 punktów procentowych więcej niż pod koniec lipca 2020 r., kiedy nowych pracowników rekrutowało 58% organizacji.
- W sektorze IT prawie 100% ankietowanych firm ma obecnie aktywne procesy rekrutacji.
- Zdecydowanie mniej firm deklaruje zamrażanie zatrudnienia. W marcu 2021 r. decyzję o zamrożeniu zatrudnienia podtrzymywało 16% firm. To spadek o 7 punktów procentowych w porównaniu z lipcem 2020 r. oraz o 18 punktów w porównaniu z kwietniem 2020.

W poniższej tabeli znajduje się podsumowanie wpływu czynników, które z różną siłą w naszej opinii powodują obecnie wzrost średnich cen na rynku mieszkaniowym:

Czynnik:	Efekt:
Najniższe stopy procentowe w historii	Napływ kapitału inwestycyjnego na rynek mieszkaniowy
Najniższy w historii koszt kredytu hipotecznego w złotych	Decyzja o zakupie większego mieszkania na własne potrzeby
Wydłużone procesy administracyjne	Utrudnienia w zwiększeniu oferty przez deweloperów
Najwyższa w Europie inflacja	Dążenie do ochrony kapitału (zakup mieszkania)
Wzrost wynagrodzeń oraz wciąż niskie bezrobocie	Rosnący fundusz wynagrodzeń (siła nabywcza)

## SYTUACJA NA RYNKU MIESZKANIOWYM

Wiosenne przebudzenie polskiej aktywności gospodarczej i społecznej daje świetną okazję do podsumowania pandemicznego roku 2020. Roku, z którego polska gospodarka wyszła obronną ręką, o czym świadczą nie tylko bardzo dobre odczyty makroekonomiczne, nastroje biznesowe, czy rekordowe napływy na rynek kapitałowy, ale też przede wszystkim mocne dane z rynku nieruchomości. Czynniki opisane powyżej, jak m.in. wzrost przeciętnego wynagrodzenia, rekordowo niskie średnie oprocentowanie hipotek, najniższe w historii stopy procentowe, prawie zerowe oprocentowanie depozytów, to tylko niektóre z czynników wpływających na silny popyt na mieszkania. Dodatkowo stopa bezrobocia względem roku 2019 wzrosła tylko o 1 p.p., pokazując również siłę polskiego rynku pracy.

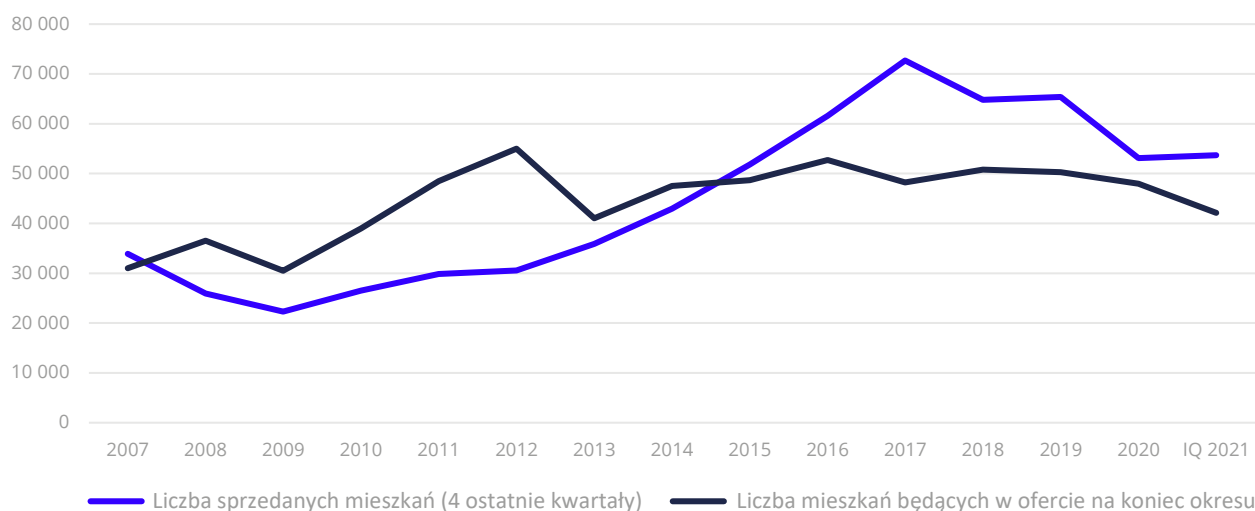
Zgodnie z danymi z poniższej tabeli, pomimo pandemii i spadku liczby transakcji o prawie 20%, średnia cena m<sup>2</sup> w siedmiu największych miastach wzrosła, podobnie jak ogólne zadłużenie z tytułu hipotek. Spadek liczby transakcji nie powinien dziwić w obliczu kolejnych faz lockdownu, olbrzymiej niepewności względem postępów w walce z pandemią (oczekiwania na szczepionki, nowe warianty wirusa) czy faktycznym okresowym zamknięciem biur sprzedaży.

Dane na koniec roku:	2019	2020
Stopa bezrobocia	5,2%	6,2%
Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej	4 918 zł	5 167 zł
Koszt kredytu hipotecznego w złotych (WIBOR + marża)	4%	2,50%
Stopa Inflacji HICP	3,0%	3,4%
Stopa referencyjna NBP	1,50%	0,1%
Średnie oprocentowanie nowych oraz odnawianych depozytów	1,20%	0,20%
Średnia cena mieszkania m <sup>2</sup> na rynku pierwotnym (7 miast, dane NBP)	8223 zł	8835 zł
Ogólna kwota zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych	443,12 mld zł	476,27 mld zł
Liczba transakcji na 6 największych rynkach (REAS, JLL)	65,4 tys.	53,0 tys.

Źródło: Raporty przygotowane przez REAS i JLL oraz dane NBP i GUS

## Wolumen sprzedaży oraz średnia wielkość oferty

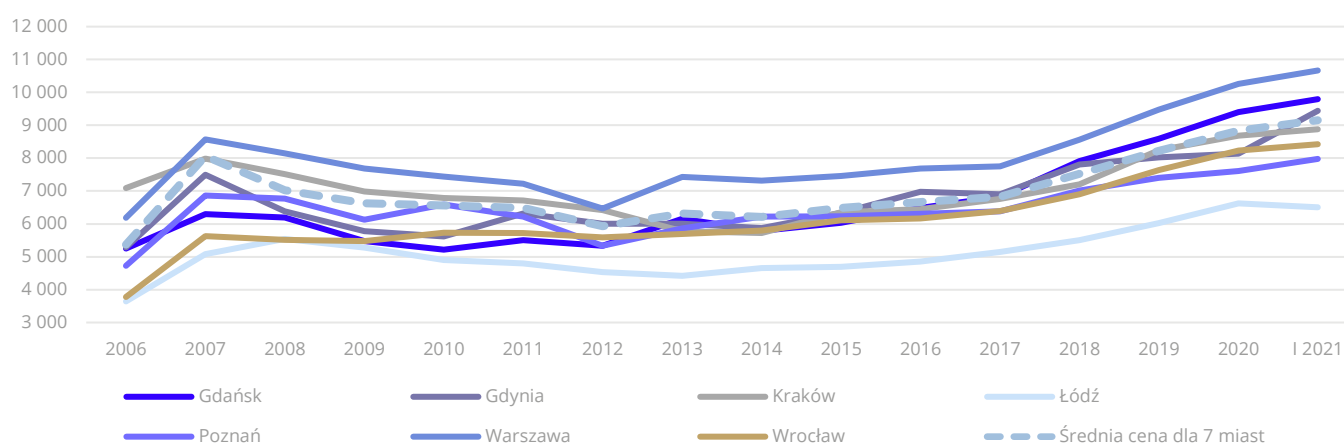
Liczba sprzedanych i oferowanych mieszkań w okresie 2007 – 1Q 2021



Źródło: Raporty kwartalne dotyczące rynku mieszkaniowego, REAS, JLL,

Wg danych JLL w 6 największych miastach w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Poznań, Łódź i Trójmiasto) sprzedano w 2020 r. łącznie 53,1 tys. mieszkań w porównaniu do 65,4 tys. mieszkań w 2019 r. (-19% r/r). II kwartał 2020 r. był po tym kątem szczególnie trudny, ponieważ sprzedano jedynie 6,9 tys. mieszkań w porównaniu do ponad 15 tys. w tym samym okresie 2019 r. Okres niepewności na rynku nie trwał jednak długo, sprzedaż mieszkań rosła w III i IV kwartale, a w okresie styczeń-marzec 2021 osiągnęła **najwyższy kwartalny poziom w historii – 19,5 tysięcy sprzedanych mieszkań**. Do końca 2020 r. poziom oferty szóstym roku z kolei utrzymywał się na stabilnym poziomie około 50 tysięcy lokali (48 tys. na dzień 31.12.2020). W I kwartale 2021 r., wobec rekordowej sprzedaży, nastąpił mocniejszy spadek oferty do 42 tys. na koniec okresu. Zakładając utrzymanie wolumenu sprzedaży z I kwartału, średni czas wyprzedania obecnej oferty wynosiłby zaledwie nieco ponad pół roku, co jest wynikiem nie obserwowanym dotąd w odniesieniu do analizowanego zakresu danych i jest wyrazem **bardzo silnej przewagi strony popytowej nad podaźową**.

Średnia cena transakcyjna m<sup>2</sup> mieszkania na rynku pierwotnym



Źródło: NBP

Średnia cena m<sup>2</sup> mieszkania na rynku pierwotnym dla 7 miast wybranych do jednego „koszyka” przez NBP wzrosła w 2020 roku o 7,5% do poziomu 8835 zł. Najsilniejszy, około 10-procentowy, wzrost obserwowany był na rynkach łódzkim oraz gdańskim, natomiast ok. 8% wyniósł w Warszawie i Wrocławiu. Ten wzrost stanowił kontynuację silnego trendu zapoczątkowanego w 2018 r., który liczbowo opisuje poniższa tabela. Warto zwrócić uwagę, że wg danych NBP w ciągu ostatnich 3 lat, poza Gdynią i Poznaniem średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkania na największych rynkach wzrosły o ok. 30%, mimo prawie roku obostrzeń pandemicznych i niepewności na rynkach. Nie dysponujemy jeszcze danymi za I kwartał 2021 r., ale już dziś wiadomo, że ten silny trend wzrostowy prawdopodobnie był kontynuowany, głównie za sprawą transferów z lokat bankowych na rynek mieszkaniowy i wyprzedaną ofertę. Poniżej zaprezentowano wzrost średniej ceny transakcyjnej na rynku pierwotnym w poszczególnych miastach w każdym roku z okresu 2018-2020.

Wzrost średniej ceny m <sup>2</sup> w latach:	2020	2019	2018	łącznie 2018-2020
Gdańsk	9,5%	8,5%	15,9%	37,7%
Gdynia	1,3%	2,9%	13,1%	17,8%
Kraków	5,4%	14,4%	6,6%	28,6%
Łódź	9,9%	9,4%	7,0%	28,7%
Poznań	2,9%	5,4%	9,9%	19,2%
Warszawa	8,3%	10,6%	10,5%	32,4%
Wrocław	7,8%	10,6%	8,1%	28,9%
Średnio 7 miast	7,5%	9,2%	10,2%	29,4%

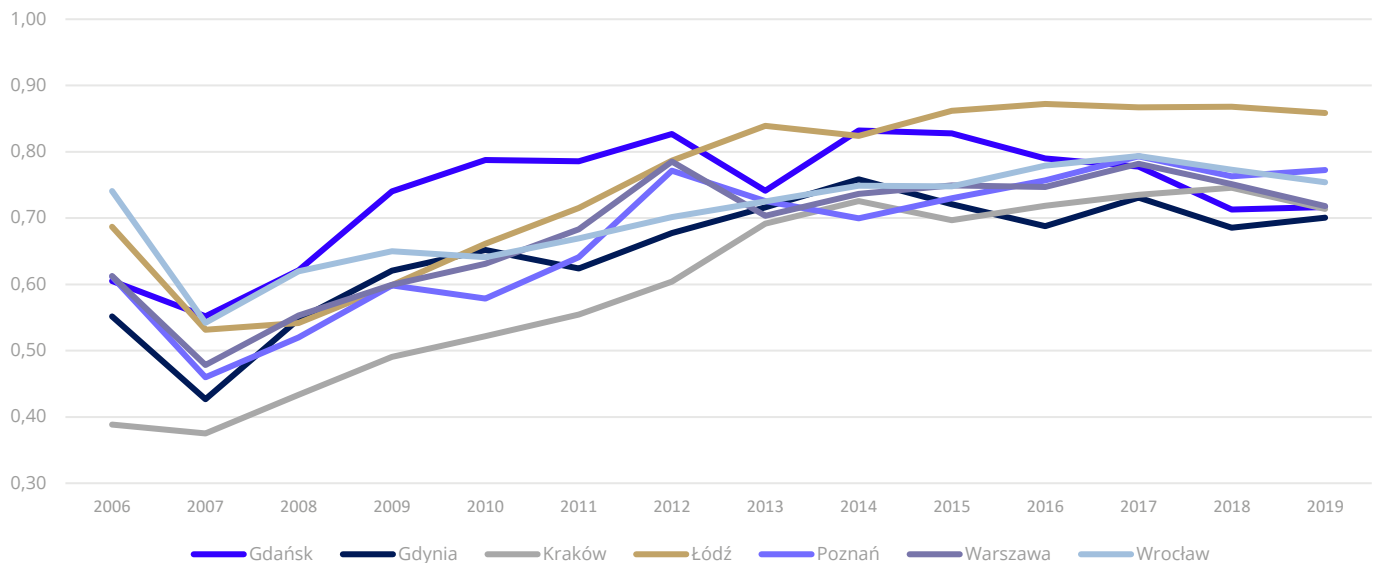
Źródło: NBP

Wzrost cen był kontynuowany w I kwartale 2021 r. – w ciągu ostatnich 5 kwartałów, wg danych NBP, średnia cena transakcyjna w 7 miastach wzrosła o ponad 11%, a najsilniejszy, ponad 14-proc., wzrost obserwowany był w Trójmieście. O prawie 13% wzrosła w tym czasie średnia cena w Warszawie.

W naszym poprzednim Raporcie Mieszkaniowym opublikowanym pod koniec kwietnia 2020 postawiliśmy tezę, że „[...] w okresach największej paniki rynki nieruchomości najczęściej krótkoterminowo zastygają, tzn. bardzo istotnie spada liczba transakcji, ponieważ kupujący oczekują niższych cen, z którymi najczęściej nie godzą się sprzedający.” A płynność pojawia się na rynku dopiero po „opadnięciu kurzu” i dostosowaniu cen i rynku do nowej rzeczywistości.

Kurz opadł niespodziewanie szybko, pokazując zdrowe fundamenty rynku nieruchomości, skuteczne zarządzanie ofertą i liczbą budów deweloperów oraz siłę polskiego nabywcy. W skutek tego sprzedaż w III kwartale była prawie dwukrotnie wyższa niż w drugim, i to przy rosnących cenach mieszkań. Przyczyny tego stanu rzeczy omówiliśmy powyżej, natomiast za jedną z najważniejszych uważamy spadek stóp procentowych.

Dostępność cenowa mieszkań



Źródło: GUS, NBP

Dostępność cenowa mieszkań (śr. cena m<sup>2</sup> mieszkania / śr. miesięczne wynagrodzenie brutto) to idealny, aczkolwiek wciąż statystyczny, sposób pokazania zdolności nabywcy do kupna mieszkania w relacji do jego ceny i zarobków. W 2019 r. wynosił dla większości największych miast ok. 0,7-0,8 i od kilku lat utrzymywał się na względnie stabilnym poziomie. Powyższy wykres nie obejmuje 2020 ze względu na aktualny brak oficjalnych danych, jednak można zakładać, że w wyniku silnego wzrostu cen w ostatnim roku dostępność ta spadła. Wynagrodzenia w całym kraju wzrosły średnio jedynie o niecałe 4%, podczas gdy cena mieszkań aż o 7,5%. Pokazuje to jak wielu nabywców gotówkowych oraz inwestycyjnych pojawiło się na rynku mieszkaniowym, szukając ochrony przed inflacją. Dodatkowo, popyt ze strony klientów korzystających przy zakupie mieszkania z kredytu hipotecznego (w większości są to osoby nabywające nieruchomości na własne potrzeby) również nie słabł, a wartość zawartych umów hipotecznych, wg danych AMRON SARFiN, spadła jedynie o 3,13 pkt. procentowe względem roku 2019. To ewidentnie pokazuje, że ludzie planujący kupić mieszkanie jedynie przesunęli swój zakup w czasie, nie rezygnując z własnego M. Wzrost popytu generowanego przez klientów nabywających mieszkanie na własne potrzeby oraz inwestorów długoterminowych, liczących na dochód z najmu, jest zjawiskiem zdrowym, aczkolwiek obserwowane tempo wzrostu cen nakazuje znacznie dokładniej rozważać decyzję o zakupie nieruchomości. Słabą stroną wzmoczonego popytu są niestety transakcje z udziałem spekulantów, liczących na zarobek na wartości mieszkania w krótkim czasie. Niedługo może okazać się, że mieszkania nabywane spekulacyjnie, będące wciąż w stanie deweloperskim, wrócą na rynek i będą wywierać presję na spadek cen.

## Czynniki ryzyka na rynku mieszkaniowym

**Podwyżki stóp procentowych:** w naszej opinii wzrost stóp procentowych jest podstawowym i największym ryzykiem na dla rynku mieszkaniowego. Czynnikiem, który może skłonić NBP do podniesienia stóp procentowych jest rosnąca inflacja. Marcowy odczyt inflacji HICP, liczonej metodologią Eurostat pokazał 4,4%, wobec 3,6% w styczniu i w lutym 2021, w związku z czym wskaźnik ten pozostaje najwyższy wśród krajów UE. Wskaźnik inflacji cen konsumpcyjnych, mierzony przez GUS, osiągnął w kwietniu poziom 4,3% wobec 3,2% w marcu. Stopniowe „odmrażanie” kolejnych branż może wywoływać presję na dalszy wzrost cen i doprowadzić do pierwszych podwyżek stóp już w 2022 r. Podobnie jak ostatnie obniżki stóp przyczyniły się do wzrostu liczby nabywanych mieszkań, a tym samym do wzrostu ich cen, tak samo podniesienie stóp może odwrócić ten trend. Poprzez podwyżki stóp procentowych NBP zachęci do ponownego zakładania lokat i depozytów, a także innych form inwestowania pozytywnie skorelowanych z wzrostem stóp, powodując ograniczenie



popytu inwestycyjnego na mieszkania. Stworzy to również argument dla opisanych wcześniej inwestorów spekulacyjnych do podjęcia decyzji o sprzedaży mieszkania i poszukania innych możliwości ulokowania kapitału.

Wzrost stóp procentowych rodzi również poważne ryzyko dla całego sektora mieszkaniowego w postaci wzrostu kosztów obsługi kredytów, których baza stale rośnie. Szczególnie dotyczyć to może gospodarstw domowych, które już teraz dużą część swoich miesięcznych zarobków wydają na obsługę zadłużenia hipotecznego. W wyniku podwyżki stóp procentowych kwota ta może wzrosnąć zależnie od wysokości i warunków kredytu nawet o kilkaset złotych miesięcznie, poważnie obciążając budżety gospodarstw domowych. Istnieje obawa, że nie wszyscy kredytobiorcy, kupujący większe mieszkanie w czasach rekordowo niskich stóp procentowych, zdają sobie sprawę z potencjalnego wzrostu wysokości raty w scenariuszu podwyżki stóp procentowych.

Kilka miesięcy temu wydawało się, że decyzja o podniesieniu stóp procentowych nie zapadnie wcześniej niż w 2023 r. Jednak ostatni wzrost inflacji, która wg niektórych prognoz może osiągnąć poziom 5% jeszcze w czerwcu 2021 r., a także narracja członków Rady Polityki Pieniężnej pozwala przypuszczać, że ze wzrostem stóp procentowych będziemy mieli do czynienia już w połowie 2022 r.

**Spadek rentowności najmu:** Kolejnym czynnikiem ryzyka jest kwestia spadku rentowności najmu, który mocno ucierpiał w 2020 r. Wg danych Centrum AMRON, średnia stawka czynszu za mieszkanie w największych polskich miastach w 2020 r. spadła średnio o prawie 8%. Rozbieżności pomiędzy poszczególnymi miastami były naprawdę duże, sięgając spadku o ponad 16% w Krakowie, przez prawie 11% spadku w Warszawie, czy skromnym 4,20% w Poznaniu.

Miasto	Średnia stawka czynszu najmu	Zmiana r/r
Warszawa	1 666	-10,83%
Wrocław	1 476	-8,00%
Kraków	1 275	-16,05%
Gdańsk	1 603	-4,57%
Poznań	1 227	-4,26%
Łódź	1 033	-4,99%
Katowice	897	-6,44%
<b>Średnia</b>		<b>-7,87%</b>

Źródło: Raport AMRON SARFiN 4/2020

Spadek stawek czynszowych wywołany był zmniejszonym popytem, który nastąpił głównie na skutek:

- braku studentów w aglomeracjach w związku z przejściem na zdalny tryb nauczania;
- odpływu pracowników z dużych miast w związku z możliwością lub koniecznością pracy zdalnej, w tym również pracowników zagranicznych;
- migracją ludności do przedmieść dużych miast, gdzie przeważają mieszkania lub domy na własność;
- znaczącym zmniejszeniem ruchu turystycznego, co negatywnie przełożyło się na stawki najmu krótkoterminowego.

Jeszcze w 2019 r. NBP szacował średnią rentowność najmu w Warszawie na poziomie ok. 5% (zakładając konieczność wykończenia lokalu nabytego na rynku pierwotnym, a następnie jego odnawiania), a na koniec 2020 r. stawka ta została oszacowana na ok. 4%. Łącznie, dla grupy 6 największych rynków mieszkaniowych (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź), poziom ten obniżył się z 5,5% do 5%.



Uproszczoną symulację zmiany rentowności najmu na przykładzie rynku warszawskiego przedstawia poniższa tabela.

	Marzec 2020	Luty 2021
Średni koszt najmu w przeliczeniu na m <sup>2</sup> mieszkania*	58 zł	53 zł
Liczba miesięcy w roku z wynajętym mieszkaniem	11	11
Podatek w formie ryczałtu	8,5%	8,5%
Koszt odnowienia mieszkania w przeliczeniu na m <sup>2</sup>	250 zł	250 zł
Częstotliwość odnowienia lokalu	Co 5 lat	Co 5 lat
<b>Roczny dochód netto pomniejszony o wydatki na utrzymanie</b>	<b>534 zł</b>	<b>483 zł</b>
Średnia cena m <sup>2</sup> mieszkania w stanie deweloperskim**	9,8 tys. zł	10,3 tys. zł
Koszt wykończenia lokalu w przeliczeniu na m <sup>2</sup>	1,5 tys. zł	1,5 tys. zł
<b>Roczna rentowność najmu</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,0%</b>

\* bez opłat licznikowych i administracyjnych, dane z raportu Expandera i Rentier.io

\*\* Dane NBP

Wg naszych szacunków, uzyskiwany obecnie średni czynsz najmu jest nieco niższy niż w cytowanym raporcie, aczkolwiek nawet rentowność poniżej 4% pozostaje atrakcyjna w porównaniu z alternatywnymi miejscami do lokowania wolnych środków. Bardzo ważnym testem dla rynku najmu będzie okres powakacyjny, w którym na rynek zaczną wracać studenci oraz spora część pracowników biurowych. Jednocześnie będzie rosła oferta mieszkań na wynajem, ponieważ inwestorzy zaczną odbierać gotowe lokale, które nabyli w 2020 r. Raczej nie należy spodziewać się powrotu rentowności najmu do poziomów sprzed pandemii, a inwestorzy, którzy nabyli mieszkania w okresie silnych wzrostów cen, powinni zacząć oswajać się z realnym poziomem 3%-4% w momencie, gdy wyjdą ze swoimi mieszkaniami na rynek najmu. Dalszy wzrost cen mieszkań oraz spadek czynszów mogą obniżyć rentowność do poziomów, przy których zajmowanie się najmem (konieczność odnawiania umów, remonty i bieżące utrzymanie) może zwyczajnie okazać się zbyt czasochłonne.

Dodatkowo, jeżeli część inwestorów współfinansowała kredytem zakup mieszkania na wynajem, w scenariuszu podniesienia stóp procentowych może okazać się, że przy niższym dochodzie z najmu oraz wyższym koszcie kredytu takie transakcje w przyszłości przestają się opłacać.

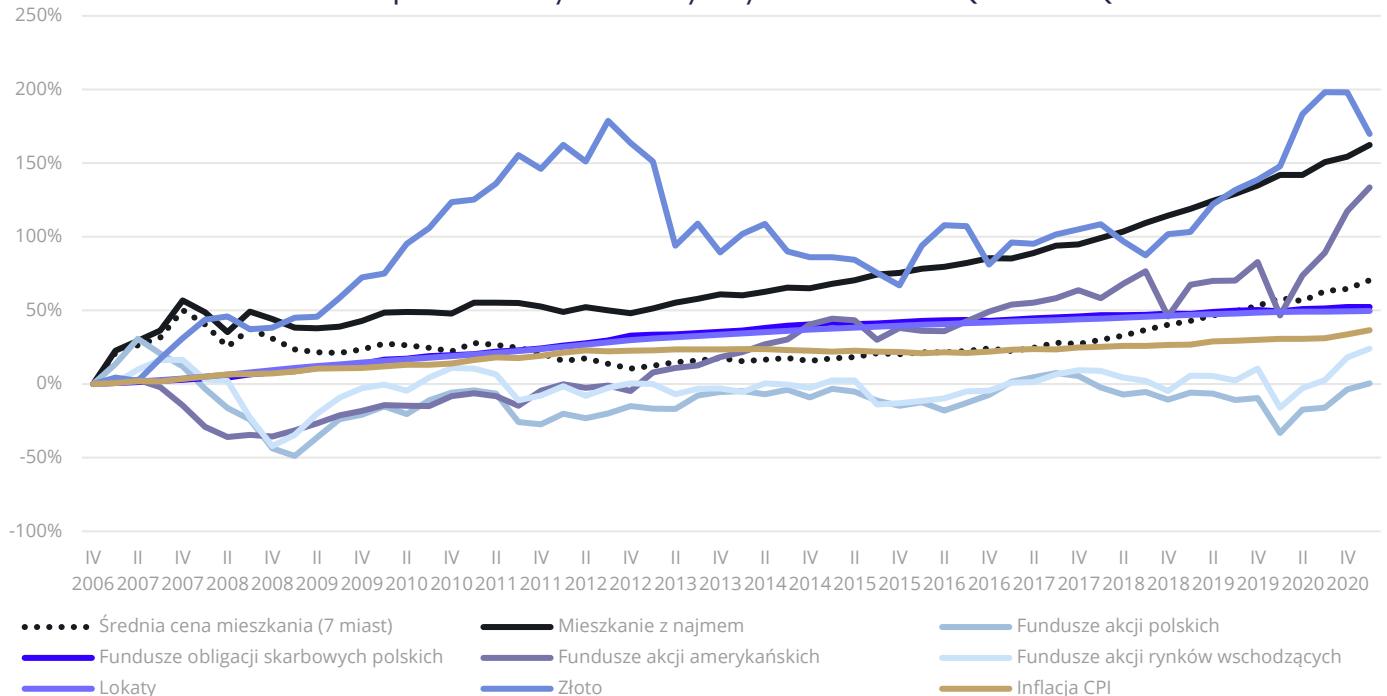
## PORÓWNANIE STÓP ZWROTU DLA WYBRANYCH KLAS AKTYWÓW W OKRESIE 4Q 2006 – 1Q 2021

W ubiegłorocznym raporcie przedstawiliśmy dane dotyczące wybranych klas aktywów inwestycyjnych dostępnych dla polskiego inwestora w ujęciu kwartalnym za okres ostatnich 14 lat (zakres czasowy danych jest ograniczony dostępnością danych dla polskiego rynku mieszkaniowego). Do grupy porównawczej zakwalifikowaliśmy: fundusze akcji polskich / amerykańskich / rynków wschodzących oraz obligacji skarbowych polskich (średnie stopy zwrotu dla całej grupy funduszy obliczane przez serwis analizy.pl), lokaty, złoto oraz średnią cenę mieszkania na rynku pierwotnym w Polsce (średnia ważona zasobem rynkowym wg NBP: Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław), a także stopę zwrotu z wynajętego mieszkania przy założeniu ceny mieszkania powiększonej o średnią rentowność na poziomie 5% rocznie<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek\\_nieruchomosci/index2.html](https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html)

Powyższe założenie rentowności najmu jest w długim okresie zgodne z danymi NBP, które są prezentowane w kwartalnej informacji nt. rynku nieruchomości w Polsce. Dla porównania dodaliśmy także wysokość inflacji konsumenckiej w Polsce. Wybór aktywów został ograniczony do możliwości inwestycyjnych dla przeciętnego inwestora, które były dostępne od 2007 r.

Porównanie stóp zwrotu w wybrane klasy aktywów w okresie 4Q 2006 – 4Q 2020



Źródło: *analizy.pl; stooq.pl; NBP; opracowanie M/S DM*

Po aktualizacji wykresu o pandemiczny 2020 r. oraz 1Q 2021 r., w długim okresie (4Q 2006 – 1Q 2021) nie było zmian jeśli chodzi o kolejność aktywów o najbardziej atrakcyjnych stopach zwrotu. W dalszym ciągu triumfuje złoto, osiągając w tym czasie stopę zwrotu blisko 170%. Drugim najbardziej rentownym aktywem były mieszkania, dla których wzrost wartości, powiększony o dochód najmu wyniósł 162%. Dla trzeciej klasy aktywów, funduszy akcji amerykańskich, zwrot w tym okresie wyniósł 134%.

Biorąc pod uwagę rok 2020 oraz 1Q 2021, stopy zwrotu prezentują się nieco inaczej. Najlepszym aktywem w tym okresie były fundusze akcji amerykańskich, których zwrot wyniósł **28%**. Na kolejnym miejscu było złoto, którego wartość wzrosła o **ponad 13%**, z czego większość wzrostu odbyła w pierwszym półroczu 2020. Wzrosty, aczkolwiek skromniejsze, wypracowały fundusze akcji polskich oraz rynków wschodzących, osiągając zwrot odpowiednio **11,1% oraz 12,2%**. Oczywiście wzrost ten spowodowany był nagłym wzrostem ryzyka i ogólnej niepewności na rynkach finansowych – w takim otoczeniu inwestorzy bardzo chętnie lokują swoje oszczędności w złocie. Wzrost wartości mieszkania powiększonego o dochód z wynajmu w zeszłym roku pozwolił wygenerować stopę zwrotu 11,7%, co minimalnie przewyższa zysk osiągnięty na funduszach akcji polskich, obligacji polskich (+1,4% r/r), lokatach (+0,7 r/r) i nieźle wygląda na tle inflacji, która w 2020 roku wyniosła w Polsce 3,4%. Należy także wspomnieć o zmniejszającej się w ostatnich 4 kwartałach rentowności najmu, którą NBP pokazuje w swoich raportach. Spadek o ok. 1 p.p. był spowodowany głównie dużym odpływem liczby osób chętnych do wynajmu mieszkania (np. brak studentów stacjonarnych, powrót pracowników z zagranicy do swoich krajów), przez co właściciele mieszkań obniżali swoje wymagania czynszowe, by nie zostać z pustym lokalem. Szacujemy, że powrót do normalności wspomogą rynek najmu w kolejnych kwartałach, prawdopodobnie począwszy od września 2021 r.

Poniżej porównaliśmy średnie stopy zwrotu dla danych kwartalnych z poszczególnych klas aktywów dla okresów trzy-, pięcio-, ośmio- oraz dziesięcioletnich w okresie 4Q 2006 – 1Q 2021. Poszczególne kolory wyróżniają osiągane średnie stopy zwrotu w danym okresie (tzw. heatmapa) – najbardziej zielony oznacza najlepszą stopę zwrotu, czerwony oznacza najgorszy wynik w danym okresie.

	Średnia stopa zwrotu za okres			
	3Y	5Y	8Y	10Y
Mieszkanie z najmem	14,7%	24,9%	42,7%	56,9%
Fundusze akcji polskich	5,2%	11,5%	17,6%	16,9%
Fundusze obligacji skarbowych polskich	9,2%	15,7%	25,8%	33,7%
Fundusze akcji amerykańskich	28,3%	52,7%	96,3%	126,7%
Fundusze akcji rynków wschodzących	5,4%	7,5%	9,9%	15,9%
Lokaty	8,6%	14,6%	24,2%	31,3%
Złoto	17,7%	15,1%	14,1%	41,5%

Źródło: opracowanie M/S DM

Powyższe wyliczenia pokazują, że średnio w poszczególnych okresach najwyższe stopy zwrotu mogą wygenerować fundusze akcji amerykańskich. Oznacza to, że niezależnie od okresu, inwestycja w akcje amerykańskie dawała średnio najwyższy zysk. Na drugim biegunie prezentują się średnie stopy zwrotów funduszy akcji polskich i rynków wschodzących, które generowały najniższe zyski. W środku stawki znajdują się inwestycje w wynajmowane mieszkanie oraz złoto, z tym że rozkład średnich stóp zwrotu korzystniej wygląda przy wynajmowanym mieszkaniu (dla złota dosyć mała różnica między średnimi wynikami 3Y, choć średnie 5Y-10Y wyższe niż dla mieszkania z najmem). Nieco mniej pozwoliły zarobić lokaty bankowe oraz fundusze polskich obligacji skarbowych, aczkolwiek w ich przypadku, zgodnie z przewidywaniami, zmienność wyników w czasie była minimalna.

W tym miejscu warto również przypomnieć zaktualizowane spostrzeżenia dotyczące wzajemnych tendencji obserwowanych na wymienionych klasach aktywów.

Na kwartalnych stopach zwrotu w okresie 4Q 2006 – 1Q 2021 policzyliśmy jedną z miar ryzyka – współczynnik zmienności stopy zwrotu. Jest on definiowany jako udział odchylenia standardowego w średniej kwartalnej stopie zwrotu. Im niższa wartość tym mniejsze ryzyko towarzyszące inwestycji dla oczekiwanej stopy zwrotu. Współczynnik zmienności dla mieszkania z najmem wyniósł 2,4, dla złota – 3,6, dla funduszy akcji amerykańskich – 4,2, dla funduszy rynków wschodzących – 11,2, dla funduszy akcji polskich – 19,3, a dla funduszy obligacji polskich – 0,9. Tym samym inwestycja w wynajmowane mieszkanie okazała się być obciążona mniejszym ryzykiem względnym wśród złota i funduszy akcyjnych, natomiast najmniejsze ryzyko towarzyszyło inwestycji w fundusze obligacji.

Współczynnik zmienności	
Mieszkanie z najmem	2,4
Fundusze akcji polskich	19,3
Fundusze obligacji skarbowych polskich	0,9
Fundusze akcji amerykańskich	4,2
Fundusze akcji rynków wschodzących	11,2
Lokaty	0,5
Złoto	3,6

Źródło: opracowanie M/S DM

Złoto oraz inwestycja w mieszkanie na wynajem są też bardzo słabo skorelowane z inwestycjami w fundusze akcji. Ich współczynnik korelacji wyliczony na kwartalnych stopach zwrotu jest mniejszy niż 0,2, co oznacza prawie brak związku. Złoto też jest bardzo słabo skorelowane z inwestycją w mieszkanie na wynajem (wynik ujemny – 0,03). Natomiast same fundusze akcji są mocniej ze sobą powiązane – np. akcji polskich mają współczynnik korelacji z amerykańskimi 0,6, a z funduszami rynków wschodzących 0,79, co oznacza dużą zależność. Podobnie wygląda zależność funduszy obligacji skarbowych i lokat (0,61).

Najbardziej stabilnie ze wszystkich instrumentów wyglądały notowania funduszy polskich obligacji skarbowych, których wycena wzrosła o 52%. Fundusze obligacji miały niewielkie spadki w ujęciu kwartalnym, lecz duża część wyniku została wygenerowana w pierwszych latach zestawienia. W kolejnych okresach od dziś indeks będzie przyrastał jeszcze wolniej ze względu na najniższy w historii poziom stóp procentowych. Podobnie wyglądała inwestycja w lokaty bankowe, generując +50% zysku okresie ostatnich 14 lat. Obecnie dane wskazują na średnie oprocentowanie lokat na poziomie istotnie poniżej 1%, trudno więc odnosić się w przypadku tego rodzaju aktywa do rentowności z końca ubiegłego dziesięciolecia.

Decyzję w co alokować swój kapitał inwestor musi podjąć samodzielnie, biorąc pod uwagę swój horyzont inwestycyjny, rodzaj otrzymywanych przepływów pieniężnych, wrażliwość na spadek wyceny, wymaganą płynność oraz wymaganą stopę zwrotu z aktywa.

## PROGNOZY NA PRZYSZŁOŚĆ W UJĘCIU KRÓTKO I DŁUGOTERMINOWYM

Ostatnie 12 miesięcy były bardzo poważnym testem siły rynku mieszkaniowego w Polsce oraz atrakcyjności mieszkań jako aktywów inwestycyjnych. Po raz kolejny okazało się, że aktywa te cieszą się bardzo dużą popularnością wśród polskich inwestorów i również dzięki swojej materialnej formie są kojarzone z bezpieczeństwem. Silne fundamenty rynku mieszkaniowego budowane w ciągu kilku lat poprzedzających wybuch pandemii, opisane w naszym raporcie sprzed roku, pozwoliły temu rynkowi przetrwać w dobrej kondycji okres gospodarczej niepewności.

Jeszcze niedawno spadki na rynkach kapitałowych oraz obawy o kondycję finansową spółek deweloperskich rozpałały wyobraźnię inwestorów oportunistycznych, którzy szykowali się na wielką wyprzedaż. Spodziewano się okazjowych zakupów nieruchomości, które w dłuższej perspektywie mogły wygenerować ponadprzeciętne stopy zwrotu. Deweloperzy zamykali biura sprzedaży, w departamentach rozpoczęły się rozmowy o alternatywnych kanałach komunikacji z potencjalnymi nabywcami, a w przypadku niektórych spółek również obniżce cen, która mogłaby pomóc w szybkiej sprzedaży aktywów i zbudowaniu tzw. poduszki płynnościowej. Rzeczywistość pokazała, że akcje promocyjne, jeżeli w ogóle zostały wprowadzone, potrwały bardzo krótko, bo tylko w okresie marzec – kwiecień 2020 r.

Po roku wszyscy zastanawiają się, kiedy ceny mieszkań przestaną rosnąć oraz czy cenniki w biurach sprzedaży, opracowane dla nowowprowadzanych projektów, osiągnęły już poziom zwany potocznie „sufitem”. W I kwartale 2021 r. wiele spółek z tej branży zaraportowało historycznie najwyższe kwartalne poziomy sprzedaży. Problemem stał się nie popyt, który właściwie pojawia się w każdej lokalizacji, ale podaż, głównie na skutek opóźnień w procesach administracyjnych (tzw. czynnik ludzki, wynikający z konieczności pracy zdalnej) oraz trudności z zakupem nowych gruntów w rozsądnej cenie. Wyraźnie widać to w spadku oferty na rynku pierwotnym w największych polskich miastach, raportowanej kwartalnie przez agencję JLL.

Opisany powyżej „rollercoaster”, obserwowany na rynku mieszkaniowym od wybuchu pandemii, powinien przede wszystkim uświadomić inwestorom, że mieszkania na tle innych aktywów pozostają atrakcyjne, ale podejście do inwestowania w nie zdecydowanie musi mieć charakter długoterminowy. Ponadto, w obecnych warunkach rynkowych (rosnące ceny mieszkań oraz podaż lokali oferowanych do wynajmu) należy zacząć przyzwyczajać się do niższej i prawdopodobnie wciąż spadającej rentowności z najmu mieszkania. Trend ten może zostać zatrzymany w momencie, w którym do formy zacznie wracać rynek biurowy, a zmniejszone zapotrzebowania na powierzchnię biurową związane z hybrydowym modelem pracy zostanie zrównoważone ekspansją spółek z branży BPO, już w Polsce obecnych, ale również zupełnie nowych.

Podobnie jak przed rokiem, w dalszym ciągu warto zwracać uwagę na doświadczenie, skalę działalności i doświadczenie dewelopera, od którego planuje się zakup mieszkania w budowie. Fakt, że rynek mieszkaniowy jest obecnie w bardzo

dobrej kondycji, nie oznacza, że każdy deweloper posiada odpowiednie zasoby kapitałowe i ludzkie, aby terminowo ukończyć realizację projektu. Zwłaszcza, jeżeli w trakcie trwania budowy miałyby jednak dojść do ochłodzenia nastrojów na tym rozgrzanym rynku.

Na koniec warto wspomnieć o zmianach, które wkraczają na rynek najmu wraz z pojawianiem się na nim inwestorów instytucjonalnych, reprezentujących tzw. private rented sector (PRS). Są to spółki lub fundusze inwestycyjne, które nabywają całe budynki mieszkalne w celu wynajmowania mieszkań. Ta część rynku staje się w Polsce coraz bardziej popularna i przyciąga nowych graczy, głównie zagranicznych, mających dostęp do dużej ilości relatywnie tanich środków. Najem instytucjonalny charakteryzuje się bardzo elastycznym podejściem do najemcy w zakresie np. szybkich usług serwisowania lokalu, dostępności osoby dedykowanej do zajmowania się najemcami oraz możliwości zaproponowania najemcy szybkiej zmiany lokalu na większy nawet w tym samym budynku. Nabywając mieszkanie z myślą o jego wynajmowaniu, należy mieć na uwadze, że wkrótce tego typu podmioty mogą stać się poważną konkurencją dla drobnych inwestorów, a preferencje niektórych najemców mogą pójść w stronę najmu instytucjonalnego.

## Zastrzeżenia prawne

NINIEJSZY MATERIAŁ MA CHARAKTER OPINII JEGO AUTORA I NIE MOŻE STANOWIĆ PODSTAWY PODJĘCIA DECYZJI INWESTYCYJNEJ, A AUTOR MATERIAŁU NIE PONOSI 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. 2017 R. POZ. 1219 ZE ZM.) I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLEPSKI S. A. (DALEJ „DOM MAKLEPSKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JEROZOLIMSKICH 100, 00-807 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL. MATERIAŁ JEST PUBLIKACJĄ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU ART. 24 UST. 3 DYREKTYWY PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO RADY 2014/65/UE Z DNIA 15 MAJA 2014 R. W SPRAWIE RYNKÓW INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH ORAZ ZMIENIAJĄCA DYREKTYWĘ 2002/92/WE I DYREKTYWĘ 2011/61/UE (MIFID II). PUBLIKACJA HANDLOWA NIE STANOWI REKOMENDACJI INWESTYCYJNEJ ANI INFORMACJI REKOMENDUJĄCEJ LUB SUGERUJĄCEJ STRATEGIĘ INWESTYCYJNĄ W ROZUMIENIU ROZPORZĄDZENIA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014 Z DNIA 16 KWIETNIA 2014 R. W SPRAWIE NADUŻYĆ NA RYNKU ORAZ UCHYLAJĄCE DYREKTYWĘ 2003/6/WE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY I DYREKTYWY KOMISJI 2003/124/WE, 2003/125/WE I 2004/72/WE ORAZ ROZPORZĄDZENIA DELEGOWANEGO KOMISJI (UE) NR 2016/958 Z DNIA 9 MARCA 2016 R. UZUPEŁNIAJĄCEGO ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014 W ODNIESIENIU DO REGULACYJNYCH STANDARDÓW TECHNICZNYCH DOTYCZĄCYCH ŚRODKÓW TECHNICZNYCH DO CELÓW OBIEKTYWNEJ PREZENTACJI REKOMENDACJI INWESTYCYJNYCH LUB INNYCH INFORMACJI REKOMENDUJĄCYCH LUB SUGERUJĄCYCH STRATEGIĘ INWESTYCYJNĄ ORAZ UJAWNIANIA INTERESÓW PARTYKULARNYCH LUB WSKAZAŃ KONFLIKTÓW INTERESÓW LUB JAKIEJKOLWIEK INNEJ PORADY, W TYM W ZAKRESIE DORADZTWA INWESTYCYJNEGO, W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 29 LIPCA 2005 R. O OBROcie INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI (T.J. DZ. U. 2019, POZ. 875 Z PÓŻ. ZM.).

NINIEJSZY MATERIAŁ MA NA CELU PROMOCJĘ USŁUG ŚWIADCZONYCH PRZEZ DOM MAKLEPSKI.

ZEZWOLENIE KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO NR DRK/WL/4020/10/25/107/1/13 Z DNIA 04 CZERWCA 2013 ROKU, NR DRK/WL/4020/13/26/16/107/1 Z DNIA 24 MAJA 2016 ROKU ORAZ DRK/WL/4020/45/18/2017/107/2 Z DNIA 19 GRUDNIA 2017 R.