

MICHAEL/STRÖM  
INVESTMENTS

---

*Czy rynek mieszkaniowy w Polsce  
jest przygotowany na skutki pandemii?*

*Paweł Gosz, CFA*

*Jarosław Sojka, CFA*

*Marek Żmudzin, MPW*

## Wstęp

**Niniejszy raport został przygotowany w odpowiedzi na dynamiczne zmiany, jakie na polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych może wywołać pandemia wirusa COVID-19. Opisane w nim zostały najważniejsze czynniki, które zdaniem autorów determinują sytuację na tym rynku. Strach przed skutkami pandemii przywołuje w pamięci ostatni kryzys, mający miejsce w 2008 r., wywołany przez załamanie rynków finansowych na świecie. Dlatego w raporcie porównano podstawowe dane makroekonomiczne oraz dane z rynku nieruchomości (nie tylko mieszkaniowych) z 2019 r. z analogicznymi danymi zaobserwowanymi w 2008 r.**

**Celem raportu nie było prognozowanie możliwego zakresu spadku cen mieszkań ani przedstawienie analiz poszczególnych deweloperów mieszkaniowych pod kątem ich stabilności w najbliższych miesiącach. Zamiast tego autorzy starają się porównać obecną sytuację na rynku mieszkaniowym z sytuacją sprzed 12 lat i pokazać jak różnią się fundamenty ostatnich wzrostów obserwowanych na tym rynku od czynników, które były motorem napędowym zmian rozwoju w latach 2006-2008. Różnice te, dotyczące zarówno strony popytowej jak i podażowej, pokazują jak długą drogę przebył rynek mieszkaniowy i jak korzystnie wyglądało jego otoczenie w 2019 r. w porównaniu z 2008 r. Opisując tendencje występujące na tym rynku należy pamiętać o wielu czynnikach innych niż tylko wielkość oferty, średnia cena mieszkania czy zgłaszany popyt.**

**Raport pokazuje również atrakcyjność nieruchomości mieszkaniowych jako aktywów służących do lokowania nadwyżek finansowych przez inwestorów długoterminowych. W porównaniu z wahaniami cen oraz historyczną rentownością innych klas aktywów, nawet w przypadku krótkoterminowych spadków cen, mieszkania pozostają popularne wśród polskich inwestorów.**

## Podsumowanie

Wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy, dynamiczny rozwój rynku nieruchomości biurowych i logistycznych, wzrost zamożności społeczeństwa, szybki rozwój największych aglomeracji miast – to najważniejsze ze zjawisk, które pozytywnie oddziaływały na rynek mieszkaniowy przez 12 lat od wybuchu ostatniego kryzysu. Po długim okresie prosperity 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.

Kryzys na rynkach finansowych, zapoczątkowany w 2008 r. przez upadek amerykańskiego banku Lehman Brothers, zaskoczył inwestorów i konsumentów zaledwie po 2 latach od rozpoczęcia silnej hossy na rynku nieruchomości oraz po 4 latach wzrostu koniunktury (wzrost średniego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw 2008/2005 o 30% oraz średnioroczny wzrost PKB na poziomie 5,2% w latach 2005-2008). Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wynosiło w 2008 r. 3,2 tys. zł, a poziom bezrobocia sięgał 9,5%. Jednocześnie średnia cena transakcyjna na rynku pierwotnym wzrosła w 2007 r. o ok. 50%. Nabywcy mieszkań zostali wyposażeni w łatwo dostępne kredyty hipoteczne na bardzo atrakcyjnych warunkach (brak wymaganego wkładu własnego, koszt kredytu w CHF często poniżej 4%). Z drugiej strony jednak, biorąc pod uwagę brak istotnych oszczędności u wielu z nich oraz relatywnie niskie średnie wynagrodzenie, nowe mieszkania były dla nich drogie, a zawierane transakcje ryzykowne. Dlatego pozbawienie potencjalnych nabywców mieszkań kredytów w CHF i zastąpienie ich kredytami w złotych (koszt ok. 7%) oraz zwiększenie wymagań banków w zakresie wkładu własnego spowodował drastyczny spadek liczby transakcji.

Po stronie podażowej znajdowało się wielu niedoświadczonych deweloperów mieszkaniowych, którzy zostali przymuszeni do szybkiej wyprzedaży oferty kosztem istotnych obniżek cen. Dodatkowo podaż mieszkań wzrosła na skutek rezygnacji z podpisanych pakietowych umów zakupów lokali przez inwestorów zagranicznych, głównie z Hiszpanii, Irlandii i Izraela.

Obecnie znacznie mniej prawdopodobna wydaje się wyprzedaż oferty deweloperów (ze względu na ich relatywnie dobrą sytuację płynnościową), czy fala rezygnacji inwestorów „pakietowych” (ze względu na ich niższy udział w sumie transakcji niż przed poprzednim kryzysem). Dostępność kredytów hipotecznych również nie została zamrożona, a banki ograniczają się do zaostrzenia wymogów dotyczących wkładu własnego oraz bardziej konserwatywnego liczenia zdolności kredytowej dla pracowników niektórych branż. Ponadto większość spółek deweloperskich jest dobrze przygotowana nawet do głębokich spadków sprzedaży w całym II kwartale. Projekty będące w realizacji są w istotnej części zakontraktowane, dzięki czemu pozostałe koszty budowy mogą być sfinansowane wpłatami z tytułu już sprzedanych mieszkań. Rozpoczynanie budowy i sprzedaży nowych projektów będzie uwarunkowane bieżącym tempem sprzedaży. Wobec braku kredytów zabezpieczonych gruntami pod przyszłe projekty oraz przy rozsądnym poziomie zadłużenia spółki nie będą zmuszane do przyspieszania rotacji zapasów, co zmniejszy presję na obniżanie cen. Jednocześnie, wobec redukcji oferty, nawet zaplanowane już zakupy nowych gruntów mogą być odłożone w czasie.

Oczywiście na rynku nie brakuje deweloperów mieszkaniowych, którzy mogą nie przetrwać spowolnienia i spadku sprzedaży. Dotyczy to podmiotów z niewielkim doświadczeniem, które finansowały się głównie kapitałem obcym i prowadziły agresywną politykę wzrostu zadłużenia, szukając kapitału w miejscach specjalizujących się w tzw. private debt. Brak bieżącej sprzedaży połączony z niewielkimi zasobami środków pieniężnych oraz brakiem możliwości refinansowania zadłużenia może w ich przypadku skończyć się upadłością. Przy niskim poziomie zaangażowanego kapitału własnego, nawet obniżka cen oferowanych mieszkań o 15%-20% może okazać się niewystarczająca, by przetrwać.

Poniższa tabela przedstawia podstawowe dane liczbowe porównujące sytuację w gospodarce oraz na rynku nieruchomości na koniec 2019 r. z sytuacją w roku rozpoczęcia kryzysu w 2008 r.

| Dane na koniec roku:                                   | 2019                    | 2008                   |
|--|-------------------------|------------------------|
| Stopa bezrobocia                                       | 5,2%                    | 9,5%                   |
| Przeciętne wynagrodzenie                               | 5,2 tys. zł             | 3,2 tys. zł            |
| Koszt kredytu hipotecznego w złotych (WIBOR + marża)   | 4%                      | 7%                     |
| Podaż nowoczesnej powierzchni biurowej                 | 11,2 mln m <sup>2</sup> | 4,4 mln m <sup>2</sup> |
| Podaż powierzchni magazynowej                          | 18,7 mln m <sup>2</sup> | 5,0 mln m <sup>2</sup> |
|  | 2019                    | 2007*                  |
| Wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych | 7,7 mld euro            | 3 mld euro             |
| Najlepsze stopy kapitalizacji na rynku biurowym        | 4,25%                   | 5,25%                  |
| Średnia cena mieszkania na rynku pierwotnym (7 miast)  | 8,2 tys. zł             | 8,1 tys. zł            |
| Liczba transakcji na 6 największych rynkach (REAS)     | 65,4 tys.               | 33,9 tys.              |

Źródło: Raporty przygotowane przez Cushman&Wakefield, JLL oraz Colliers International, dane NBP i GUS;  
\* Dane transakcyjne z rynku mieszkaniowego oraz rynku nieruchomości komercyjnych podano na koniec 2007 r., ponieważ właśnie wtedy ówczesna hossa na tych rynkach osiągnęła punkt szczytowy, w przeciwieństwie do danych makroekonomicznych, które dotarły do maksymalnego poziomu w 2008 r.

**Dobra sytuacja płynnościowa największych deweloperów i ich elastyczność w odpowiedzi na dynamiczne zmiany popytu pozwalają przypuszczać, że nie należy oczekiwać znaczących promocji cenowych, jak miało to miejsce w 2008 r. Solidne otoczenie rynkowe, zbudowane w ciągu ostatnich kilku lat, podtrzymujące siłę strony popytowej, również powinno przeciwdziałać wyraźnym spadkom cen. W naszej opinii bardziej należy spodziewać się zmniejszenia liczby spółek deweloperskich i zatrzymania niektórych projektów – w ich przypadku nawet wyprzedaż zapasów może okazać się niewystarczająca, by przetrwać okres spowolnienia.**

Ani poprzedni kryzys, ani obecne spowolnienie gospodarcze nie zmieniają faktu, że nieruchomości mieszkalne są atrakcyjną alternatywą inwestycyjną w porównaniu z innymi klasami aktywów. W okresie kilkunastu ostatnich lat kupno mieszkania z przeznaczeniem na wynajem okazało się jedną z lepszych decyzji inwestorów. Z naszych obliczeń wynika, że w okresie ostatnich 13 lat stopa zwrotu dla takiej inwestycji wyniosła 135%, z czego 53 p.p. zapewnił wzrost wartości nieruchomości, a kolejne 83 p.p. bieżące przychodu z najmu nieruchomości. Inwestycji w mieszkanie na wynajem towarzyszyły: jedna z niższych zmienności stóp zwrotu oraz niewielka korelacja z pozostałymi klasami aktywów, co stanowi skuteczny element dywersyfikacji portfela dla inwestora. Sam wzrost cen nieruchomości w tym okresie zapewnił z nawiązką zabezpieczenie przed inflacją, co może wspomagać przyszłe decyzje zakupowe u osób obawiających się wzrostu inflacji w dłuższym terminie. Wzrost ten jest prawdopodobny w związku z intensywnym ostatnio wzrostem podaży pieniądza, łagodzącego gospodarcze skutki pandemii. Dodając do tego relatywnie tani oraz, mimo ostatnich zmian, wciąż dość łatwy do uzyskania kredyt hipoteczny, inwestor może zrealizować atrakcyjną stopę zwrotu, znacząco przewyższającą możliwą do uzyskania rentowność dostępnych produktów bankowych.

**W ostatnich tygodniach Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżyła stopy procentowe, łącznie o 1 p.p. Dzięki wyraźnym spadkom stawek WIBOR jeszcze tańsze stało się finansowanie zakupu nieruchomości długiem. Z drugiej strony, obniżyło się oprocentowanie lokat bankowych. Wobec dalszego spadku ich atrakcyjności, bardzo dużej zmienności widocznej na rynku akcji oraz w wynikach funduszy inwestycyjnych, inwestorzy będą trzymać się aktywów, jakimi są mieszkania, akceptując niższą rentowność z ich wynajmu. Po możliwych okresach słabszej sprzedaży w ofercie deweloperów może wzrosnąć udział mieszkań gotowych, które z wielu powodów będą bardziej atrakcyjnym produktem dla osób poszukujących własnego mieszkania, niż mieszkania z terminem odbioru za 2 lata (brak konieczności opłacania wynajmu do czasu odbioru mieszkania, brak ryzyka związanego z opóźnieniem procesu budowlanego, brak kosztów finansowych ponoszonych w trakcie budowy, związanych z uruchomionym kredytem).**

W najbliższych miesiącach należy spodziewać się, że strona popytowa na rynku mieszkaniowym będzie determinowana głównie sytuacją materialną gospodarstw domowych oraz ich perspektywą zatrudnienia. W okresie dużej niepewności decyzje o zakupie mieszkania mogą zostać odłożone w czasie. Proces zakupu mieszkania jest dziś utrudniony również pod kątem logistycznym ze względu na zamknięte biura sprzedaży oraz mniejszą ochotę klientów na oglądanie wybranych lokalizacji. Duże znaczenie dla strony popytowej będzie miał realny kształt spodziewanej, bardziej konserwatywnej polityki banków w zakresie udzielania kredytów hipotecznych. Póki co zapowiedziane zostały zwiększone wymagania wkładu własnego oraz bardziej restrykcyjne podejście do kredytowania pracowników niektórych branż.

Osoby planujące zakup mieszkania, których sytuacja finansowa nie pogorszy się drastycznie, zapewne szybko wrócą na rynek, a po upływie kilku kwartałów prawdopodobnie będą mogły wybierać spośród dość bogatej oferty mieszkań gotowych. Również klienci szukający mieszkania jako aktywa inwestycyjnego zaczną zgłaszać popyt, ponieważ w obecnych warunkach znacznie mniej atrakcyjne wydają się lokaty bankowe, a na rynku giełdowym podwyższona zmienność może się utrzymywać. Należy mieć na uwadze, jak duży wzrost oszczędności gospodarstw domowych był obserwowany po zakończeniu ostatniego kryzysu. W takim otoczeniu inwestorzy mogą zacząć akceptować nawet niższą rentowność najmu posiadanych mieszkań. Większość z nich, zamiast czekać na okazje i promocje rynkowe, będzie chciała, aby ich pieniądze po prostu już zaczęły „pracować”.

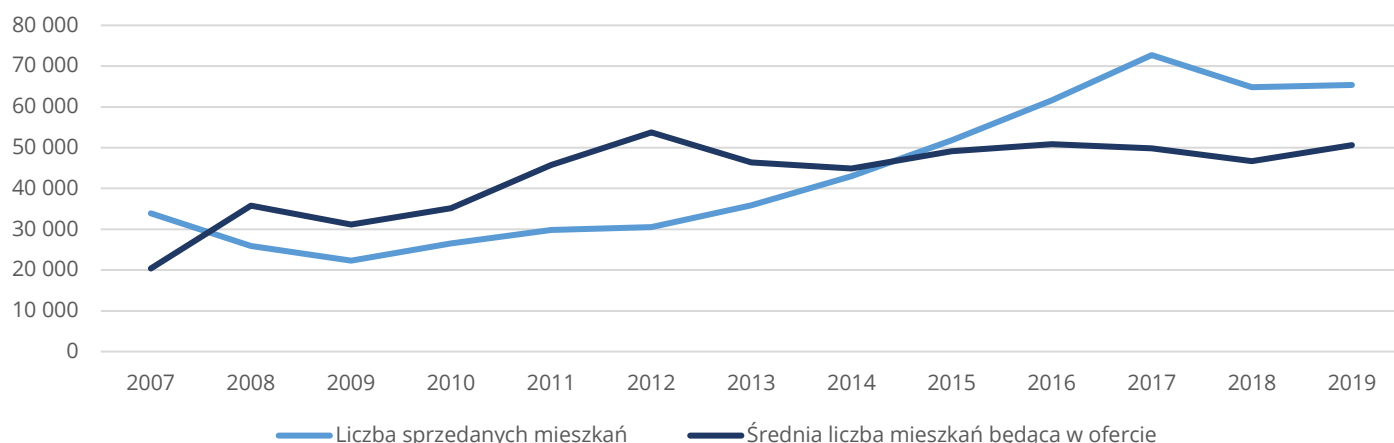
## Spis treści

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Wstęp .....</b>  | <b>2</b>  |
| <b>Podsumowanie .....</b>   | <b>2</b>  |
| <b>Sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w latach 2007-2019.....</b>                      | <b>6</b>  |
| Wolumen sprzedaży oraz średnia wielkość oferty .....                                      | 6         |
| Średnie ceny transakcyjne .....   | 6         |
| <b>Czynniki fundamentalne zmian w sektorze mieszkaniowym w latach 2007-2019 .....</b>     | <b>7</b>  |
| Cenowa dostępność mieszkań i poziom stóp procentowych .....                               | 7         |
| Poziom bezrobocia .....   | 9         |
| Rozwój sektora usług biznesowych w Polsce.....  | 10        |
| Podaż powierzchni biurowej oraz logistycznej.....   | 11        |
| Metamorfozy miast.....  | 12        |
| <b>Porównanie sytuacji na rynku mieszkaniowym 2007/2008 vs 2019/2020.....</b>             | <b>14</b> |
| Strona popytowa.....  | 14        |
| Strona podażowa .....   | 15        |
| <b>Porównanie sytuacji mieszkaniowej na rynkach europejskich.....</b>                     | <b>15</b> |
| Dostępność mieszkaniowa .....   | 15        |
| Nowe budownictwo.....   | 16        |
| Porównanie cen mieszkań w Europie .....   | 17        |
| Porównanie cen mieszkań oraz czynszów w wybranych miastach europejskich .....             | 19        |
| <b>Porównanie stóp zwrotu dla wybranych klas aktywów w okresie 4Q 2006 – 4Q 2019.....</b> | <b>20</b> |
| <b>Wyzwania rynku nieruchomości w 2020 r.....</b>   | <b>22</b> |
| Koszt kredytu hipotecznego i zaostrzenia kryteriów .....                                  | 23        |
| Sprzedaż po lutym 2020 r. ....  | 23        |
| Możliwy wpływ strony podażowej (deweloperzy) na zmiany cen mieszkań .....                 | 25        |

## *Sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w latach 2007-2019*

### **Wolumen sprzedaży oraz średnia wielkość oferty**

**Liczba sprzedanych i oferowanych mieszkań w latach 2007-2019**

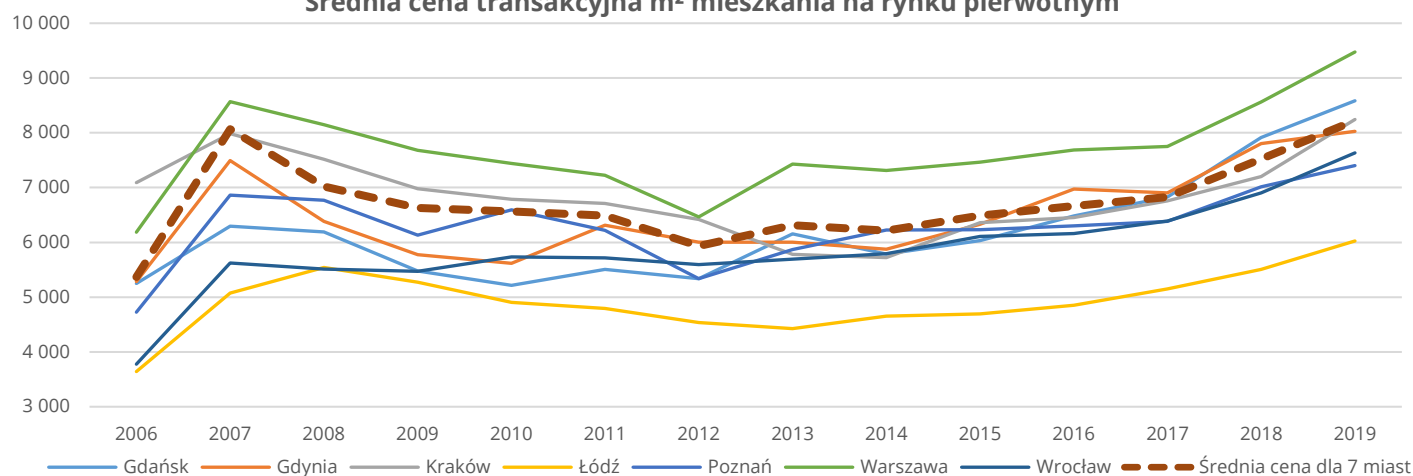


Źródło: REAS

Liczba sprzedawanych rocznie mieszkań w największych miastach w Polsce spadła bardzo dynamicznie w latach 2008 i 2009 z poziomu 34 tys. w 2007 do 22,3 tys. w 2009, co oznaczało spadek o ok. 34%. Po osiągnięciu minimalnego poziomu liczba ta następnie sukcesywnie rosła aż do końca 2017 r. osiągając 72,7 tys. lokali (wzrost o 226% od minimum w 2009 r.). O sile i równowadze na rynku mieszkaniowym może świadczyć fakt, że po lokalnym szczycie wolumenu w 2017 r. liczba sprzedawanych lokali spadła nieznacznie (do ok. 65 tys. mieszkań) i jest stabilna już od dwóch lat. Co ważne, sprzedaż ta ma miejsce przy stabilnym od 5 lat poziomie oferty ok. 50 tys. lokali.

### **Średnie ceny transakcyjne**

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



Źródło: NBP

Znaczącą różnicą pomiędzy hossą zakończoną w 2008 r. i tą z ostatnich lat jest bardzo odmienna dynamika zmian cen. Otóż w samym 2007 r. ceny mieszkań dla 7 największych miast w Polsce wzrosły o 50%. Następnie od szczytu w 4Q 2007 r. do dołka w 4Q 2012 r. ceny mieszkań spadły średnio o 24%. Jednak nawet po takim spadku, ceny w dołku w 2012 r. były wyższe niż ceny w 4Q 2006, a więc zaledwie rok przed szczytem. Warto jednak zaznaczyć, 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. Płynność na rynku wraca na ogół dopiero po kilku miesiącach, gdy obie strony „oswoją się” ze zmienioną rzeczywistością.

Istotnie inną charakterystykę miała hossa ostatnich lat. Łącznie w trakcie 7-letniego okresu wzrostu, trwającego od 2013 r., ceny urosły o niecałe 40%, a w samym 2019 r. o 9% r/r. Ceny najmocniej wzrosły w Gdańsku (o 61%) oraz w Warszawie (o 47%), a najmniej w Krakowie (o 28%).

W latach 2009 – 2012, czyli w okresie słabego rynku mieszkaniowego, po kryzysie 2008 r., deweloperzy nie tylko nie ograniczyli oferty, ale nawet przyczynili się do jej wyraźnego wzrostu. Oczywiście efektem był spadek średniej ceny mieszkania, również ze względu na silne przeważenie tańszych lokalizacji w ofercie. Podobny scenariusz wydaje się obecnie mniej prawdopodobny, ponieważ deweloperzy są mniej zdeterminowani do rozbudowy oferty, a wciąż wysokie koszty wykonawstwa mobilizują ich do utrzymywania cen w obecnej ofercie.

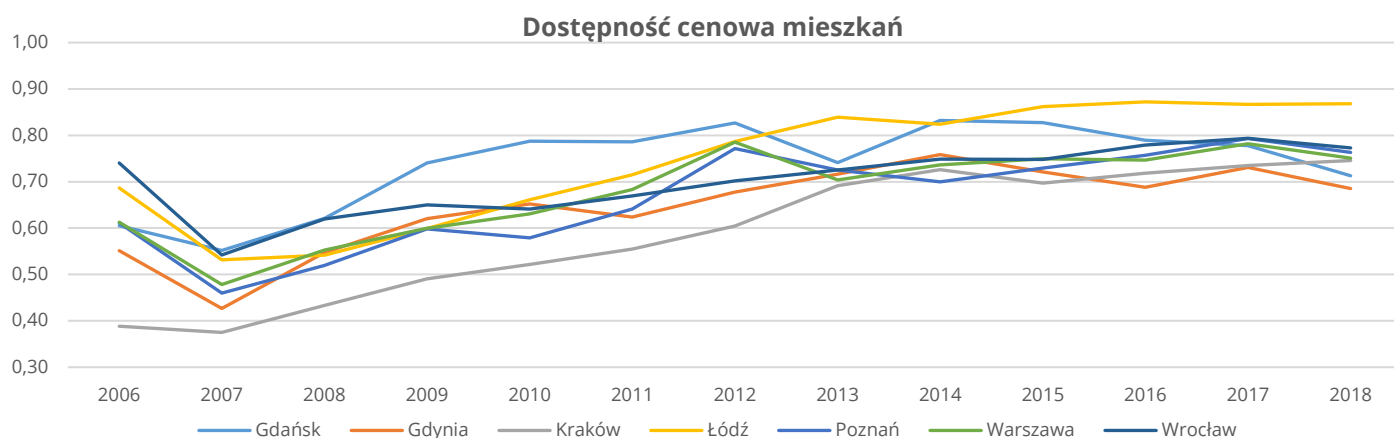
### ***Czynniki fundamentalne zmian w sektorze mieszkaniowym w latach 2007-2019***

Od ostatniego kryzysu w 2008 r., wywołanego przez bardzo silne turbulencje w sektorze finansowym, mającego istotny wpływ na cały rynek nieruchomości, w polskiej gospodarce nastąpiło wiele zmian, do których zaliczyć można m.in.:

#### **Cenowa dostępność mieszkań i poziom stóp procentowych**

Jednymi z najważniejszych fundamentów bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym, obserwowanej w Polsce w latach 2015 – 2019, były: niska stopa bezrobocia, rosnący przeciętny poziom wynagrodzenia, niski koszt kredytu hipotecznego oraz mało atrakcyjne dla klientów banków średnie oprocentowanie lokat. Wszystkie te czynniki silnie oddziałują na kształtowanie popytu na rynku mieszkaniowym, ponieważ mają wpływ na aktualną wysokość funduszu płac, koszt finansowania nieruchomości długiem oraz atrakcyjność nieruchomości jako alternatywy dla lokat bankowych. Wzrost funduszu płac ma z kolei pozytywny wpływ na kondycję strony popytowej na rynku najmu, prowadząc do wzrostu stawek, które wynajmujący są w stanie płacić za mieszkanie. Rosnąca rentowność najmu zachęca inwestorów do wchodzenia na ten rynek i nabywania mieszkań w celu uzyskiwania stałego miesięcznego dochodu.

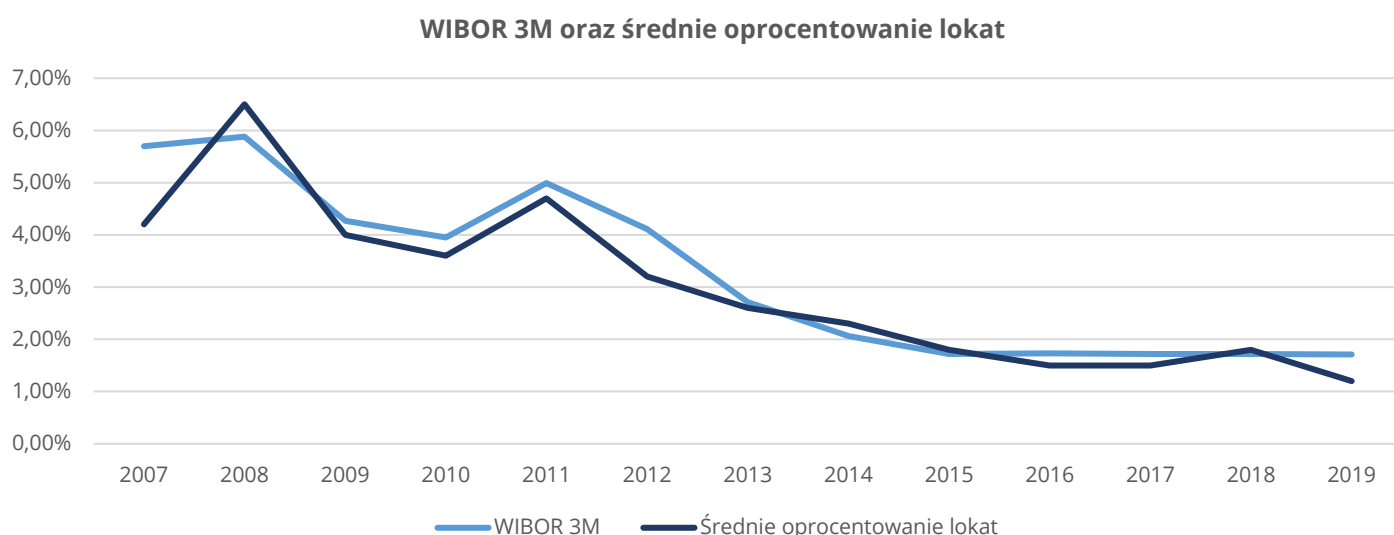
Poniższy wykres pokazuje dostępność cenową mieszkań w odniesieniu do przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw (brutto) w 7 największych miastach w Polsce:



Źródło: NBP oraz GUS

Analizując wzrost cen mieszkań należy mieć też na uwadze jak zmieniają się zarobki Polaków, co istotnie wpływa na dostępność mieszkań dla kupujących. Dostępność cenowa mieszkań (śr. cena m<sup>2</sup> mieszkania / śr. miesięczne wynagrodzenie brutto) bardzo istotnie wzrosła od czasu szczytu poprzedniej hossy, gdy dla największych miast wynosiła ok. 0,5. Obecnie wynosi dla większości największych miast ok. 0,7-0,8 i od kilku lat utrzymuje się na stabilnym poziomie mimo wzrostu cen mieszkań. Najbardziej poprawiła się dostępność w Krakowie, a najmniej w Gdańsku, jednak nawet w tym mieście dostępność poprawiła się o 29% w porównaniu do końca 2007 r. To pokazuje, że nie należy wprost porównywać ostatnich cen mieszkań z 2019 r. z cenami ze szczytów w 2007 r., ponieważ podobne poziomy w wartościach nominalnych bardzo istotnie różnią się w wartościach realnych.

Na kolejnym wykresie widoczna jest tendencja w kształtowaniu się kosztu kredytu oraz atrakcyjności lokat bankowych w analizowanym okresie 2008 – 2019:



Źródło: NBP

**Lokaty bankowe:** Załamanie rynków finansowych w 2008 r. bardzo mocno obniżyło płynność w sektorze bankowym oraz obniżyło wskaźniki adekwatności kapitałowej banków. W konsekwencji w pierwszej kolejności banki w Polsce musiały zwiększać wartość depozytów, zachęcając klientów coraz wyższym oprocentowaniem lokat. Na polskim rynku można było znaleźć banki, które

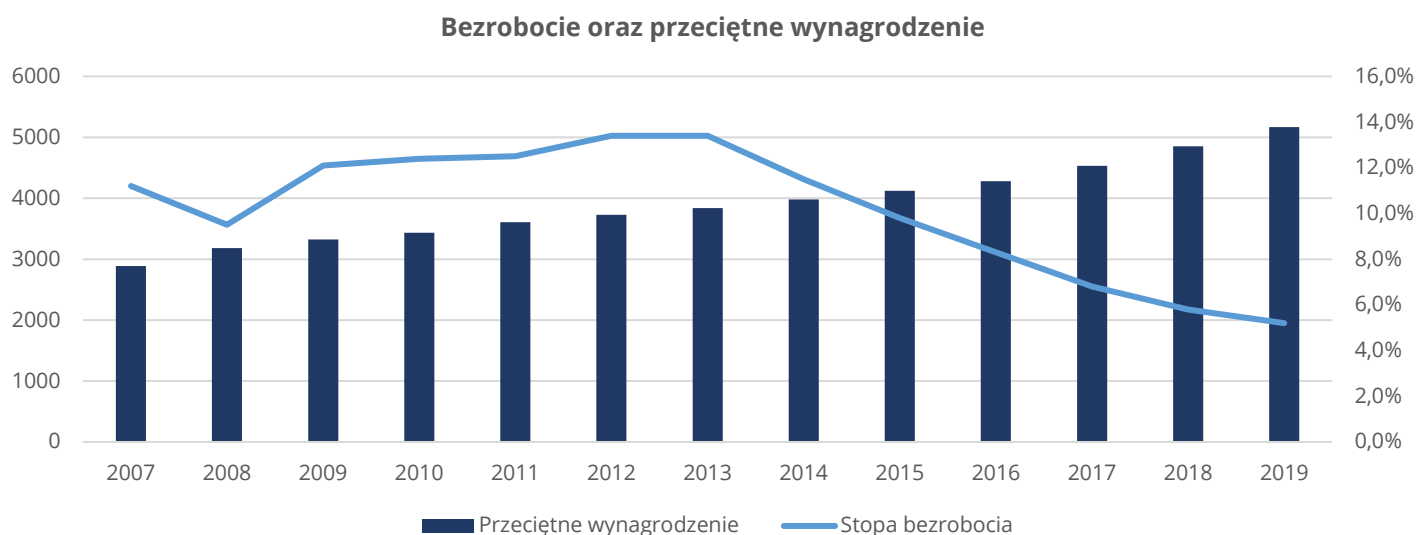


oferowały nawet do 12% na lokacie 2- albo 3-letniej. Średnie oprocentowanie lokat w Polsce, wg danych NBP wyniosło w 2008 r. 6,5%. Takie stawki, w połączeniu z podniesieniem przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny maksymalnej sumy lokaty objętej gwarancją z równowartości 50 tys. euro do 100 tys. euro, przesądzały o wysokiej atrakcyjności lokat dla inwestorów. Po drugiej stronie znalazły się nieruchomości, których podaż na rynku była duża, a ceny wobec nie najlepszej sytuacji wielu deweloperów mieszkaniowych, spadały. Oszczędności z oczywistych powodów były przekierowywane z sektora nieruchomości do sektora bankowego.

**Kredyty hipoteczne:** Kryzys mocno uderzył również w dostępność kredytów hipotecznych, które przez 3 poprzedzające go lata, wobec relatywnie drogiego kredytu w złotych (stawki WIBOR sięgały prawie 6%, co w połączeniu z marżą banku implikowało 7-proc. koszt kredytu w złotych), były udzielane we frankach szwajcarskich. Banki bardzo często nie wymagały żadnego wkładu własnego po stronie kredytobiorcy, a w niektórych przypadkach finansowały kredytem ponad 100% ceny zakupu. Zmniejszenie płynności doprowadziło do nagłego i bardzo drastycznego spadku dostępności kredytów denominowanych w CHF oraz konieczność ubiegania się o znacznie droższy kredyt w złotych. W najbardziej nerwowym momencie banki wstrzymywały analizę kredytową, a niektóre masowo zmieniały decyzje kredytowe z pozytywnych na negatywne.

## Poziom bezrobocia

Poniższy wykres pokazuje siłę i potencjał polskich konsumentów w 2019 r. w porównaniu do ich sytuacji sprzed 11 lat.



Źródło: NBP

Statystyki pokazują, że bardzo dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym w ostatnich latach miała swoje uzasadnienie w danych makroekonomicznych. Niski poziom bezrobocia oraz wzrost średniego wynagrodzenia sprawiły, że nabywcy nieruchomości w większości zaspokajali własne potrzeby mieszkaniowe oraz szukali okazji do inwestycji długoterminowych, a nie byli jedynie osobami nabywającymi mieszkania w celach spekulacyjnych. Dodatkowo lata wzrostu wynagrodzeń i tworzenia nowych miejsc pracy zostały wykorzystane na kumulowanie majątku, dzięki czemu w przypadku wielu transakcji w ostatnich latach średni wkład własny kupującego był wysoki. W okresie poprzedzającym ostatni kryzys finansowy wysoki był udział transakcji o charakterze

spekulacyjnym i krótkoterminowym horyzoncie. Głównym powodem do zakupu mieszkania jako inwestycji była chęć szybkiego zarobku na wzroście ceny, a nie długoterminowego zarabiania na jego wynajmie. Dodatkowo zakupy spekulacyjne były wówczas realizowane z wykorzystaniem kredytów bankowych, a średni wkład własny minimalizowany.

## Rozwój sektora usług biznesowych w Polsce

Nowym zjawiskiem w Polsce po 2008 r., które przyczyniło się do opisanego wcześniej spadku bezrobocia, była rosnąca liczba tzw. centrów usług biznesowych przenoszonych do naszego kraju przez zagraniczne korporacje w celu obniżania kosztów działalności (zjawisko to stało się naturalnym ruchem wspomagającym minimalizowanie skutków kryzysu). Centra usług biznesowych to miejsca, w których duże korporacje skupiają kompetencje z zakresu m.in. takich dziedzin jak finanse i księgowość, rozwój oprogramowania, wsparcie IT czy obsługa klienta. Dzięki nim pracownicy skupieni w jednym miejscu mogą świadczyć usługi dla klientów zewnętrznych firmy na całym świecie lub wykonywać operacje na własne potrzeby korporacji.

Zgodnie z raportem przygotowanym przez Związek Liderów Sektora Usług Biznesowych na koniec I kwartału 2019 r. w Polsce funkcjonowało ok. 1,4 tys. zagranicznych i krajowych centrów usług z takich dziedzin BPO, SSC/GBS, IT, R&D, zatrudniających łącznie 307 tys. osób. Za 10-proc. wzrost odnotowany w ciągu 12 miesięcy odpowiadają przede wszystkim największe ośrodki w Polsce, czyli Kraków, Warszawa, Wrocław i Trójmiasto.

Wraz z poszukiwaniem zasobów kadrowych przez przedsiębiorstwa mające już w Polsce swoją siedzibę może zwiększać się zainteresowanie otwieraniem centrów usług w mniejszych aglomeracjach, do których dziś należą głównie: Bydgoszcz, Lublin, Szczecin i Rzeszów. Dokonując wyboru lokalizacji, korporacje biorą pod uwagę takie czynniki jak: dostępność komunikacyjna, poziom rozwoju komunikacji miejskiej, dostępność nowoczesnej powierzchni biurowej, jakość życia, liczba absolwentów wyższych uczelni, zwłaszcza w zakresie pożądanego kierunku studiów. W ostatnich latach wszystkie te czynniki w głównych aglomeracjach w Polsce uległy znaczącej poprawie.

|                                      | Warszawa                           | Kraków                | Wrocław                   | Trójmiasto              | Metropolia<br>Górnośląska | Łódź      |
|--------------------------------------|------------------------------------|-----------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-----------|
| <b>Liczba centrów</b>                | 238                                | 217                   | 169                       | 146                     | 102                       | 85        |
| <b>Liczba osób<br/>zatrudnionych</b> | 56,3 tys.                          | 70 tys.               | 47,5 tys.                 | 25,5 tys.               | 23,7 tys.                 | 23,2 tys. |
| <b>Udział</b>                        | 18,3%                              | 22,8%                 | 15,5%                     | 8,7%                    | 7,7%                      | 7,6%      |
| <b>Największe podmioty</b>           | Danone                             | Shell                 | IBM                       | ThyssenKrupp            | Capgemini                 | ATOS      |
|                                      | Citi Service Center                | Google                | HP                        | Arla Foods              | Fujitsu                   | Infosys   |
|                                      | BNP Paribas Securities<br>Services | Motorola<br>Solutions | Nokia Siemens<br>Networks | Intel                   | IBM                       | Whirlpool |
|                                      | Goldman Sachs                      | State Street          | Credit Suisse             | Lufthansa Systems       | PWC                       | Philips   |
|                                      | Procter&Gamble                     | HSBC                  | Tieto Poland              | SII                     | Opel/Vauxhall             | Veolia    |
|                                      | Samsung R&D                        | Capgemini             | Google                    | Kemira                  |                           | UPS GBS   |
|                                      | EY Global Services                 | Lufthansa             | UPS                       | Amazon                  |                           |           |
|                                      | Schneider Electric                 | Aon Hewitt            | Capgemini                 | Bayer Service<br>Center |                           |           |

|                    |       |                   |                      |
|--------------------|-------|-------------------|----------------------|
| Colgate Palmolive  | IBM   | EY                | Jeppesen Poland      |
| JP Morgan Chase    | ABB   | Qatar Airways     | Metsa Group Services |
| Standard Chartered | Cisco | BNY Mellon        | State Street         |
| Credit Suisse      | UBS   | Fortum Power&Heat | Nordea Bank          |

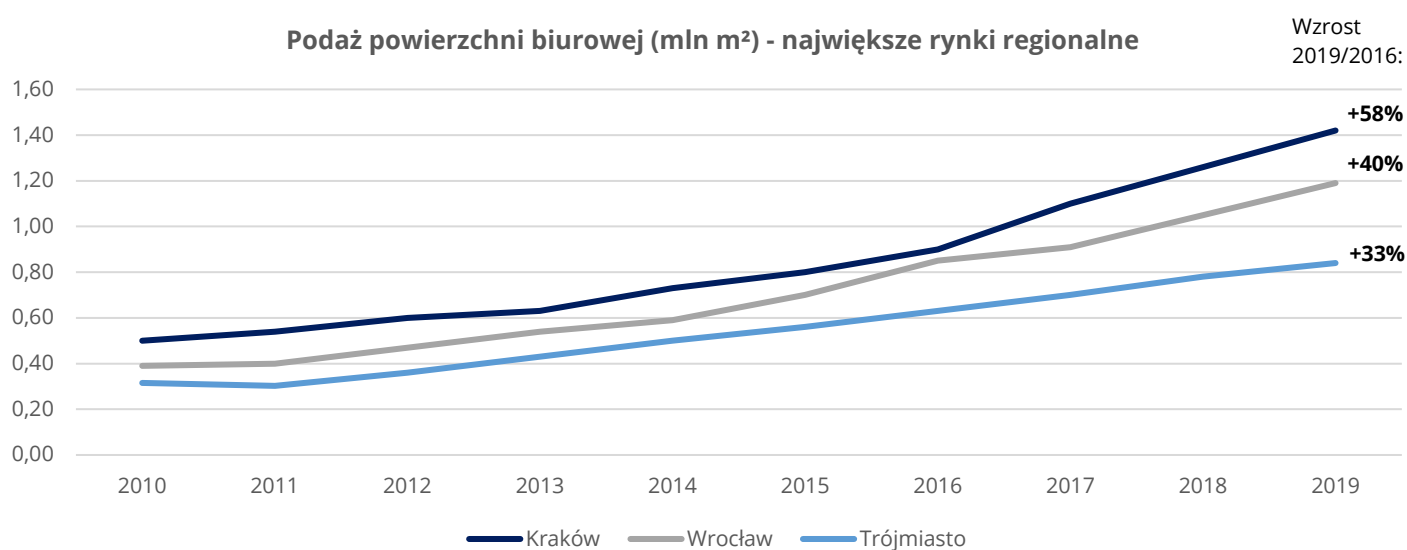
Źródło: Sektor Nowoczesnych Usług Biznesowych 2019, ABSL

Wg prognoz ABSL zatrudnienie w zagranicznych centrach usług wyniesie na koniec I kwartału 2020 r. ok. 270 tys. osób, podczas gdy na początku 2013 r. liczba ta wyniosła 99 tys. Oznacza to średnioroczny wzrost o 16,5%. Centra usług biznesowych generują 50% popytu na powierzchnię biurową na rynkach regionalnych.

Dla porównania, zatrudnienie w tym sektorze w czasach kryzysu 2008 r. wynosiło w Polsce ok. 45 tys. osób. W kolejnych latach przyrost zatrudnienia był bardzo dynamiczny. W ciągu 3-letniego okresu, począwszy od 1 kwartału 2016, centra usług generowały 85 nowych miejsc pracy dziennie. Wśród liczby zatrudnionych osób w sektorze ok. 35 tys. stanowili cudzoziemcy, co mogło przyczynić się do wzrostu popytu na rynku wynajmu mieszkań. Poza tym 59% zatrudnionych stanowiły osoby pomiędzy 25 a 34 rokiem życia, czyli w wieku, w którym często podejmuje się decyzje o zakupie pierwszego mieszkania. Można w tym miejscu postawić tezę, że szybki przyrost osób zatrudnionych w tym sektorze miał wpływ na rozwój rynku mieszkaniowego w Polsce.

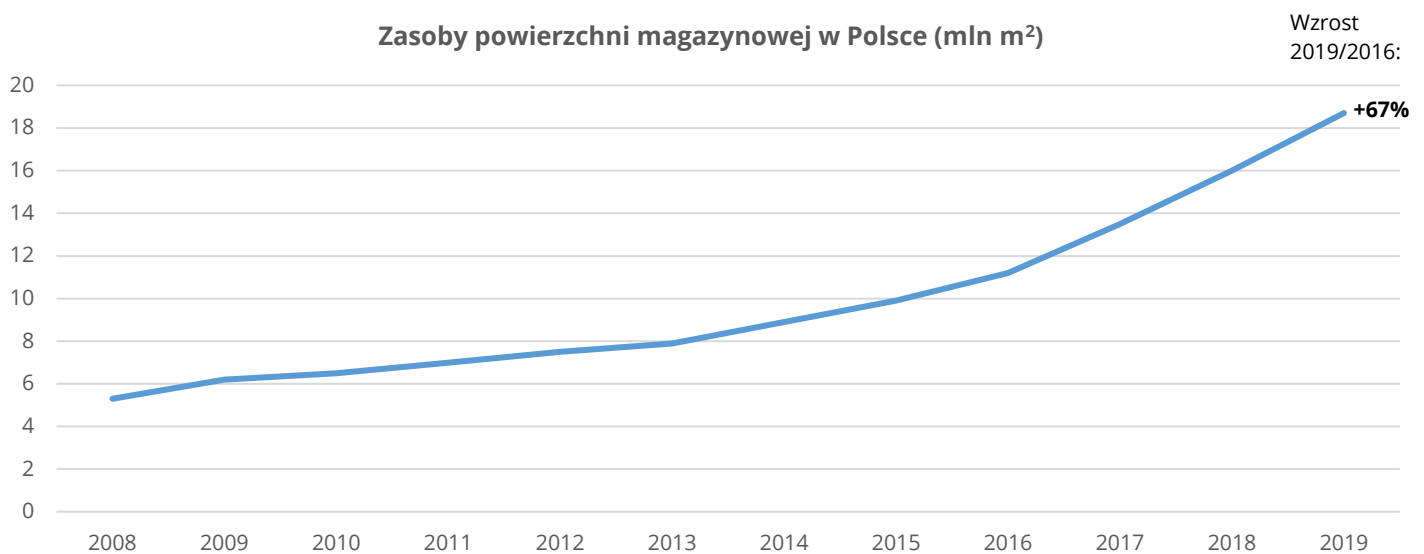
### Podaż powierzchni biurowej oraz logistycznej

Rosnąca atrakcyjność nieruchomości biurowych w Polsce jest obserwowana na dwóch polach: na rynku najmu, który rozwija się dzięki otwieraniu w naszym kraju biur przez nowe firmy o zasięgu globalnym oraz na rynku inwestycyjnym, który co roku bije kolejne rekordy pod względem wolumenu transakcji. Biurowce w Polsce nabywane są coraz chętniej przez fundusze nieruchomościowe z Azji oraz tradycyjnie przez podmioty z Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych. W okresie 2016-2019 odnotowano bardzo dynamiczny wzrost nowoczesnej powierzchni biurowej w Polsce, zwłaszcza w największych miastach regionalnych, takich jak Kraków, Wrocław czy Trójmiasto:



Źródło: Raporty przygotowane przez Cushman&Wakefield oraz Colliers International

Podobnie wygląda sytuacja na rynku nieruchomości magazynowych. Rozwojowi rynku magazynowego w Polsce sprzyja wysokie tempo wzrostu PKB w ostatnich latach oraz rozwój sektora e-commerce i rozbudowa sieci transportowej kraju. Ze względu na korzystne położenie w centralnej części kontynentu, konkurencyjny rynek pracy oraz chłonny rynek wewnętrzny Polska odgrywa istotną rolę w obsłudze dostaw na rynki europejskie, czego dowodem jest obecność takich firm jak Amazon czy Zalando. Istotnym czynnikiem wspierającym sektor jest ekspansja dużych sieci handlowych z branży FMCG. Budowa wielkich centrów logistycznych ma miejsce głównie na obrzeżach dużych miast, ale powstawanie w nich nowych miejsc pracy przyczynia się do rozwoju nowych, nieco tańszych, lokalizacji mieszkaniowych w dzielnicach bardziej oddalonych od centrum (warszawska Białołęka, Grodzisk Mazowiecki, Wieliczka, miasta Metropolii Górnośląskiej).



Źródło: Raporty przygotowane przez Cushman&Wakefield oraz Colliers International

Istotne znaczenie w postrzeganiu naszego rynku przez inwestorów zagranicznych, nie tylko na rynkach finansowych, było przesunięcie Polski w indeksie FTSE Russel do grona państw rozwiniętych. W 2018 r. na rynku łączna wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce wyniosła 7,2 mld euro (wzrost o 40% r/r), co stanowiło ponad połowę z łącznej sumy zainwestowanej w całym regionie CEE-6. W 2019 r. odnotowano na naszym rynku kolejny rekord - 7,7 mld euro (wzrost o 6% r/r) z 13,8 mld euro z całego regionu. Wraz ze wzrostem wolumenów istotnie obniżyła się oczekiwana przez inwestorów nieruchomościowych stopa zwrotu z nabywanych projektów – dla najlepszych z nich wyniosła ona ok. 4,5% w sektorze biurowym oraz ok. 5% w sektorze logistycznym.

Oczywiście trudno zakładać, aby w obecnym otoczeniu rynek nieruchomości biurowych nadal rozwijał się w tak szybkim tempie. Zahamowania doświadczy również rynek magazynów, aczkolwiek już teraz widać, że jednym z beneficjentów bieżącej sytuacji będzie branża e-commerce, która jest motorem napędowym tego rynku. Dane dotyczące wielkości wynajmowanej powierzchni w ostatnich latach oraz rosnąca wartość transakcji sprzedaży nieruchomości komercyjnych pokazują jak bardzo poprawiła się atrakcyjność Polski w oczach inwestorów zagranicznych. Mimo, że dane za 2020 r. będą z pewnością dużo słabsze, odbudowa rynku po kryzysie będzie prowadzona w oparciu o dużo bardziej solidne fundamenty niż po 2008 r.

## Metamorfozy miast

W ciągu ostatnich 10 lat największe polskie miasta doświadczyły bardzo dynamicznego rozwoju urbanistycznego, przede wszystkim dzięki rozbudowie wewnętrznej komunikacji oraz migracjom mieszkańców okolicznych mniejszych miejscowości.

Zjawisko to było mocno powiązane z wysokim tempem tworzenia nowych miejsc pracy. Dzięki temu mieszkania dostarczane na rynek przez deweloperów w tych miastach stały się dużo bardziej atrakcyjnym produktem dla klientów.

Do najważniejszych czynników przyczyniających się do poprawy wizerunku największych polskich miast można zaliczyć:

- **Istotne zmiany zagospodarowania przestrzennego najbardziej popularnych dzielnic, poprawa komunikacji, „rozlewanie się” miast na nowe tereny, powstawanie nowych dzielnic**

Przykłady: Wola, Bemowo, Targówek, Praga Północ, Wilanów (Warszawa), Czyżyny, Zabłocie (Kraków), Letnica, Przymorze, Pruszcz Gdański (Gdańsk), Jagodno, Nadodrze (Wrocław), Nowe Centrum Łodzi (Łódź)

Mieszkania powstają na miejscu dawnych zakładów przemysłowych, które już nie funkcjonują lub mogą funkcjonować na obrzeżach dużych miast (warszawska Wola, krakowskie Zabłocie), ale również na miejscu np. piekarni, które kiedyś znajdowały się w atrakcyjnych lokalizacjach. Warszawa zyskała na atrakcyjności dzięki budowie II linii metra, które zmieniło postrzeganie niektórych dzielnic (np. Targówka, Pragi Północ czy Bemowa). Na Targówku widoczny jest wzrost cen mieszkań podobny jaki kiedyś na Ursynowie. W Gdańsku rozwijają się Morena oraz dzielnice południowe dzięki otwarciu Pomorskiej Kolei Metropolitalnej. W Łodzi zabudowywane są okolice Dworca Fabryczna, które stały się atrakcyjne po otwarciu dworca – poprawa zarówno wyglądu jak i komunikacji miejsca. Warto tu wspomnieć, że jakość życia w danym mieście jest jednym z głównych czynników mających wpływ na decyzję dużych korporacji o wyborze miejsca na nowe biuro na terenie Europy Środkowo-Wschodniej.

- **Rozwój turystyki, wzrost zainteresowania franczyzodawców będących dużymi sieciami (IHG, Starwood), wpływ takich portali jak Booking czy Airbnb - nowe destynacje turystyczne**

Przykłady: Wyspa Spichrzów (Gdańsk), Kępa Mieszczańska (Wrocław), Sopot

Przyrost liczby turystów najbardziej istotnie widać w Trójmieście, a Wyspa Spichrzów jest tu najlepszym przykładem mikro lokalizacji, która ostatnio przeszła i wciąż przechodzi bardzo pozytywną metamorfozę. W okresie poprzedniej hossy inwestorom wystarczyło czasu tylko na zakup gruntów oraz na realizację pojedynczych projektów. Obecnie wiele projektów już powstało lub jest w realizacji. Zdecydowana większość projektów mieszkaniowych w promieniu 1-2 km od Starego Miasta sprzedawana jest inwestorom „pod wynajem”. Pod względem cen noclegów Trójmiasto od dawna było bardzo atrakcyjne dla turystów ze Skandynawii oraz Wielkiej Brytanii, ale w ostatnich latach dodatkowo mocno poprawiła się infrastruktura oraz atrakcyjność Trójmiasta jako miejsca do wypoczynku.

- **Przyrost powierzchni biurowej, kreujący miejsca pracy i w naturalny sposób popyty na nowe mieszkania**

Zjawisko to idealnie widać to na przykładzie nowopowstających centrów biurowych na warszawskiej Woli (okolice Ronda Daszyńskiego) oraz na gdańskim Przymorzu (Olivia Business Center, Alchemia). W ich okolicy mieszkania sprzedawane są na własność, ale również osobom, które planują przeznaczyć lokal na wynajem pracownikom pobliskich biurowców. Wynajem ten stawał się coraz bardziej popularny wraz z migracją młodych ludzi do dużych miast w celach zarobkowych. Mocno zagęszczane jest również centrum Wrocławia (okolice Dworca Głównego i Starego Miasta), a także okolice ul. Legnickiej, gdzie powstają nowe centra biznesowe.

- **Tworzenie nowych lokalizacji wielofunkcyjnych**

Dzięki przemyślanej strategii kilku deweloperów, mających kompetencje nie tylko w zakresie budownictwa mieszkaniowego, w największych miastach powstają projekty, łączące w jednym miejscu funkcje: mieszkaniową, biurową, handlową i gastronomiczną. To istotna zmiana na rynku mieszkaniowym w porównaniu do okresu sprzed 12 lat, która zdecydowanie podwyższa jakość mieszkania jako produktu inwestycyjnego. Do najbardziej znanych przykładów projektów wielofunkcyjnych należą budowane przez Echo Investment Browary Warszawskie oraz Łódzka Fuzja. Ciekawym przykładem jest tu również Garnizon w Gdańsku Wrzeszczu, którego deweloperem jest trójmiejska Hossa. W Warszawie powstają również: kompleks Elektrownia Powiśle, realizowany przez White Star Real Estate oraz Praskie Centrum Koneser od BBI Development oraz Libreht&Wood.

Okres dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym w ostatnich latach pozwolił na zagospodarowanie wielu prestiżowych lokalizacji w centrach dużych polskich miast, m.in. na gruntach, które za rekordowe kwoty zmieniły właściciele w czasie hossy w latach 2006-2008. W ostatnich latach zostały one zabudowane przez kolejnych właścicieli projektami atrakcyjnymi zarówno z architektonicznego, jak i komercyjnego punktu widzenia. W ramach wielofunkcyjnych kompleksów takich jak np. Browary Warszawskie dewelopera Echo Investment (działka należąca wcześniej do jednego z hiszpańskich deweloperów) powstał produkt mieszkaniowy, wyróżniający się spośród dostępnych ofert oraz atrakcyjny dla inwestorów.

### *Porównanie sytuacji na rynku mieszkaniowym 2007/2008 vs 2019/2020*

W poniższej tabeli opisane zostały najważniejsze cechy popytu i podaży, odróżniające obecną sytuację na rynku mieszkaniowym od sytuacji przed wybuchem ostatniego kryzysu w 2008 r.:

#### **Strona popytowa**

|                                | 2019/2020  | 2007/2008   |
|--------------------------------|--|---|
| <b>Źródła finansowania</b>     | Zgromadzony przez lata wkład własny, relatywnie tani kredyt w PLN, często zakupy gotówkowe (niektórzy deweloperzy podają tu nawet 40-proc. udział)   | Głównie kredyty w CHF, których oprocentowanie wynosiło ok. 3%, często bez wymaganego wkładu własnego, łagodne podejście banków do liczenia zdolności kredytowej   |
| <b>Powód zakupu mieszkania</b> | Zaspokojenie podstawowych potrzeb mieszkaniowych, zamiana mieszkania na większe, zakupy inwestycyjne głównie na wynajem, niewielki udział transakcji o charakterze spekulacyjnym   | Zaspokojenie podstawowych potrzeb mieszkaniowych, które było mocno ograniczane przed 2006 r., ale również duży udział zakupów spekulacyjnych (zakup od dewelopera na etapie budowy, plan sprzedaży po 2 latach przynajmniej 30% drożej)   |
| <b>Rynek pracy</b>             | Bardzo silny spadek bezrobocia, rosnące zatrudnienie w sektorze BPO/SSC skupiające się na absolwentach szkół wyższych, będących w naturalny sposób klientami na rynku mieszkaniowym, dynamiczny rozwój sektora nieruchomości logistycznych | Niewielka skala zatrudnienia w sektorze usług wspólnych (IT, finanse), podstawowe branże to bankowość, FMCG, usługi doradcze, brak presji płacowej wobec wciąż wysokiego bezrobocia   |
| <b>Struktura nabywców</b>      | Zdecydowana większość to osoby szukające mieszkania dla siebie lub kupujące na wynajem, rosnący wolumen wśród obcokrajowców zza wschodniej granicy, ale kupujących mieszkania na własne potrzeby   | Zakup na własne potrzeby - wobec nagłego pojawienia się taniego i dość łatwo dostępnego finansowania nastąpił wzrost zainteresowania zakupem wśród osób, które do tej pory wynajmowały mieszkanie. Dodatkowo duży udział transakcji pakietowych powodowanych przez inwestorów z takich krajów jak Hiszpania, Irlandia, Izrael |
| <b>Przyczyny spadku popytu</b> | Czynnik zewnętrzny, niezwiązany z rynkami finansowymi, wpływający na nagłe pogorszenie danych makroekonomicznych, dokładne skutki trudne do oszacowania w tym momencie   | Nagłe odcięcie od finansowania zakupów tanim kredytem w związku z wyschnięciem płynności w sektorze bankowym, problemy finansowe inwestorów z zagranicy, ujawniły się bardzo słabe fundamenty rosnącego wcześniej popytu  |
| <b>Rynek najmu</b>             | Znacznie bardziej rozwinięty wobec wzrostu popularności wynajmowania mieszkania przez młodych ludzi (model zachodni) oraz popytu zgłaszanego przez pracowników powierzchni biurowych   | Zakup na wynajem opłacalny przy założeniu finansowania tanim kredytem w CHF oraz w początkowej fazie hossy, silna presja na czynsze wobec niewielkiej skali migracji do dużych miast oraz umiarkowanej siły nabywczej   |

## Strona podaźowa

|                                  | 2019/2020   | 2007/2008   |
|----------------------------------|---|---|
| <b>Finansowanie banku ziemi</b>  | Środki własne lub pozyskane z emisji obligacji, niewielki udział finansowania bankowego, brak finansowania zakupu gruntów kredytem bankowym   | Środki własne (często pozyskane w ramach IPO), kredyty bankowe  |
| <b>Nabywany bank ziemi</b>       | Rosnące ceny gruntów, ale skala zakupów dostosowana do skali sprzedaży, płatność często po uzyskaniu przez sprzedającego odpowiednich zgód administracyjnych oraz rozłożona na raty przed rozpoczęciem kolejnych etapów projektu  | Dążenie do jak najszybszego powiększania banku ziemi, aby zwiększać prognozę wyników, a tym samym wycenę na IPO. Polskie spółki konkurowały o grunty z deweloperami z Irlandii, Hiszpanii i Izraela, na wielu nabytych wówczas gruntach do dziś nic nie powstało, sporo zostało przejętych przez banki finansujące.       |
| <b>Doświadczenie deweloperów</b> | Większość deweloperów ma za sobą doświadczenia z okresu załamania wolumenów i cen sprzedaży, dzięki czemu jest w stanie lepiej zarządzać wielkością oferty i wydatkami na zakup gruntów   | Spółki deweloperskie dopiero powstawały, widząc swoją szansę w trwającej hossie (również na giełdzie), szybko zaczęły powiększać banki ziemi, brakowało doświadczenia (np. Gant był wcześniej siecią kantorów, LC Corp powstał w 2006, a w 2007 r. wszedł na giełdę)  |
| <b>Struktura mieszkań</b>        | Dążenie deweloperów do optymalizacji rozkładów – np. dla 2-pokojowego mieszkania standard to 40-45 mkw., spadek średniej powierzchni mieszkania w ofercie w porównaniu z 2008 r.  | Mieszkanie 2-pokojowe raczej w metrażu 50-60 mkw., duży udział lokali powyżej 100 mkw., w których deweloper lokował 3-4 pokoje  |
| <b>Harmonogramy płatności</b>    | W zdecydowanej większości klienci wpłacają środki na zakup zgodnie z harmonogramem budowy, co stabilizuje cash flow operacyjny, systemy 10/90 lub 20/80 należą do rzadkości   | Harmonogramy 10/90 oraz 20/80 sprzyjały zakupom spekulacyjnym i przy spadku cen powodowały masowe rezygnacje klientów i pozostawiały dewelopera z koniecznością finansowania budowy kredytem,   |
| <b>Rynek wtórny</b>              | Podaża za rynkiem pierwotnym, ale widoczna jest duża dysproporcja w cenach ofertowych, duża część właścicieli nie sprzedaje mieszkania kupując nowe, oferując je do wynajmu   | Duża podaż mieszkań kupowanych po cenach z roku 2006 i 2007, powrót do oferty deweloperów mieszkań z rezygnacji klientów pakietowych  |
| <b>Płynność deweloperów</b>      | Wysokie saldo środków pieniężnych na bilansach deweloperów, wysoki poziom kontraktacji dzięki bardzo dobrej sprzedaży w ostatnich kwartałach. Liczba transakcji na rynku pierwotnym ponad dwukrotnie wyższa niż w 2008 r. Przy braku rezygnacji klientów na masową skalę oczekiwane są duże wpływy z realizowanych projektów. | Wobec relatywnie krótkiej hossy i rekordowych zakupów gruntów w krótkim czasie sytuacja płynnościowa była dość napięta, a wiele kredytów udzielonych na powiększanie banku ziemi miało charakter krótkoterminowy. Rezygnacje klientów często niezależne od nich samych, ale od nagłego odcięcia od kredytów hipotecznych. |

## Porównanie sytuacji mieszkaniowej na rynkach europejskich

### Dostępność mieszkaniowa

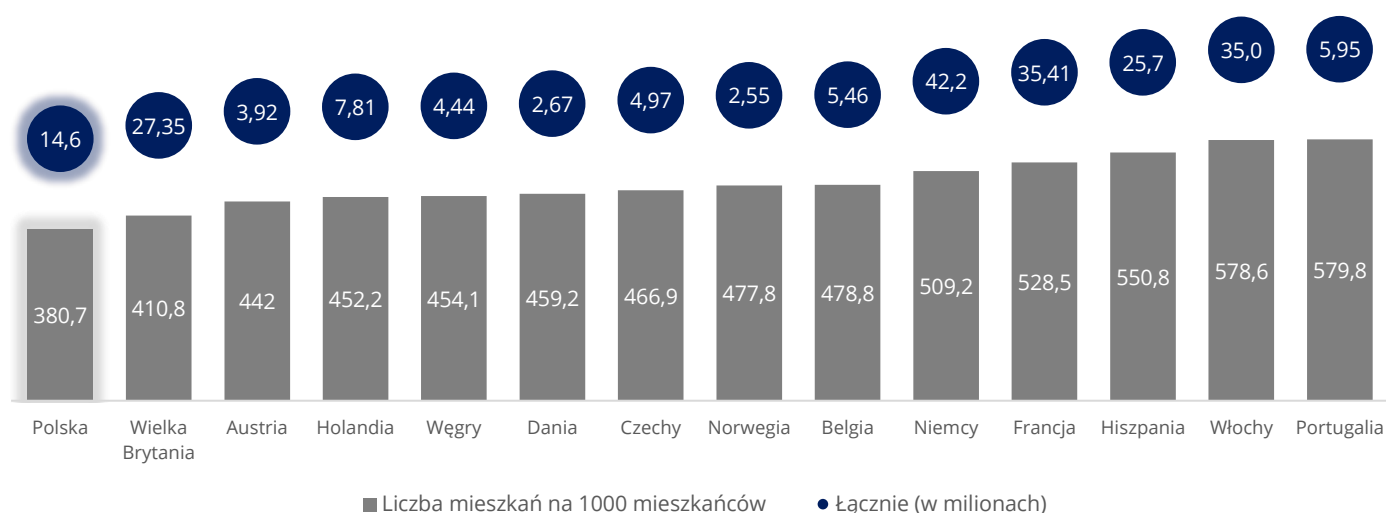
Zasoby mieszkaniowe Polski wypadają stosunkowo blado na tle europejskim. Zgodnie z raportem Deloitte<sup>1</sup> i danymi GUS w Polsce na koniec 2018 r. było 14,6 mln mieszkań, co dawało średnio ok. 381 mieszkań na tysiąc mieszkańców. Był to najniższy wynik

<sup>1</sup> Property Index. Overview of European Residential Markets - Deloitte



spośród 13 największych krajów Unii Europejskiej oraz Norwegii. Dla porównania w sąsiadujących Czechach liczba mieszkań na 1000 osób wyniosła ok. 467, a w Niemczech ok. 509 mieszkań. Daleko nam także do liderujących Włoch i Portugalii (blisko 580 mieszkań na 1000 mieszkańców). Pod względem zasobów mieszkaniowych największe kraje w Europie to Niemcy (42,2 miliony mieszkań) oraz Francja i Włochy (ponad 35 milionów).

**Zasoby mieszkaniowe wg stanu na koniec 2018 r.**



Źródło: Deloitte

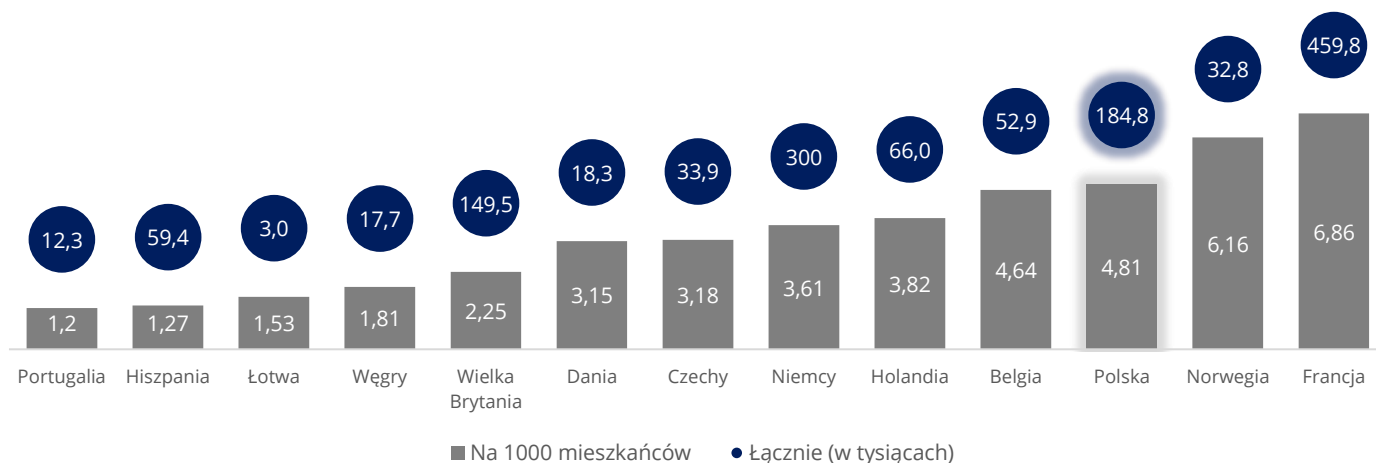
Średnia wskaźnika mieszkań dla wskazanych wyżej krajów europejskich wynosi 491 na 1000 osób. Tym samym, aby osiągnąć podobny zasób mieszkaniowy co średnia europejska, Polska musiałaby dostarczyć na rynek kolejne 4 mln mieszkań. Taka różnica jest wynikiem zaszłości historycznej pod względem budownictwa w naszym kraju. Aby być na podobnym poziomie co przykładowo Węgry, należałoby wybudować dodatkowo ok. 2,9 mln nowych mieszkań.

## Nowe budownictwo

Polska od lat stara się gonić europejskie gospodarki pod względem różnych wskaźników rozwoju. Nie inaczej jest także w kwestii budownictwa mieszkaniowego. Pod względem liczby ukończonych mieszkań na 1000 mieszkańców w 2018 r. Polska była na podium wśród analizowanych krajów. Zasoby mieszkaniowe zwiększyły się o 4,81 mieszkania w przeliczeniu na 1000 osób. Większy wskaźnik zanotowała Norwegia (6,16) oraz Francja (6,86). W wartościach nominalnych Polska także była na podium dostarczając na rynek 185 tys. nowych mieszkań. Przewyższały nas tylko Niemcy (300 tys.) oraz Francja (459,8 tys. mieszkań).



**Liczba ukończonych mieszkań w 2018 r.**



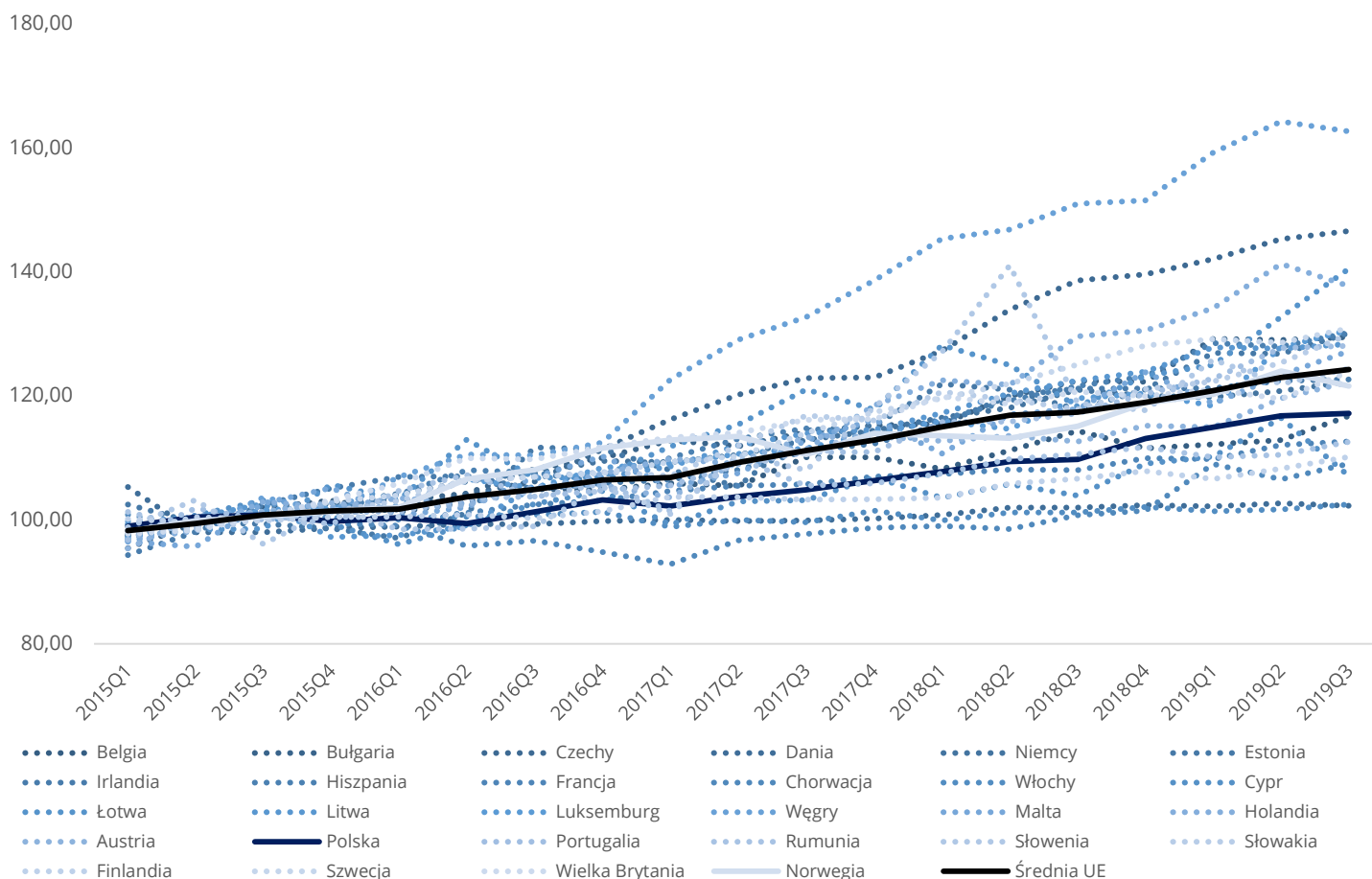
Źródło: Deloitte

Zgodnie z ostatnio opublikowanymi danymi GUS w 2019 r. w Polsce wybudowano ponad 207,2 tys. nowych lokali, co daje wzrost 12% w skali roku. Zakładając podobną liczbę oddanych mieszkań w kolejnych latach, potrzeba blisko 20 lat, aby zbliżyć się do średniej europejskiej pod względem liczby mieszkań na 1000 mieszkańców według stanu na koniec 2018 r. Co warto odnotować, liczba ukończonych mieszkań w 2019 r. w Polsce była rekordowa, utrzymanie takiego tempa będzie nie lada wyzwaniem.

### Porównanie cen mieszkań w Europie

W wyniku polityki ultra niskich stóp procentowych w strefie euro oraz pozostałych państwach Unii Europejskiej, nieruchomości mieszkaniowe stały się jednym z bardziej pożądanых klas aktywów. Od roku 2015 możemy zaobserwować stopniowy wzrost cen mieszkań na rynku pierwotnym. Potwierdza to House Price Index obliczany przez Eurostat. Od 2015 r. do 3Q 2019 r. średnia cena mieszkań w nowym budownictwie wzrosła średnio o 24,3%. Wśród pięciu najmocniej rosnących rynków należy wyróżnić Węgry (+62,7%), Czechy (+46,6%), Łotwę (+40,5%), Holandię (+37,7%) oraz Szwecję (+30,9%). Na drugim biegunie mamy natomiast Danię (+2,3%), Włochy (+2,5%) i Cypr (7,5%). Polska uplasowała się poniżej europejskiej średniej, wzrost cen mieszkań w tym okresie wyniósł 17,2%.

**House Price Index - rynek pierwotny (2015=100)**

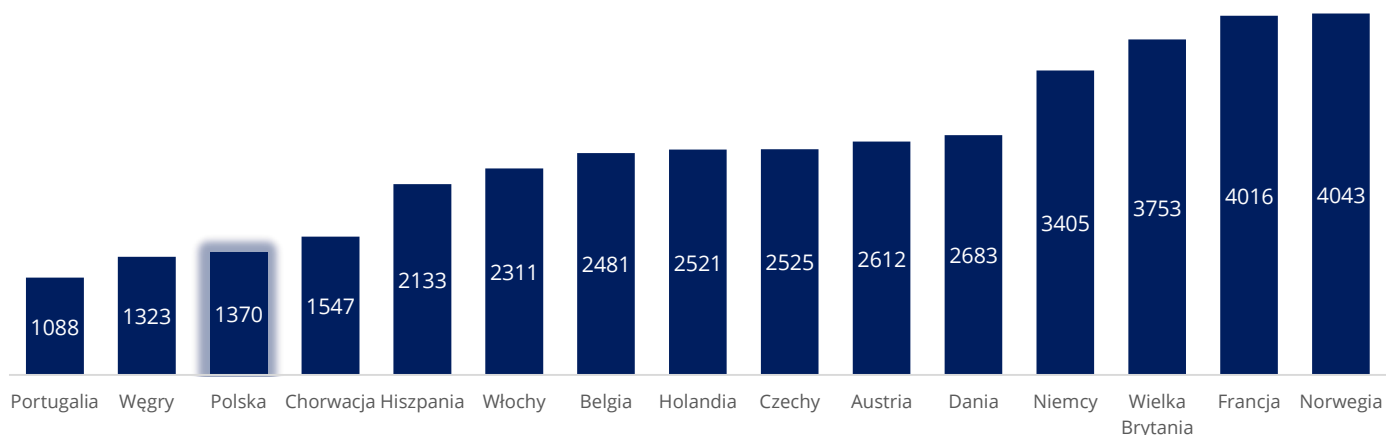


Źródło: Eurostat

Trend wzrostu cen nieruchomości na rynku pierwotnym przyspieszył mocniej w ostatnich kwartałach. Średni roczny wzrost w ostatnim okresie (3Q 2018 – 3Q 2019) wyniósł 5,9%. Największe roczne wzrosty zanotowano na Łotwie (+18,8%), Estonii (+10,5%) oraz Słowacji (+10,3%). Wzrost cen mieszkań w Polsce w tym okresie wyniósł 6,9% i był wyższy niż średnia dla całej UE (+5,9%).

W wartościach nominalnych Polska pozostaje wciąż relatywnie tanim rynkiem jeśli chodzi o średnią cenę mieszkania płaconą na rynku pierwotnym. W 2018 r. za metr kwadratowy powierzchni trzeba było zapłacić 1370 EUR, taniej było tylko w Portugalii (1088 EUR/m<sup>2</sup>) oraz na Węgrzech (1323 EUR/m<sup>2</sup>). Dużo wyższe ceny zareportowano u naszych południowych sąsiadów – w Czechach metr powierzchni kosztował 2525 EUR i był na zbliżonym poziomie co w Belgii, Holandii, Austrii i Danii. Różnica między Polską a Czechami wynika z dużego udziału Pragi w całym wyniku oraz wysokich wzrostów cen w 2018 r. (+17% r/r). Najwyższe ceny mieszkań były w Niemczech (3405 EUR/m<sup>2</sup>), Wielkiej Brytanii (3753 EUR/m<sup>2</sup>), oraz Francji i Norwegii gdzie przekroczyły barierę 4000 EUR za metr kwadratowy.

**Średnia cena transakcyjna na rynku pierwotnym w 2018 r. (EUR/m<sup>2</sup>)**



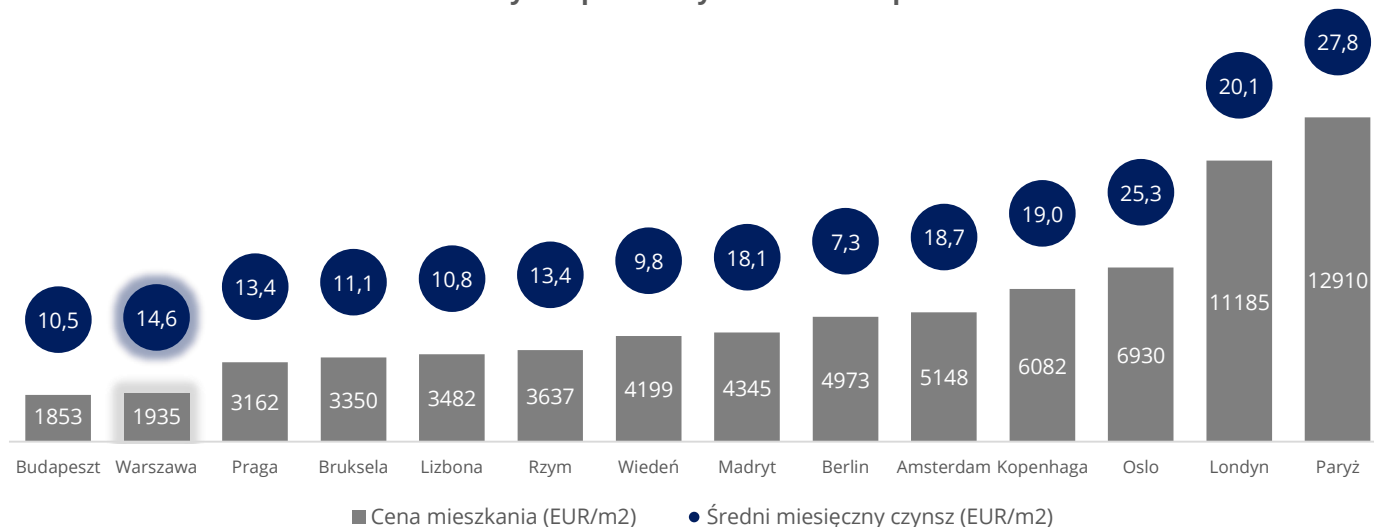
Źródło: Deloitte

### Porównanie cen mieszkań oraz czynszów w wybranych miastach europejskich

Podobnie prezentuje się również zestawienie średniej ceny w wybranych europejskich stolicach. Zdecydowanie dwa najtańsze rynki europejskie to Budapeszt (1853 EUR/m<sup>2</sup>) oraz Warszawa (1935 EUR/m<sup>2</sup>). W obu tych miastach ceny były wyższe o ponad 40% niż średnia krajowa. Nieco mniej, bo o 25% różniła się cena w Pradze niż średnia w Czechach. Najwięcej, bo trzykrotnie drożej kosztowała cena metra w Lizbonie (3482 EUR/m<sup>2</sup>), Londynie (11185 EUR/m<sup>2</sup>) oraz Paryżu (12910 EUR/m<sup>2</sup>) niż wynosi to średnia dla danego kraju.

Różnica w cenie mieszkania między Pragą a Warszawą wyniosła 1227 EUR na korzyść stolicy Czech (63% więcej). O ponad 157% wyższą cenę trzeba byłoby zapłacić za m<sup>2</sup> w Berlinie, a różnica między najdroższą w zestawieniu stolicą Francji była blisko siedmiokrotna.

**Średnia cena na rynku pierwotnym w stolicach państw w 2018 r.**



Źródło: Deloitte

Nieco inaczej wygląda zestawienie możliwego do uzyskania średniego czynszu za najem w europejskich stolicach. Tutaj stolica Polski jest na poziomie blisko średniej z największych stolic Europy. Możliwy do uzyskania czynsz z najmu eksperci z Deloitte oszacowali na 14,6 EUR/m<sup>2</sup>, co jest poziomem wyższym niż np. Praga, Bruksela, Rzym czy Wiedeń. Dwukrotnie mniej niż Warszawie kosztuje najem m<sup>2</sup> w Berlinie, przy cenie transakcyjnej wyższej o ponad 150% wyższej. Warto nadmienić, iż czynsz w Berlinie są w dużej części regulowane przez lokalny berliński parlament. Najwyższe czynsze w Europie płacą wynajmujący w Londynie (20,1 EUR/m<sup>2</sup>), Oslo (25,3 EUR/m<sup>2</sup>) oraz w Paryżu (27,8 EUR/m<sup>2</sup>).

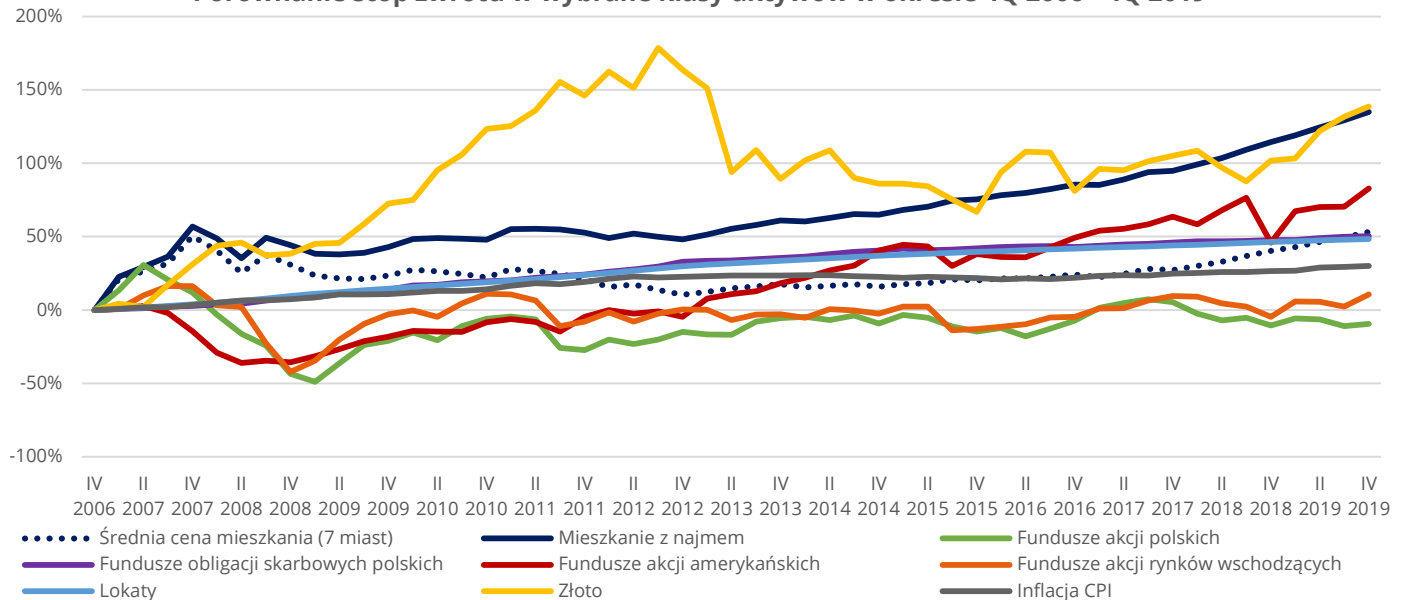
Pomimo powszechnych opinii o mocno drożących mieszkaniach w Polsce, nasz rynek mieszkaniowy pozostaje relatywnie tani względem innych europejskich rynków. Dodatkowo, inne kraje w regionie takie jak Czechy czy Węgry w ostatnich latach zanotowały dużo wyższe wzrosty cen mieszkań niż Polska. Było spowodowane m.in. przez: dobrą koniunkturą gospodarczą, rekordowo niski poziom krajowej stopy procentowej zwiększający zdolność kredytową i ograniczający zyskowność lokat, udostępnienie preferencyjnych kredytów mieszkaniowych („CSOK”, Węgry) oraz boomie na rynku najmu krótkoterminowego w Pradze (Czechy), który mocno napędził wzrosty cen. Podobne otoczenie makroekonomiczne utrzymywało się także w Polsce, ale ze względu na dużą lukę mieszkaniową w porównaniu do innych europejskich krajów nie spowodowało to nadmiernych wzrostów cen mieszkań.

### *Porównanie stóp zwrotu dla wybranych klas aktywów w okresie 4Q 2006 – 4Q 2019*

Na potrzeby raportu zebraliśmy dane dotyczące wybranych możliwości inwestycyjnych dostępnych na polskim w ujęciu kwartalnym za ostatnie 13 lat. Zakres czasowy danych jest ograniczony dostępnością danych dla rynku mieszkaniowego w Polsce. 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. Powyższe założenie rentowności najmu jest w długim okresie zgodne z danymi NBP, które są prezentowane w cokuwartalnej informacji nt. rynku nieruchomości w Polsce<sup>2</sup>. Dla porównania dodaliśmy także wysokość inflacji konsumenckiej w Polsce. Wybór aktywów został ograniczony do możliwości inwestycyjnych dla przeciętnego Kowalskiego, które były dostępne od 2007 r. Kolejne lata przyniosły nowe możliwości inwestycyjne, np.: ETF S&P i DAX dostępne na GPW od 2011 r., czy obligacje korporacyjne dostępne na rynku Catalyst od 2009 r., które pewnie byśmy uwzględnili w tym zestawieniu.

<sup>2</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)

**Porównanie stóp zwrotu w wybrane klasy aktywów w okresie 4Q 2006 - 4Q 2019**



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

Biorąc pod uwagę okres 4Q 2006 – 4Q 2019, gdzie dysponujemy danymi dla wszystkich klas aktywów, najwyższą stopę zwrotu zanotowało złoto. W ciągu 13 lat cena złota wzrosła o blisko 139%. Co więcej, na koniec trzeciego kwartału 2012 r. złoto było notowane jeszcze wyżej (+179% od 4Q 2006), ale koniec hossy metali szlachetnych spowodował znaczący spadek wyceny (obsunięcie na wykresie wyżej o 112 p.p.). Ponownie złoto zaczęło drożeć od początku drugiego kwartału 2019 r., jego cena w przeciągu ostatniego roku wzrosła o 22% r/r.

Drugim najmocniej rosnącym aktywem była cena mieszkania powiększonego o wynajem. W analizowanym okresie takie połączenie wygenerowało stopę zwrotu w wysokości 135%. Ich wycena mocno wzrosła w początkowym okresie, co było skutkiem hossy cen mieszkań w 2007 r. Maksymalne obsunięcie wyniosło 22 p.p. i było zanotowane w drugim kwartale 2008 r. Następnie, po ok. 4-letniej stabilizacji, rozpoczął się wzrost. Wynik w całym okresie jest składową wzrostu cen mieszkań o 53% oraz przychodów z najmu, które dodały kolejne 82 p.p. wyniku. W analizowanym ujęciu sam wzrost cen mieszkań pokonał inflację konsumencką o ponad 23 p.p., która urosła przez 13 lat o 30%.

Na podium znalazły się fundusze inwestujące w akcje amerykańskie. Ich średnia stopa zwrotu do końca 2019 r. wyniosła 83%. Dużo słabiej zachowały się natomiast fundusze akcji polskich i rynków wschodzących, których średnie stopy zwrotu w analizowanym okresie wyniosły odpowiednio -10% oraz +11%. Co warto odnotować, fundusze akcji zaliczyły spadek 35-50% w okresie 2Q 2008 – 1Q 2009, licząc od daty początkowej zestawienia. Gdyby punkt startowy ustawić w dołku notowań, średnie stopy zwrotów funduszy byłyby zdecydowanie wyższe, a fundusze akcji amerykańskich wygrałyby to zestawienie uzyskując +186% od kwartalnego dołka notowań (2Q 2008) do końca 2019 r. (fundusze akcji polskich +77%, a fundusze rynków wschodzących +91%). Z drugiej strony, w lutym/marcu 2020 wszystkie wymienione fundusze zanotowały solidną przecenę rzędu 20-30% w ciągu jednego kwartału, a w krytycznym momencie nawet więcej.

Najbardziej stabilnie ze wszystkich instrumentów wyglądały notowania funduszy polskich obligacji skarbowych, których wycena wzrosła o 50%. 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 +48% zysku okresie ostatnich 13 lat.

Poniżej porównaliśmy średnie stopy zwrotu dla danych kwartalnych z poszczególnych klas aktywów dla okresów trzy-, pięcio-, ośmio- oraz dziesięcioletnich w okresie 4Q 2006 – 4Q 2019. Poszczególne kolory wyróżniają osiągnięte 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    |
| <b>Mieszkanie z najmem</b>                    | 13,6%                         | 22,0% | 36,6% | 51,8%  |
| <b>Fundusze akcji polskich</b>                | 4,6%                          | 8,5%  | 13,3% | 15,6%  |
| <b>Fundusze obligacji skarbowych polskich</b> | 10,4%                         | 18,2% | 30,7% | 38,8%  |
| <b>Fundusze akcji amerykańskich</b>           | 24,9%                         | 48,0% | 86,3% | 108,0% |
| <b>Fundusze akcji rynków wschodzących</b>     | 4,9%                          | 4,3%  | 7,0%  | 15,3%  |
| <b>Lokaty</b>                                 | 9,7%                          | 16,9% | 28,3% | 36,0%  |
| <b>Złoto</b>                                  | 20,9%                         | 24,8% | 27,1% | 56,0%  |

Źródło: opracowanie M/S DM

Na podstawie powyższych wyliczeń widać, 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, ze zbliżonymi do siebie wynikami, 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-8Y, choć średnie 3Y-5Y 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.

Na kwartalnych stopach zwrotu 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 2,6, dla złota 3,7, dla funduszy akcji amerykańskich 4,7, dla funduszy rynków wschodzących 15, dla funduszy akcji polskich 40,6, a dla funduszy obligacji polskich 0,8. Tym samym inwestycja w wynajmowane mieszkanie okazała się być obciążona mniejszym ryzykiem względnym wśród złota i funduszy akcyjnych, natomiast najmniejsze ryzyko towarzyszyło w inwestycji w fundusze obligacji.

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 -0,05). Natomiast same fundusze akcji są mocniej ze sobą powiązane - np. akcji polskich mają współczynnik korelacji z amerykańskimi 0,45, a z funduszami rynków wschodzących 0,73, co oznacza dużą zależność. Podobnie wygląda zależność funduszy obligacji skarbowych i lokat (0,62).

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.

*Wyzwania rynku nieruchomości w 2020 r.*

### **Koszt kredytu hipotecznego i zaostrzenia kryteriów**

Trwająca epidemia wpływa również na rynek kredytów hipotecznych. Z jednej strony można już zaobserwować zacieśnianie przez banki polityki kredytowej poprzez ograniczenie dostępności kredytów dla osób zatrudnionych na umowach cywilno-prawnych oraz prowadzących jednoosobową działalność gospodarczą. Banki bardziej wnikliwie analizują też sytuację finansową pracodawców osób zatrudnionych na umowach o pracę i oceniają ewentualny wpływ COVID-19 na sytuację takiego pracodawcy. Z drugiej strony część banków zwiększyła wymagania dotyczące wkładu własnego (np. PKO BP zwiększyło wymóg z 10% do 20%). Dodatkowo już widoczne jest podniesienie przez banki marż kredytowych, co związane jest ze spadającymi stopami procentowymi. Banki będą chciały zrekompensować sobie spadek rentowności swojego biznesu poprzez podwyższenie marż kredytobiorcom. Wszystkie te czynniki wpłyną zapewne na ograniczenie akcji kredytowej i spadek dostępności kredytów, co będzie powstrzymywać część potencjalnych kupujących od zawierania transakcji. Należy jednak pamiętać, że koszt kredytu hipotecznego jest wciąż bardzo niski, nawet po spodziewanym podwyższeniu marż nie powinien przekraczać 4% w skali roku. Wymóg 20- czy nawet 30-procentowego wkładu własnego nie oznacza rezygnacji z zakupu mieszkania dla osób, które planowały go od dłuższego czasu i wobec sprzyjającej w ostatnich latach sytuacji gospodarczej były w stanie odłożyć niezbędne środki. Dodatkowo 10% wkładu własnego, przy średniej cenie mieszkania 300 tys. zł to kwota odpowiadająca w przybliżeniu 10-krotności średniego wynagrodzenia netto z ostatnich 3 lat.

### **Sprzedaż po lutym 2020 r.**

Wpływ zaostrzeń i ograniczeń wymuszonych pandemią jest na pierwotnym rynku mieszkań zauważalny. Najmocniej zostały zaburzone możliwości kontaktu bezpośredniego klientów z przedstawicielami deweloperów w biurach sprzedaży. Rynek jednak nie znosi próżni, bo więksi deweloperzy dostosowali swoje narzędzia sprzedażowe do czasów kwarantanny. Ograniczenia dotyczące możliwości wychodzenia z domu przez potencjalnych kupujących zmusiły deweloperów do położenia większego niż dotychczas nacisku na zdalną komunikację z klientami. Spółki umożliwiły klientom porozmawianie ze sprzedawcami nie tylko poprzez telefon, mail, czy też chat, ale również wprowadziły videochaty oraz internetowe dni otwarte transmitowane w mediach społecznościowych przez internet. Deweloperzy zaczęli częściej stosować też nowoczesne sposoby prezentacji oferty w internecie, jak np. wirtualne spacerki. Co ważne, umożliwiły też klientom zdalne podpisywanie umów rezerwacyjnych z wykorzystaniem podpisu elektronicznego. Oczywiście nie są to rozwiązania, które pomogą w istotnej części zrekompensować spadek sprzedaży, ale na pewno umożliwią podtrzymanie zainteresowania klientów ofertą.

Finalizacja umowy odbywa się dalej w obecności fizycznej w kancelarii notarialnej, które mają obowiązek pracować w dni powszednie co najmniej 6 godzin, przy zachowaniu szczególnych środków ostrożności (wytyczne Krajowej Rady Notarialnej). Z danych opublikowanych przez giełdowych deweloperów wynika, że pod względem sprzedaży mieszkań sam 1Q 2020 wyglądał dobrze. W porównaniu z pierwszym kwartałem 2019 r. sprzedaż sumarycznie wzrosła o 4% r/r. Natomiast zestawiając to do kwartału wcześniej (4Q 2019) sprzedaż spadła o 12% q/q. Należy przy tym pamiętać, że sprzedaż mieszkań jest uwarunkowana sezonowo i zazwyczaj czwarty kwartał jest najlepszy w branży.

| SPÓŁKA                | 1Q 2019 | 4Q 2019 | 1Q 2020    | różnica r/r | różnica q/q |
|-----------------------|---------|---------|------------|-------------|-------------|
| Archicom              | 406     | 295     | <b>293</b> | -28%        | -1%         |
| Atal                  | 717     | 894     | <b>762</b> | 6%          | -15%        |
| Budimex Nieruchomości | 265     | 369     | <b>541</b> | 104%        | 47%         |
| Dom Development       | 926     | 962     | <b>815</b> | -12%        | -15%        |
| Echo Investment       | 351     | 418     | <b>399</b> | 14%         | -5%         |
| Inpro                 | 186     | 185     | <b>190</b> | 2%          | 3%          |



|                     |             |             |             |           |             |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-------------|
| J.W. Construction   | 280         | 289         | <b>210</b>  | -25%      | -27%        |
| Develia             | 331         | 582         | <b>311</b>  | -6%       | -47%        |
| Lokum Deweloper     | 89          | 33          | <b>47</b>   | -47%      | 42%         |
| Marvipol            | 302         | 217         | <b>112</b>  | -63%      | -48%        |
| Murapol             | 939         | 1034        | <b>846</b>  | -10%      | -18%        |
| Robyg               | 472         | 717         | <b>588</b>  | 25%       | -18%        |
| Ronson              | 174         | 256         | <b>278</b>  | 60%       | 9%          |
| Vantage Development | 152         | 336         | <b>205</b>  | 35%       | -39%        |
| Victoria Dom        | 365         | 441         | <b>593</b>  | 62%       | 34%         |
| Wikana              | 73          | 55          | <b>51</b>   | -30%      | -7%         |
| <b>SUMA</b>         | <b>6028</b> | <b>7083</b> | <b>6241</b> | <b>4%</b> | <b>-12%</b> |

Źródło: raporty bieżące spółek, opracowanie M/S DM

Trzy spółki pokusiły się także o podanie wyników miesiąc po miesiącu w 1Q 2020. Tym samym Atal sprzedał w styczniu 269 mieszkań, w lutym 253, a w marcu 240. Echo Investment po 84 mieszkania w styczniu i marcu oraz 230 w lutym. Victoria Dom sprzedała w marcu 189 lokali, czyli blisko 1/3 sprzedaży kwartalnej. W dotychczasowych wynikach nie widać jednoznacznie tendencji spadkowej. Część spółek komunikuje już, że spadek zainteresowania był widoczny od połowy marca i jest to niewątpliwie wywołane przez sytuację związaną z pandemią. Obecna sytuacja jest dynamiczna, nieporównywalna z poprzednim kryzysem (stricte finansowym), co mocno zaburzyło prognozowanie przyszłości. W związku z tym, część klientów decyzję o zakupie mieszkania odłożyła w czasie, bacznie obserwując obecne wydarzenia. Trudno spodziewać się zmiany popytu konsumpcyjnego wśród osób, które kupują mieszkanie na własne potrzeby. Dla tych osób mieszkanie stanowi dobro podstawowe, więc i tak będą się rozglądać za jego zakupem, o ile ich osobista sytuacja się nie pogorszy. To właśnie niepewność stanowi teraz najpoważniejszą przeszkodę na drodze powrotu popytu do wolumenów choćby zbliżonych do tych z przełomu lat 2019/2020. Wśród potencjalnych nabywców mieszkań znajdzie się zapewne wiele osób, których sytuacja zawodowa uległa lub w najbliższym czasie może ulec pogorszeniu, ponieważ wpływ tego kryzysu na gospodarkę wydaje się bezprecedensowy.

Popyt inwestycyjny może dłużej czasowo podejmować swoje decyzje, ze względu na burzliwe w ostatnim czasie zmiany cen innych aktywów na rynkach światowych. Tym samym, jego obecność na rynku będzie bardziej uwarunkowana nadarzającymi się okazjami inwestycyjnymi. Dużo trudniej ma się na pewno sytuacja na rynku wtórnym mieszkań, gdzie bez obejścia na żywo lokalu trudno mówić o zawarciu transakcji.

Publiczni deweloperzy wskazują już także na pewne ograniczenia w przekazywaniach mieszkań od drugiej połowy marca z powodu ograniczeń związanych z wprowadzeniem na terenie kraju stanu epidemicznego. Jednak i na te problemy spółki będą się starały znaleźć odpowiedź optymalizując proces odbiorów, np. Echo Investment uruchomiło pilotażowy program mobilnego odbioru mieszkań przy pomocy tabletów.

Bez wątpienia II kwartał 2020 r. będzie bardzo słaby pod względem liczby sprzedanych mieszkań, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. W ostatnich latach liczba mieszkań zakontraktowanych kwartalnie na 6 największych rynkach w Polsce sięgała 16-18 tysięcy wobec ok. 8 tysięcy w szczycie poprzedniej hossy mieszkaniowej w 2007 r. W obecnej chwili jest zbyt wcześnie, aby prognozować wyniki sprzedażowe za II kwartał 2020 r.

Brak nowych projektów może być spowodowany również czynnikami niezależnymi od spółek, takimi jak: zmniejszenie skali działalności przez generalnych wykonawców, ubytki pracowników fizycznych (zwłaszcza z zagranicy) na budowach, mniejsza dostępność materiałów budowlanych (zwłaszcza importowanych z takich rynków jak kraje Europy Zachodniej) oraz spowolnienie procedur administracyjnych, np. przy wydawaniu pozwoleń na budowę. Na chwilę obecną nie są zgłaszane istotne opóźnienia w realizacji bieżących projektów, również dlatego, że pewien zapas czasowy został wypracowany dzięki łagodnej zimie. Generalni wykonawcy obawiają się jednak istotnego zmniejszenia dostępności materiałów, w związku z czym pewne opóźnienia w realizacji

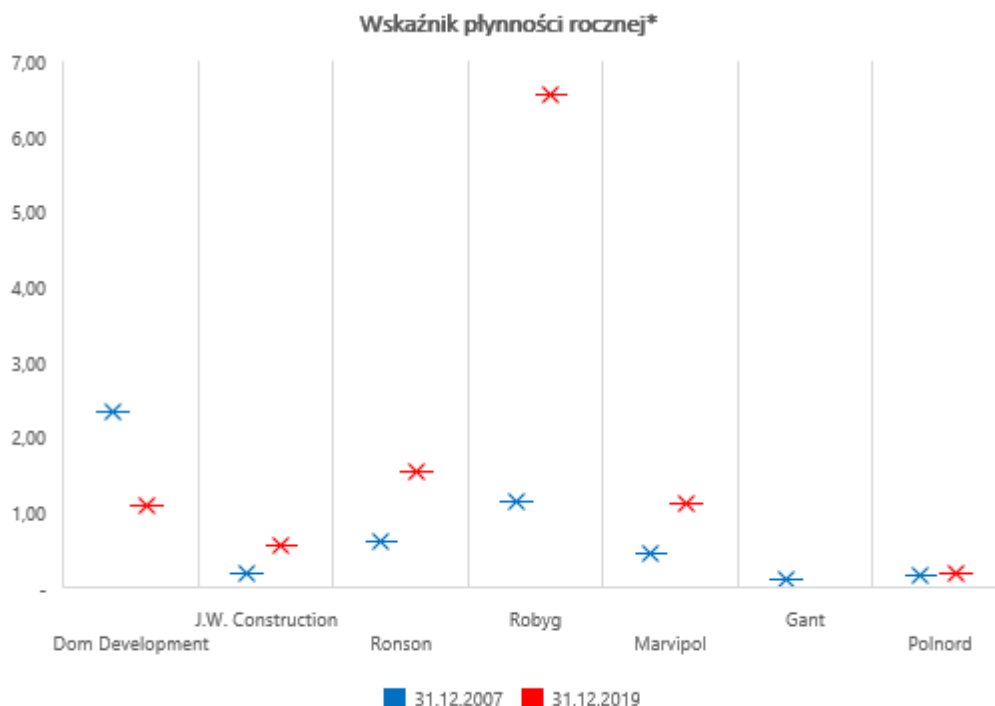


budów mogą nastąpić. Wszystkie te czynniki pozwalają przypuszczać, że rozpoczęcie budowy nowych projektów będzie przez deweloperów wstrzymywane.

### **Możliwy wpływ strony podażowej (deweloperzy) na zmiany cen mieszkań**

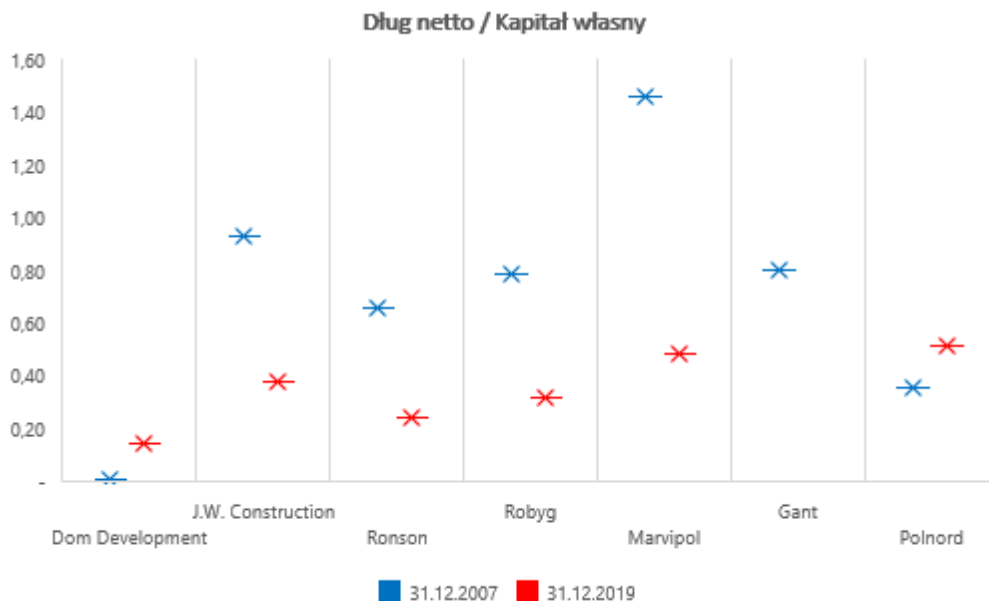
Istotny wpływ na przyszłe ceny i wolumeny sprzedaży mieszkań może mieć m.in. aktualna sytuacja bilansowa deweloperów, która będzie determinować ich skłonność do szybkiego obniżania cen niesprzedanych mieszkań. Jako przybliżenie krótkoterminowej odporności gotówkowej deweloperów na istotne ograniczenie wolumenów sprzedaży przyjęto wskaźnik „płynności rocznej”, który zdefiniowano jako saldo środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (w tym środków na mieszkaniowych rachunkach powierniczych), podzielone przez sumę krótkoterminowych zobowiązań finansowych oraz rocznych kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. W naszej ocenie taki wskaźnik, oczywiście w pewnym uproszczeniu, dobrze oddaje bufor bezpieczeństwa płynnościowego spółek w przypadku dużego spadku sprzedaży lokali przez okres kilku miesięcy. Poniżej przedstawione zostały wartości tego wskaźnika dla 7 spółek (Dom Development, Gant Development, J.W Construction, Marvipol Development, Polnord, Robyg oraz Ronson Development), które prowadziły działalność deweloperską na dzień 31.12.2007 r. i prowadzą ją do teraz (z wyjątkiem Gant Development, który ogłosił upadłość w 2013 r.). Na koniec 2007 r. zaprezentowany wskaźnik dla większości podmiotów mieścił się w przedziale 0,1-0,65, z pozytywnie wyróżniającymi się spółkami Robyg i Dom Development. Warto zwrócić uwagę na Gant Development, który jako jedyny z wymienionych spółek nie przetrwał trudnej sytuacji rynkowej. Wskaźnik na 31.12.2007 dla Gant Development wynosił zaledwie 0,11.

Obecnie sytuacja wymienionych spółek wygląda dużo korzystniej. Dla wszystkich spółek wskaźnik wzrósł, z wyjątkiem Dom Development, który jednak dalej może pochwalić się wskaźnikiem na poziomie aktualnej średniej. Aktualna wartość wskaźnika dla większości spółek mieści się w przedziale 0,55-1,55, z wyjątkiem Robyga, który może pochwalić się istotnie wyższą wartością wskaźnika oraz negatywnie wyróżniającego się na tle wybranych podmiotów Polnordu. Ta ostatnia spółka na przełomie roku 2019/2020 pozyskała nowego, silnego inwestora (węgierska Cordia), który świadomy trudnej sytuacji spółki zdecydował się na jej przejęcie, dzięki czemu jej sytuacja finansowa prawdopodobnie ulegnie znaczącej poprawie. W naszej ocenie średnia wartość wskaźnika na dzień 31.12.2019 na poziomie ok. 1,0 (po wyłączeniu dwóch skrajnych wartości) pokazuje, że deweloperzy są dobrze przygotowani do spowolnienia sprzedaży i nie będą szybko doświadczać presji ze strony podmiotów finansujących na obniżanie cen (co miało miejsce po kryzysie w 2008 r.). Ich sytuację płynnościową będzie również poprawiał brak zakupu nowych gruntów oraz negocjowanie ze sprzedającymi terminów płatności za grunty z tytułu umów już podpisanych. Takie podejście jest wprost komunikowane ostatnio przez przedstawicieli branży. Należy pamiętać, że największe spółki deweloperskie mają obszerny bank ziemi z potencjałem zabudowy odpowiadającym kilkuletniemu wolumenowi sprzedaży.



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek; \*Wskaźnik płynności rocznej = Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym środki na mieszkaniowych rachunkach powierniczych) / (Krótkoterminowe zadłużenie finansowe + Roczne koszty ogólnego zarządu i sprzedaży)

Skłonność deweloperów do obniżania cen będzie również determinowana przez ich poziom łącznego zadłużenia finansowego, który w naszej ocenie jest aktualnie na poziomie bardziej bezpiecznym niż w 2007 r., co przedstawia poniższy wykres. Średnia wskaźnika Dług Netto / Kapitał Własny dla wybranych spółek spadła z 0,71 w 2007 r. do 0,34 na koniec 2019 r. W tym miejscu ponownie warto zwrócić uwagę, że wszystkie z wymienionych spółek na koniec 2019 r. miały wskaźniki istotnie niższe niż Gant Development w 2007 r. (0,8).



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek; dług netto = zadłużenie finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym środki na mieszkaniowych rachunkach powierniczych)

Innym argumentem przemawiającym za niską presją deweloperów do istotnych obniżek cen jest wysoki poziom przedsprzedaży mieszkań planowanych do ukończenia w 2020 r. Dzięki bardzo dobrej sprzedaży w ostatnich kwartałach w przypadku większości dużych spółek deweloperskich na dzień 31.12.2019 r. wynosi on ok. 60%-80%. Nawet spółki charakteryzujące się niższą efektywnością sprzedaży raportują, że ponad połowa mieszkań do ukończenia w 2020 r. jest zakontraktowana. Wg naszych obliczeń, zakładając że w projekcie deweloperskim ok. 40% ceny sprzedaży to marża brutto oraz środki zainwestowane w grunt, 50% jest poziomem przedsprzedaży, który pozwala na dokończenie budowy z wpłat od nabywców oraz niewielkiego udziału wkładu własnego.

Obecne istotne spowolnienie sprzedaży na pewno wpłynie w większym stopniu na projekty planowane do ukończenia w dalszej przyszłości. Należy jednak podkreślić, że deweloperzy w dłuższym okresie będą mogli dostosowywać tempo wprowadzania nowych projektów do oferty do bieżącego tempa sprzedaży. Dzięki poprzedniemu kryzysowi spółki nauczyły się efektywnie zarządzać wielkością oferty, m.in. dzięki dzieleniu projektu na nieduże etapy. Efektem słabszej sprzedaży będzie zatem opóźnienie rozpoczęcia kolejnych etapów, a nie zatrzymanie całego projektu. Takie działania powinny ograniczać potencjał dużych spadków cen.

Oczywiście, w przypadku długotrwałego trwania „lockdown-u” i odciśnięcia przez niego trwałego piętna na gospodarce, ceny mieszkań w długim okresie również spadną. Wówczas deweloperzy będą zmuszeni zweryfikować swoje strategie sprzedażowe i szukać płynności. Jednak w scenariuszu relatywnie szybkiego powrotu gospodarki do dobrej kondycji, w naszej ocenie deweloperzy będą w stanie wytrzymać krótkoterminowy negatywny szok popytowy, godząc się na istotnie niższe wolumeny sprzedaży, tym samym nie godząc się na istotne obniżanie cen.

## *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.). MATERIAŁ JEST PUBLIKACJĄ HANDLOWĄ DLA CELÓW DYREKTYWY MiFID II I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLESKI S. A. (DALEJ „DOM MAKLESKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JEROZOLIMSKICH 100, 00-807 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL.

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

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.