

# Rynek Inwestycyjny

## Analizy Nieruchomości

15 grudnia 2022

### Gwałtowne pogorszenie nastrojów na rynku w 3q22

#### PODSUMOWANIE

- W 3q22 wolumen transakcyjny na krajowym rynku nieruchomości komercyjnych utrzymał się na niezmiennym poziomie licząc r/r, co po roku wzrostowych odczytów zapowiada silne ochłodzenie na rynku inwestycyjnym.
- Sytuacja ograniczenia obrotów na miejsce w naszym regionie, szerzej w Europie jak i globalnie.
- Katalizatorem zmian są silnie pogarszające się uwarunkowania makro, lecz główną przyczyną są gwałtownie rosnące koszty finansowania nowych transakcji inwestycyjnych.
- Referencyjne stopy kapitalizacji zarówno w Polsce jak i w Europie nie zmieniły się znacząco, jednak indeks Green Street wskazuje na silną przecenę nieruchomości komercyjnych zarówno w Europie jak i w USA.

\*\*\*

- Sytuacja na polskim rynku inwestycyjnym w 1-3q22 zdecydowanie poprawiła się r/r (wynosząc 4,17 mld EUR, wzrost o 22,6% r/r).
- Niemniej impet poprawy zdecydowanie wygasał i w 3q22 dynamika w obrotach ujęciu r/r była zerowa.
- W 3q23 obroty wyniosły 1,4 mln EUR. Odnotowano lekki wzrost r/r w sektorach biurowym oraz magazynowym, oraz nadal utrzymujące się pogorszenie sytuacji w sektorze handlowym.
- W Polsce pozostaje bardzo słaby sentyment w sektorze handlowym, a w 2 i 3q22 łącznie wolumen transakcyjny wyniósł znikome 130 mln EUR.
- Globalnie sytuacja na rynku handlowym poprawiła się nieznacznie w 1-3q22.
- Dane CBRE dla szerokiego rynku europejskiego zarówno za pierwsze trzy kwartały 2022, a zwłaszcza dla 3q22 potwierdzają szybkie wytracanie impetu poprawy płynności rynków inwestycyjnych.
- Licząc cały rynek europejski, w tym mieszkania na wynajem, odnotowano istotny spadek o 18% r/r.
- Mimo, że w Polsce (gdzie monitorujemy tylko sektory corowe) obroty licząc 4q skum na koniec 3q22 rosły szybciej niż na szerokim rynku europejskim, bo o 36% r/r, to jednak zachowanie w 3q22 było już bardziej negatywne (zerowy wzrost w kraju vs. wzrost o 5% na szerokim rynku), a sam rynek nie osiągnął jeszcze poziomu z 2019. Na szerokim rynku europejskim obroty 4q skum po 3q22 wynoszą przeszło 105% obrotów z 2019, w Polsce jest to poziom 88%.
- Zachowanie rynków w 3q22 było negatywne na poziomie globalnym, spa-

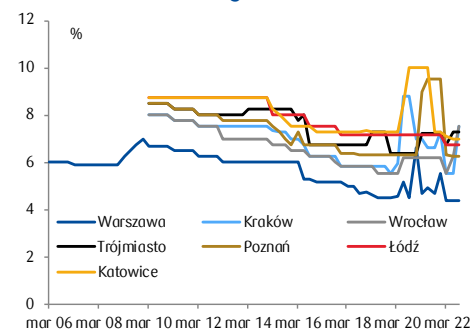
Departament Analiz Ekonomicznych  
www.pkobp.pl/centrum-analiz

 @PKO\_Research

Zespół Analiz Nieruchomości  
analizy.nieruchomosci@pkobp.pl

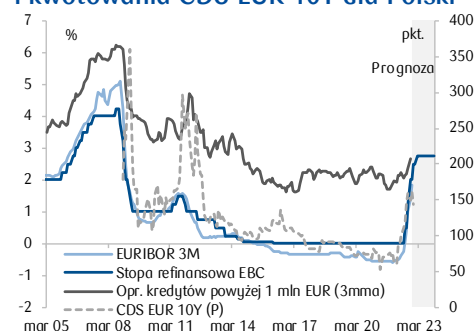
Marcin Morawiecki

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



Źródło: Colliers International Polska.

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



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

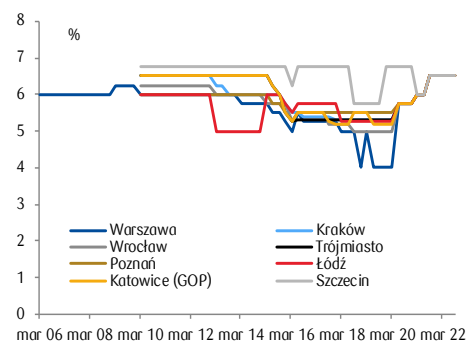
dając ogółem o 24% r/r. Największe spadki miały miejsce w Azji wynosząc przeszło 35%, około 25% w Europie według danych JLL oraz 20% na kontynentach amerykańskich. **Negatywnie wyróżnia się rynek azjatycki, który nie tylko najgłębiej skurczył się w 3q22, lecz również kurczył się już w 2q22, kiedy inne rynki jeszcze odnotowywały wzrosty.**

- Sytuacja szybko rosnących kosztów finansowania, zwłaszcza nowo tworzonego instrumentów finansowych zdecydowanie ogranicza płynność na polskim, jak i na globalnych rynkach inwestycyjnych.
- W Polsce, podobnie jak na rynkach zagranicznych, wpływ epidemii Covid-19 na stopy kapitalizacji był ograniczony. **Dopiero w wyniku wzrostów kosztów finansowania widać pierwsze oznaki dekompresji stop kapitalizacji.** Ze względu na wysoką inflację (również tę wyrażoną w EUR), która przyspieszyła oczekiwania co do wzrostu przyszłych wartości czynszowych, stopy kapitalizacji w Polsce jak i na szerokim rynku europejskim wzrosły jedynie umiarkowanie.
- Według Indeksu Green Street (który w znacznym stopniu stanowi indeks wyprzedzający) wartości nieruchomości komercyjnych na szerokim rynku europejskim na koniec 3q22 osiągnęły 116,6 pkt (100 = sierpień 2007). Stanowi to spadek o 14,5% względem poprzedniego szczytu na koniec 2022.

Według badania RICS z 3q22 globalny sentyment wobec nieruchomości komercyjnych (inwestycyjny oraz najmu łącznie) pogarsza się stale od 1q22 i obecnie wynosi -11 pkt. Sytuacja jest jeszcze gorsza w Europie, gdzie sentyment obecnie wynosi ujemne 13 pkt. Obecnie najbardziej negatywny sentyment wobec nieruchomości komercyjnych w Europie odnotowuje się w Niemczech (-28 pkt). **Polska jest jednym z zaledwie czterech europejskich państw, gdzie sentyment pozostaje nieznacznie pozytywny na koniec 3q22.**

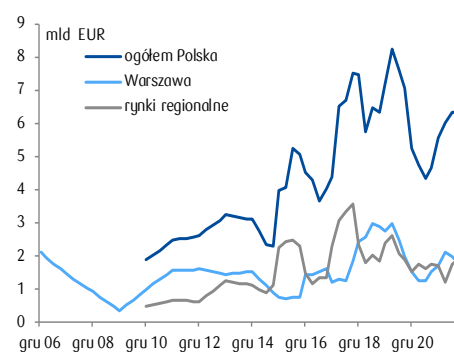
- Od początku badań w 2014 respondenci RICS obecną sytuację oceniają na rynku finansowania jako historycznie najłagodniejszą (-81 pkt).
- Sentyment na polskim jak i europejskim rynku długu zdecydowanie pogorszył się od początku 2022. Najgorszym kwartałem pod względem wzrostów kosztów finansowania był 3q22. Koszty finansowania w okresie trzech miesięcy wzrosły o około 140 pb (dane CBRE).

### Stopy kapitalizacji (minimalne) w sektorze handlowym



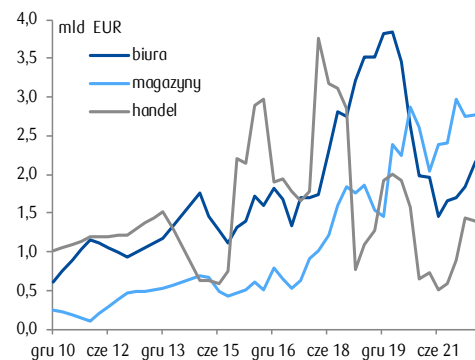
Źródło: Colliers International Polska.

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



Źródło: Colliers International Polska.

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



Źródło: Colliers International Polska.

## Spis treści

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

## 1. Uwarunkowania makroekonomiczne

Wzrost PKB w 3q22 obniżył się do 3,6% r/r (z 5,8% r/r w 2q22), głównie za sprawą wyraźnego spowolnienia popytu krajowego. Osłabienie dotyczy zarówno popytu konsumpcyjnego (wzrost o 0,9% r/r w 3q22), jak i inwestycyjnego (+2,0% r/r w 3q22). Wyhamowanie wzrostu popytu konsumpcyjnego odzwierciedla negatywny wpływ inflacji na dochody realne gospodarstw domowych oraz skutki wzrostu stóp procentowych. Mocnym punktem w strukturze PKB pozostaje eksport – to efekt napływu nowych inwestycji zagranicznych do Polski, a także słabego złotego, który wspiera konkurencyjność cenową eksportu. **Dynamika PKB w 2023 będzie ujemna, co w największym stopniu wynikać będzie z ograniczenia popytu ze strony sektora konsumenckiego.** Gospodarstwa domowe, zwłaszcza na początku roku, będą się mierzyć z dalszym spadkiem realnych dochodów. Co istotne, spowolnienie gospodarcze nie wywoła silnego wzrostu bezrobocia. Jednocześnie, przy wciąż dużej liczbie wakatów, osoby tracące pracę powinny być w stanie relatywnie szybko znaleźć alternatywne zatrudnienie (choć pewnie na mniej atrakcyjnych warunkach). Hibernacja zatrudnienia powinna umożliwić stosunkowo szybką poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych w dalszej części roku, wraz ze spadkiem inflacji. To, w połączeniu z oczekiwanym rozpoczęciem obniżek stóp procentowych, powinno ponownie wzmocnić skłonność gospodarstw domowych do podejmowania istotnych wydatków, w tym inwestycji na rynku mieszkaniowym.

**Główne banki centralne są zdeterminowane, aby walczyć z inflacją, nawet kosztem recesji.** W naszej ocenie w USA opóźniona reakcja gospodarki na zacieśnienie monetarne, w połączeniu z rozpoczęciem trendu dezinflacyjnego sprawi, że cykl podwyżek stóp nie przedłuży się znacząco na 2023, a przy „dobrych wiatrach” może się zakończyć w grudniu br. Stopa Fed zatrzymałaby się wtedy w pobliżu 5%. W strefie euro inflacja ustanawia kolejne rekordy, ale aktywność w sferze realnej zmniejsza się. EBC zapowiada, że będzie w krótkim terminie kontynuował zdecydowane podwyżki stóp procentowych. Podtrzymujemy ocenę, że na początku 2023 bolesne konsekwencje kryzysu energetycznego zmuszą EBC do zwrócenia większej uwagi na realną gospodarkę i do zakończenia cyklu podwyżek stóp na poziomie 2,75%. Ryzykiem dla tego scenariusza jest ponowny wzrost cen surowców energetycznych. Gdyby on nastąpił, to EBC mógłby być zmuszony do dalszych podwyżek stóp procentowych.

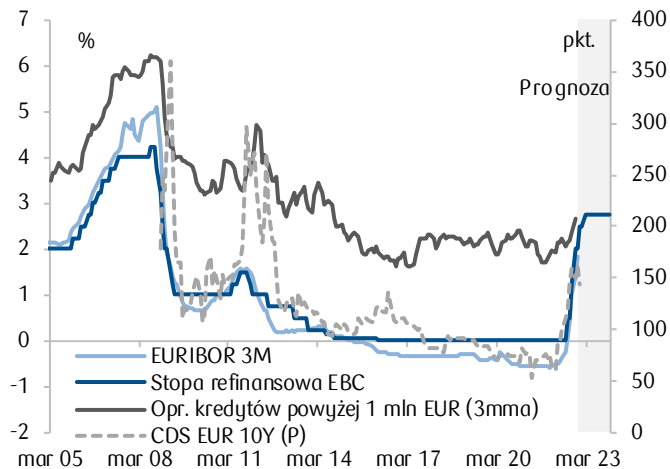
**RPP wg nas zakończyła cykl podwyżek stóp procentowych NBP ze stopą referencyjną na poziomie 6,75%.** Istotne pogorszenie koniunktury w połączeniu ze spadkiem inflacji pod koniec 2023 otworzą przestrzeń do pierwszych obniżek stóp w 2h23.

Obecne trendy w głównych gałęziach gospodarki sugerują, że wzrost PKB w całym 2023 obniży się.

Główne banki centralne na świecie walczą z inflacją nawet kosztem recesji.

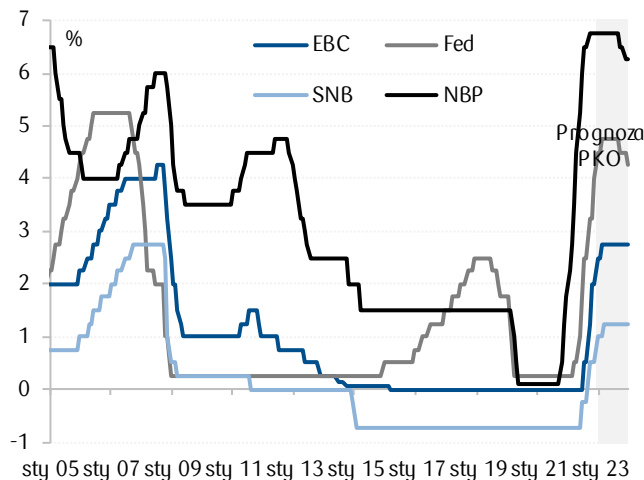
Zakładamy, że NBP zakończył cykl podwyżek stóp procentowych.

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



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

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



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

Względnie stabilna sytuacja na rynkach surowców energetycznych, brak eskalacji konfliktu na Ukrainie, potencjalny napływ środków UE w ramach KPO, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych powinny stabilizować sytuację na krajowym rynku walutowym, ale złoty pozostaje w wieloletnim trendzie spadkowym pomimo silnych fundamentów makroekonomicznych. Oznacza to, że przez większą część roku kurs złotego może się utrzymywać powyżej 4,60 PLN/EUR, aby na koniec roku dotrzeć do tego poziomu. Jednocześnie na rynku utrzyma się wysoka zmienność, co oznacza, że złoty może tymczasowo tracić w przypadku dalszych fal gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka na świecie.

Sytuacja na polskim jak i europejskim rynku długu zdecydowanie pogorszyła się od początku 2022. Najgorszym kwartałem pod względem wzrostów kosztów finansowania był 3q22. Koszty finansowania w okresie trzech miesięcy wzrosły o około 140 pb (dane CBRE).

Na końcu 3q22 koszty finansowania na polskim rynku wynosiły 5,07% dla biur oraz 4,97% dla magazynów. Są to obecnie najwyższe stawki dla dużych rynków, gdzie finansowanie odbywa się za pomocą EUR. Jedynie wyższe stawki są w UK, gdzie finansowanie realizowane jest w GBP.

W ostatnim kwartale wzrosły nie tylko stopy referencyjne lecz również marże, które w Polsce wynoszą od 200 do 210pb za najlepsze produkty (wzrost o 10-20pb q/q).

Obecnie najwyższe marże w Europie dotyczą finansowania inwestycji handlowych i są wyższe o 40-100pb od analogicznych produktów biurowych.

Według badań CBRE nie tylko koszt finansowania wzrósł, lecz również wydłużył się proces due diligence. Badanie ankietowe RICS potwierdza wyjątkowo słaby sentyment rynku wobec finansowania dłużnego nieruchomości komercyjnych.

**Fundamentalne niedowartościowanie złotego oraz wysoka zmienność może utrzymać się w 2023.**

**Koszt finansowania w Europie wzrósł średnio w 3q22 (q/q) o około 140 pb.**

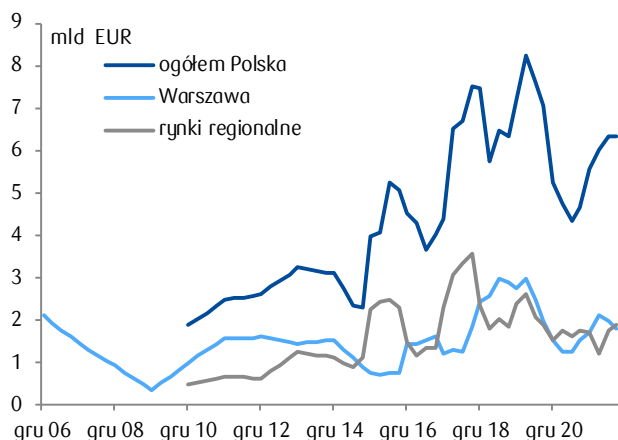
**Koszt finansowania w Polsce to obecnie około 5% za najlepsze produkty.**

**Rośnie nie tylko oprocentowanie bazowe, lecz również marże.**

**Sentyment wobec finansowania dłużnego nieruchomości komercyjnych zdecydowanie pogorszył się zarówno r/r jak i q/q.**

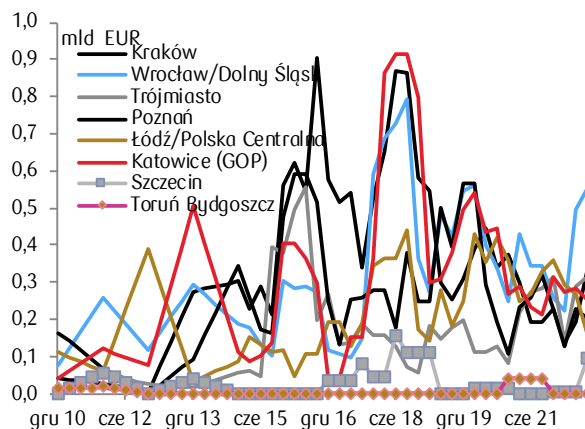
## 2. Wolumen i płynność rynku

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



Źródło: Colliers International Polska.

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



Źródło: Colliers International Polska.

Sytuacja na polskim rynku inwestycyjnym w 1-3q22 zdecydowanie poprawiła się r/r (wynosząc 4,17 mld EUR, wzrost o 22,6% r/r). Niemniej impet wzrostowy zdecydowanie zaczął wygasać i w 3q22 nie odnotowano poprawy w obrotach w ujęciu r/r.

W 3q23 obroty na poziomie 1,4 mln EUR były dokładnie takie same jak rok wcześniej. Odnotowano lekki wzrost w sektorach biurowym oraz magazynowym, lecz dalsze pogorszenie w sektorze handlowym.

Po nietypowym 2021 oraz 2020, które pod względem wolumenu zdominowane były przez sektor magazynowy, w 2022 ponownie dominującym sektorem są biura.

Liczby wskazują na pewien renesans inwestycji w sektorze handlowym, lecz w kraju jest to wynik zdarzeń jednorazowych oraz pozarynkowych. Nadal utrzymuje się bardzo słaby sentyment, a w 2 i 3q22 łącznie wolumen transakcyjny wyniósł znikomą 130 mln EUR.

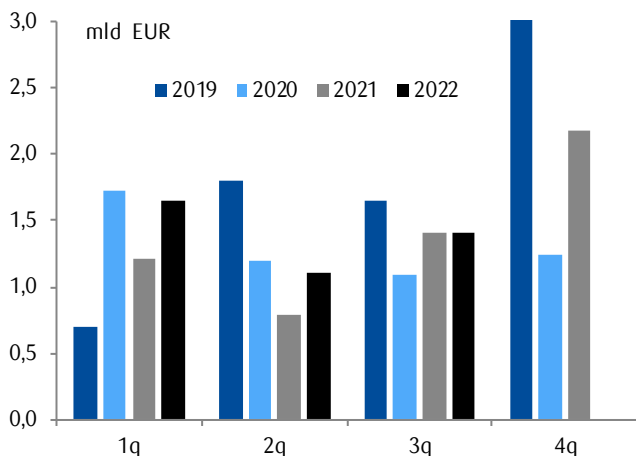
Obroty w 1-3q22 wyniosły 4,17 mld EUR rosnąc o 22,6% r/r.

W 3q22 odnotowano stabilizację obrotów r/r.

W 2022 ponownie dominującym sektorem są biura (a nie magazyny jak w 2020/21).

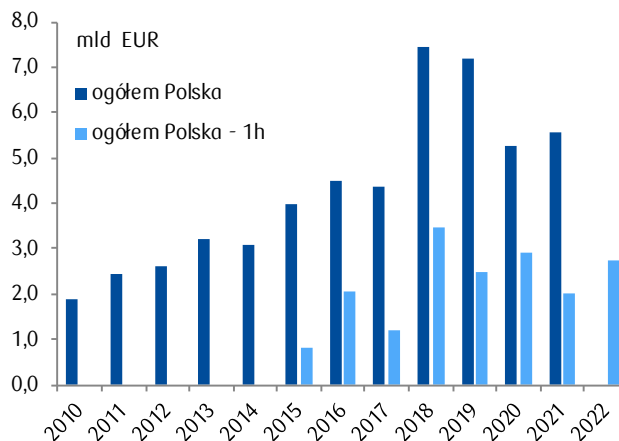
Na poprawę w sektorze handlowym trzeba będzie jeszcze poczekać.

### Kwartalny wolumen transakcji inwestycyjnych



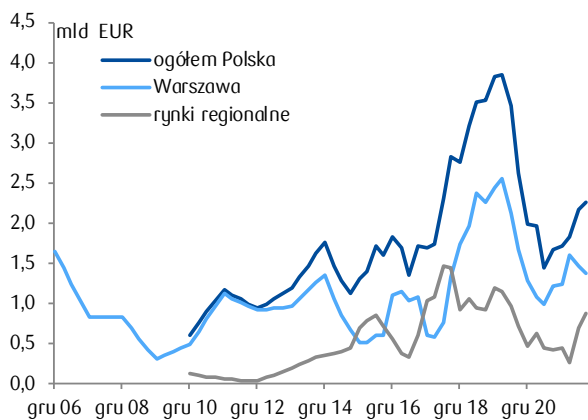
Źródło: Colliers International Polska.

### Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych



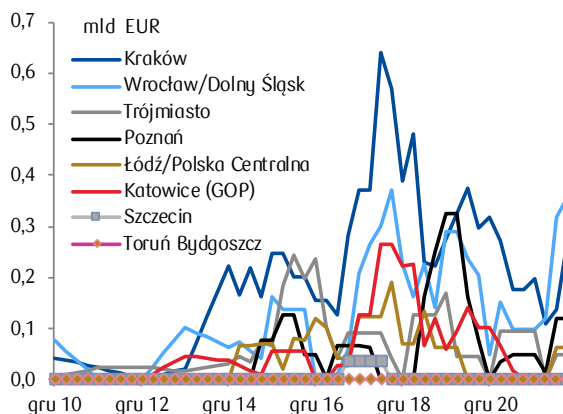
Źródło: Colliers International Polska.

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



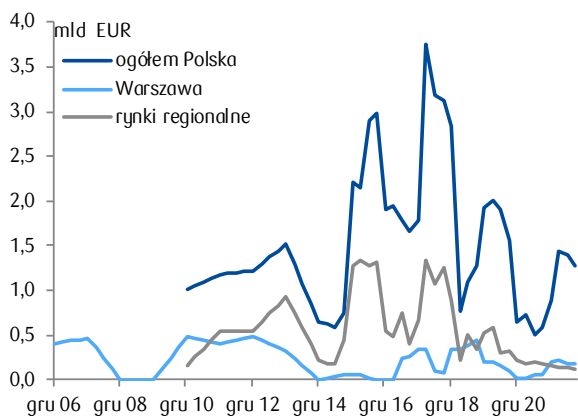
Źródło: Colliers International Polska.

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



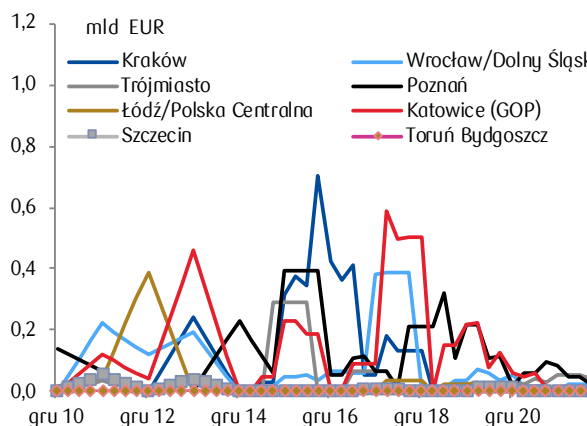
Źródło: Colliers International Polska.

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



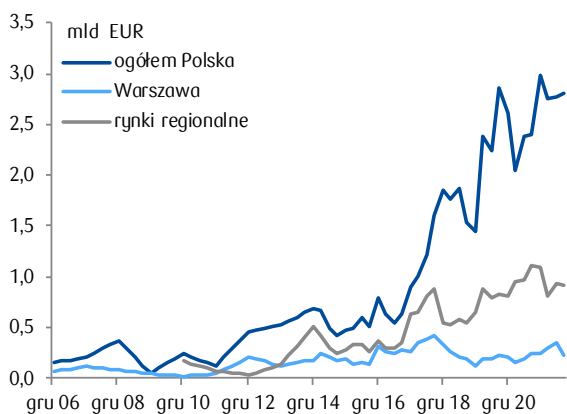
Źródło: Colliers International Polska.

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



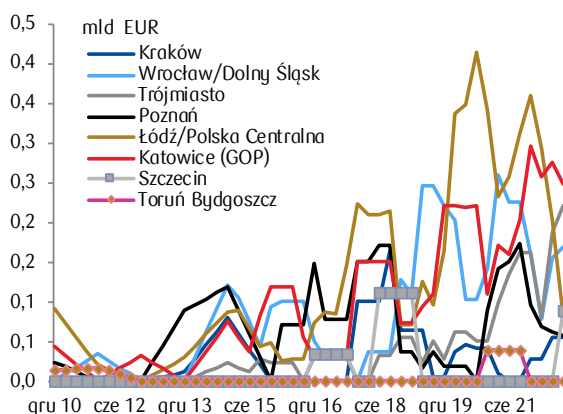
Źródło: Colliers International Polska.

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



Źródło: Colliers International Polska.

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



Źródło: Colliers International Polska.

## Wolumen transakcji inwestycyjnych – podstawowe dane

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1-3q21	1-3q22
Warszawa	1 417	1 533	739	1 408	1 196	2 406	2 754	1 507	1 689	1 069	1 165
Regiony	1 809	1 551	3 234	3 108	3 188	5 036	4 448	3 746	3 890	1 273	1 470
Ogółem Polska	3 226	3 085	3 973	4 516	4 384	7 443	7 202	5 253	5 579	3 404	4 169
Biura	1 181	1 765	1 306	1 817	1 695	2 754	3 830	1 984	1 701	1 212	1 767
Handel	1 523	637	2 199	1 906	1 787	2 845	1 923	656	895	472	859
Magazyny	523	683	467	792	902	1 844	1 449	2 613	2 983	1 720	1 543

Źródło: Colliers International Polska.

Dane CBRE dla szerokiego rynku europejskiego zarówno za pierwsze trzy kwartały 2022, a zwłaszcza dla 3q22 potwierdzają szybkie wytracanie impetu poprawy płynności rynków inwestycyjnych. Dla szerokiego rynku europejskiego (dla wszystkich sektorów również non corowych) licząc 4q skum obroty wyniosły po 3q22 378 mld EUR rosnąc r/r o 18%. Dla sektorów corowych wzrost był wyższy wynosząc 26% r/r. Jednak patrząc na sam 3q22 wzrost był już tylko nieznaczny, bo wyniósł 5% r/r i dotyczył tylko sektorów corowych. Licząc cały rynek w tym mieszkania na wynajem odnotowano istotny spadek o 18% r/r.

Dotychczas bardzo dynamiczny sektor mieszkań na wynajem w 3q22 na rynku europejskim odnotował spadek obrotów o przeszło 50% r/r. U nas sektor ten odpowiada za znikomy udział obrotów (33 mln EUR w 3q22 dla całego regionu CEE).

Mimo, że w Polsce (gdzie monitorujemy tylko sektory corowe) obroty licząc 4q skum na koniec 3q22 rosły szybciej niż na szerokim rynku europejskim bo o 36% r/r, to jednak zachowanie w 3q22 było już bardziej negatywne (zerowy wzrost w kraju versus wzrost o 5% na szerokim rynku), a sam rynek nie osiągnął jeszcze poziomu z 2019. Na szerokim rynku europejskim (sektory corowe) obroty 4q skum po 3q22 wynoszą przeszło 105% obrotów z 2019, w Polsce jest to poziom 88%.

Niemniej zachowanie rynku krajowego w 3q22 w regionie CEE było stosunkowo dobre. Poza Polską (która odnotowała zerową dynamikę) pozostałe kraje regionu odnotowały spadek obrotów aż o 46%. Obecnie Polska odpowiada za 56% wolumenu transakcyjnego w regionie. Obroty w Polsce wynoszą około 2,7% obrotów generowanych na kontynencie. Jest to blisko skorelowane z udziałem Polski w nominalnym europejskim PKB, który to wynosi około 2,8%.

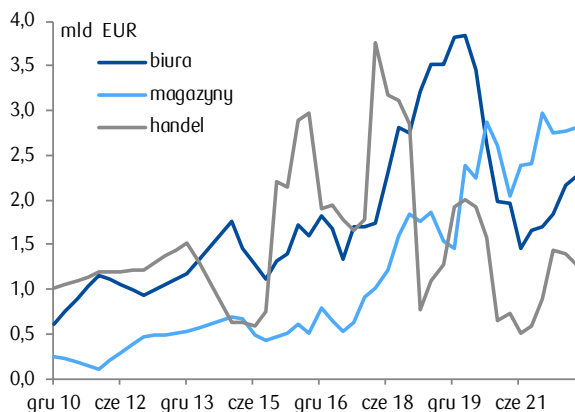
Dane CBRE wskazują na wytracanie impetu wzrostu płynności. W 3q22 odnotowano spadek r/r dla corowych sektorów.

W 3q22 mieszkania na wynajem najbardziej zredukowały wolumen w Europie.

Zachowanie rynku polskiego lepsze w 1-3q22, lecz gorsze w samym 3q22.

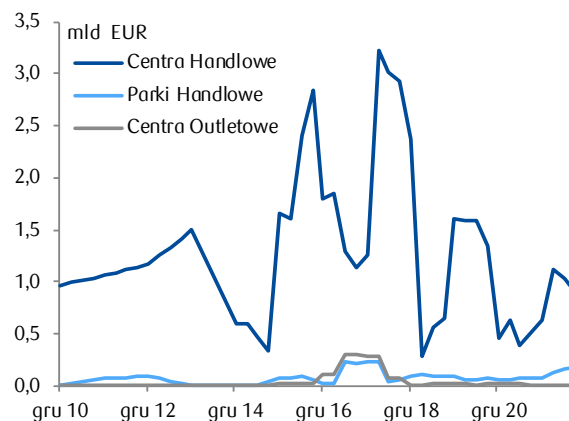
Zachowanie rynków CEE (oprócz polski) gorsze od szerokiego rynku europejskiego

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



Źródło: Colliers International Polska.

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



Źródło: Colliers International Polska.



Słabe zachowanie rynków w 3q22 było podobne w ujęciu geograficznym, spadając ogółem o 24% r/r. Największe spadki miały miejsce w Azji wynosząc przeszło 35%, około 25% w Europie według danych JLL oraz 20% w obu Amerykach. Negatywnie wyróżnia się rynek azjatycki, który nie tylko najgłębiej skurczył się w 3q22, lecz również w 2q22 kiedy inne rynki jeszcze odnotowywały wzrosty.

Sytuacja szybko rosnących kosztów finansowania, zwłaszcza nowo tworzonych instrumentów finansowych zdecydowanie ogranicza płynność na globalnych rynkach inwestycyjnych.

Wg danych Colliers rynek polski w 1h22 pozostawał zdecydowanie zdominowany przez nabywców zagranicznych, głównie północnoamerykańskich (34%) i zachodnioeuropejskich (31%). **Udział polskich podmiotów to zaledwie 1,5% rynku (jeszcze mniej niż w 2021 kiedy wyniósł 2%).** Natomiast udział regionu Europy Środkowo-Wschodniej wzrósł z 8% w 2021 do 16% w 1h22. Pod względem ograniczonego poziomu kapitału krajowego rynek polski jest unikatowy w skali regionu.

W wyniku zmian w zachowaniach konsumenckich wywołanych obostrzeniami epidemicznymi i przyspieszonym rozwojem e-commerce, **przewidujemy długotrwały spadek zainteresowania sektorem handlowym.** Należy mieć na uwadze, że sytuacja kanibalizacji części obrotów w handlu tradycyjnym przez e-commerce na najbardziej rozwiniętych rynkach miała już miejsce przed wybuchem epidemii.

Sektor nieruchomości biurowych będzie również zmagał się wyzwaniami w najbliższych latach wynikającej z adaptacji pracy hybrydowej. Niemniej absorpcja w ostatnich kwartałach na większości rynków pozostaje pozytywna co przy niskim planowanym nowej podaży do końca dekady może pomóc zrównoważyć rynek. **Inwestorzy na szerokim rynku europejskim w dużej mierze wrócili na rynek biur a obroty 4q22 na koniec 3q22 wyniosły 122.4 mld EUR dokładnie tyle samo co na koniec 3q19.**

W przypadku sektora magazynowego coraz silniej odczuwane są pierwsze sygnały przegrzania, mimo nadal niskich pustostanów. Coraz bliższa jest perspektywa wolniejszego rozwoju popytu wraz z perspektywą normalizacją sytuacji w łańcuchach dostaw. Rynek magazynowy również został dotknięty rosnącym kosztem finansowania. Z drugiej strony rosnący trend cen stali, które miały istotny wpływ na rosnące wyceny obiektów magazynowych, w ostatnich kwartałach się odwrócił.

Globalnie w 3q22 płynność rynku zmniejszyła się o 24% (JLL).

W 2022 globalnym szokiem dla sektora był gwałtowny wzrost kosztów finansowania, zwłaszcza dla nowych transakcji.

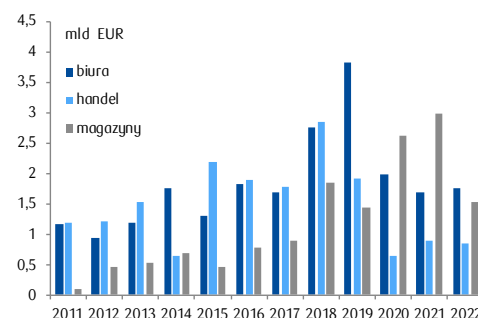
Ponownie bardzo niski udział inwestorów krajowych.

Sektor handlowy, zwłaszcza centra handlowe czeka długotrwały spadek popytu.

Inwestycyjny rynek biurowy bardzo dobrze poradził sobie w otoczeniu pracy hybrydowej, ale jak poradzi sobie z obecnymi wyzwaniami wysokich stóp procentowych?

Magazyny pozostaną championem rozwoju rynku inwestycyjnego, jednak ten pozytywny obraz niebawem może zostać zachwiany.

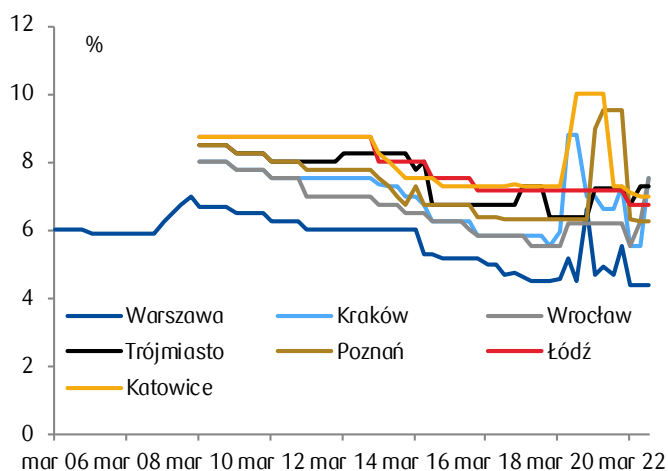
Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych wg. sektorów (2022 = 1-3q)



Źródło: Colliers International Polska.

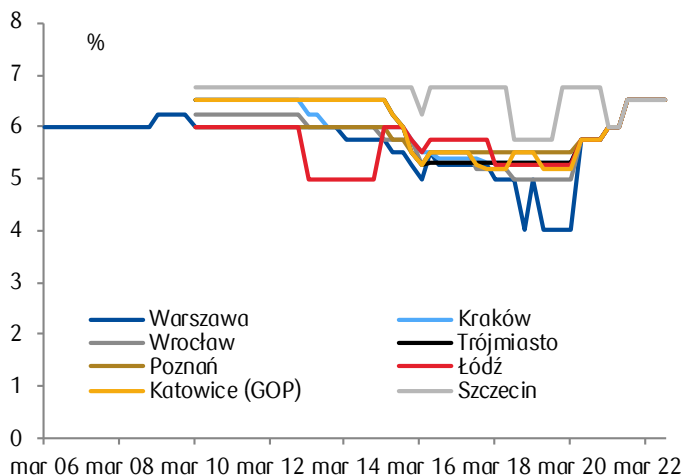
### 3. Ceny oraz stopy kapitalizacji

#### Stopy kapitalizacji – sektor biurowy



Źródło: Colliers International Polska.

#### Stopy kapitalizacji – sektor handlowy



Źródło: Colliers International Polska.

W Polsce, podobnie jak na rynkach zagranicznych, wpływ epidemii Covid-19 na stopy kapitalizacji był ograniczony. **Dopiero w wyniku wzrostów kosztów finansowania widać pierwsze oznaki dekompresji stop kapitalizacji.** Ze względu na wysoką inflację (również tę wyrażoną w EUR), która przyspieszyła oczekiwania co do wzrostu przyszłych wartości czynszowych, stopy kapitalizacji na szerokim rynku europejskim jak i polskim wzrosły jedynie umiarkowanie.

Nadal słabo zachowującym się sektorem pozostają nieruchomości handlowe, stopy kapitalizacji realnie rosną (mimo że raportowana stawka referencyjna nadal wynosi 6,5%). Natomiast ceny pozostają trudne do oszacowania ze względu na często bardzo niski i nietypowy charakter zbywanych nieruchomości. Ze względu na słabość rynków handlowych nie na wszystkich rynkach stopy kapitalizacji zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek.

W przypadku sektora magazynowego odnotowano wzrosty wartości kapitałowych, natomiast na rynku krajowym ceny nieruchomości biurowych są zasadniczo stabilne. Należy jednak zwrócić uwagę, że stabilizacja cen lub ich niewielki wzrost widocznie odbywa się w sytuacji silnie inflacyjnej, a inflacja dotyczy nie tylko PLN, ale również EUR w której to walucie nieruchomości na polskim rynku są wyceniane.

**Nie epidemia, ale dopiero wzrost kosztów finansowania spowodował spadki wartości kapitałowych na szerokim rynku europejskim.**

**Cały czas słabym pozostaje rynek handlowy, również transparentność tego sektora zdecydowanie się pogorszyła.**

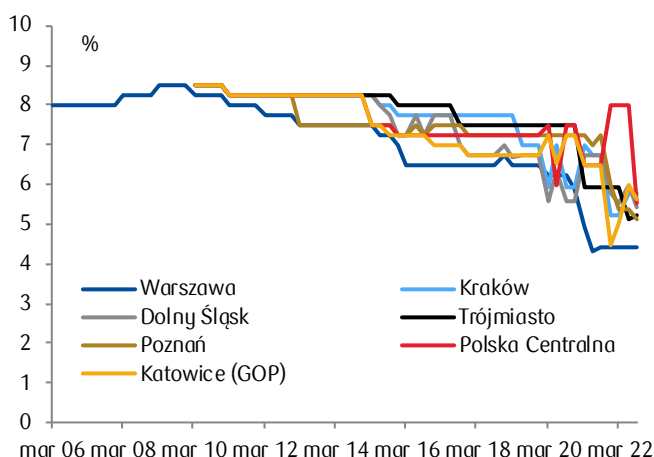
**Dotychczasowa stabilizacja cen w Polsce ma miejsce w silnie inflacyjnym otoczeniu.**

#### Wolumen transakcji inwestycyjnych – podstawowe dane

	Stopy kapitalizacji biura	zmiana r/r (pb)	zmiana r/r (pb)	Stopy kapitalizacji handel	zmiana r/r (pb)	zmiana r/r (pb)	Stopy kapitalizacji magazyny	zmiana r/r (pb)	zmiana r/r (pb)
Warszawa	4,38	-32	3	6,50	0	0	4,40	0	0
Kraków	7,50	90	200	6,50	0	0	5,75	-100	0
Wrocław/Dolny Śląsk	7,50	130	125	6,50	0	0	5,40	-135	-60
Trójmiasto	7,25	5	0	6,50	0	0	5,20	-75	10
Poznań	6,25	-325	0	6,50	0	0	5,13	-212	-22
Łódź/Polska Centralna	6,75	-40	0	6,50	0	0	5,50	-100	-250
Katowice (GOP)	7,00	-25	0	6,50	0	0	5,63	-87	-37
Szczecin	x	x	x	6,50	0	0	5,10	x	x

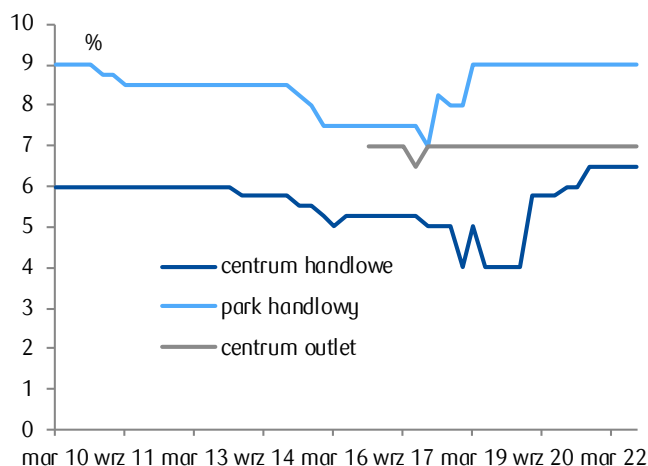
Źródło: Colliers International Polska.

### Stopy kapitalizacji w sektorze magazynowym



Źródło: Colliers International Polska.

### Stopy kapitalizacji wg rodzajów obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska.

Według Indeksu Green Street wartości nieruchomości komercyjnych na szerokim rynku europejskim na koniec 3q22 osiągnęły 116,6 pkt (100 = sierpień 2007.). Stanowi to spadek o 14,5% względem poprzedniego szczytu osiągniętego pod koniec 2022, kiedy indeks osiągnął 136,4 pkt. (indeks Green Street jest szybko reagujący na zmiany uwarunkowań rynkowych i może być traktowany jako wyprzedzający)

W USA spadki były niewiele mniejsze bo wyniosły 13% do końca listopada 2022. Przepuszczamy, że spadki w Europie do tego czasu wyniosły trochę powyżej 16%. Głębokie spadki wartości nieruchomości komercyjnych w Europie spowodowały, że wartości są obecnie niższe niż w najgorszym okresie w trakcie epidemii Covid-19. Obecne spadki wartości nieruchomości są najgłębsze od początku prowadzenia badań w 2007.

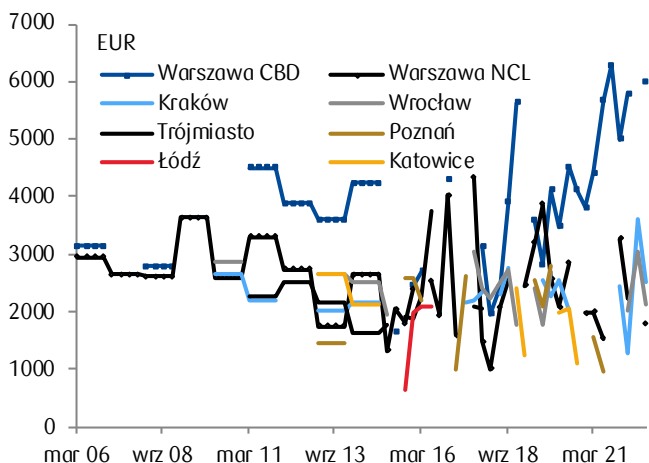
Od swojego szczytowego poziomu osiągniętego na koniec 2022 spadki wartości nieruchomości komercyjnych w Europie zachowywały się w sposób silnie z różnicowany ze względu na sektor. Do końca 3q22 nieruchomości magazynowe straciły 15%, nieruchomości biurowe 23%, natomiast nieruchomości handlowe zaledwie 11%.

**W wyniku wzrostu kosztów finansowania nieruchomości komercyjne wskazują na znaczne spadki wartości.**

**Spadki są silniejsze niż po Covid-19 oraz po kryzysie finansowym. Silniejsze w Europie niż w USA.**

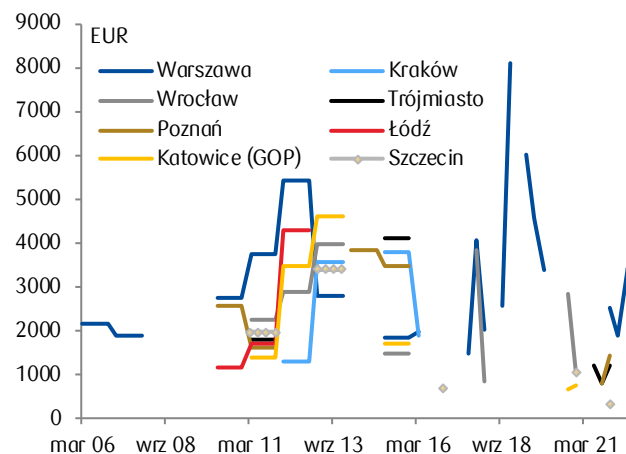
**Najstabsze spadki w sektorze handlowym, najsilniejsze w biurowym....**

### Średnie ceny – sektor biurowy



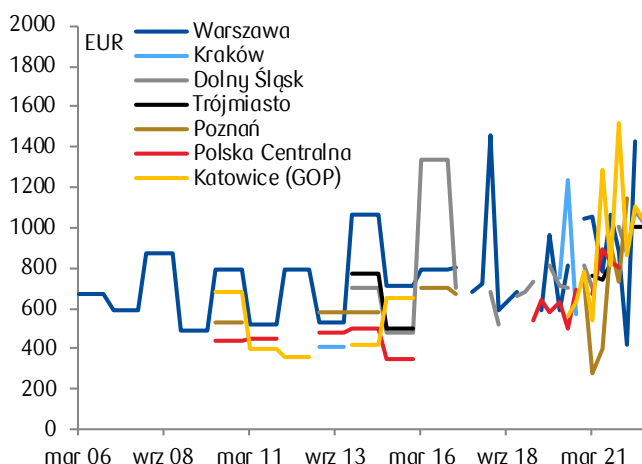
Źródło: Colliers International Polska.

### Średnie ceny – sektor handlowy



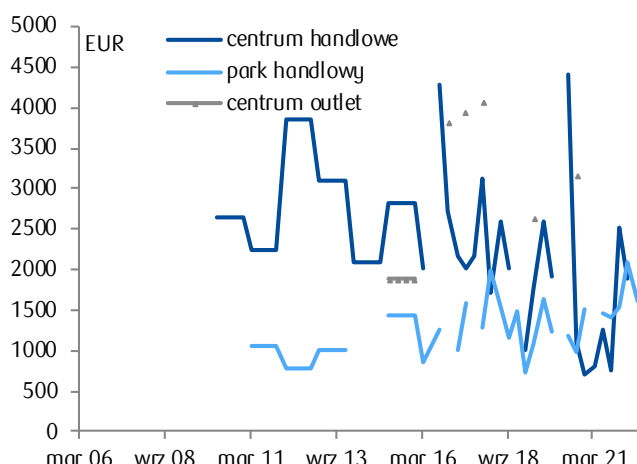
Źródło: Colliers International Polska.

### Średnie ceny – sektor magazynowy



Źródło: Colliers International Polska.

### Średnie ceny – rodzaje obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska.

Niemniej słabe od wielu lat zachowanie nieruchomości handlowej oznacza, że subindeks nieruchomości handlowych wynosi 66 pkt (historycznie najniżej), a subindeks nieruchomości magazynowych wynosi aż 177 pkt (podobnie jak na początku 2021). Natomiast wartości nieruchomości biurowych osiągając 105 pkt są na poziomie roku 2017.

Według ostatniego badania RICS z 3q22, globalny sentyment wobec nieruchomości komercyjnych (inwestycyjny oraz najmu łącznie) pogarsza się stale od 1q22 i obecnie wynosi -11 pkt. **Sytuacja jest jeszcze gorsza w Europie, gdzie sentyment obecnie wynosi ujemne 13 pkt.** Najmniej negatywnym sentymentem cieszą się rynki Ameryki Północnej (+6 pkt).

**W Europie sentyment rynku najmu (-10 pkt) pozostaje lepszy od sentymentu inwestycyjnego (-17 pkt).** Jest to odwrócenie sytuacji z okresu pandemicznego, kiedy sentyment inwestycyjny był lepszy w stosunku do głęboko negatywnego sentymentu rynku najmu. **Co ciekawe od początku badań w 2014 respondenci RICS oceniają obecną sytuację na rynku finansowania jako historycznie najgorszą (-81 pkt).**

Obecnie najbardziej negatywny sentyment wobec nieruchomości komercyjnych w Europie odnotowuje się w Niemczech (-28 pkt). **Polska jest jednym z zaledwie czterech europejskich państw, gdzie sentyment pozostaje nieznacznie pozytywny na koniec 3q22.**

**...Lecz to nieruchomości handlowe pozostają najtańsze co najmniej od 2007.**

**Według RICS globalny sentyment wobec nieruchomości komercyjnych pogorszył się gwałtownie w trakcie 2022 i jest obecnie negatywny.**

**Pogorszenie sentymentu najwyraźniejsze na rynku inwestycyjnym, słabsze na rynku najmu.**

**W perspektywie europejskiej Polska pozostaje jednym z niewielu państw z dodatnim sentymentem.**

## Spis skrótów i pojęć

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Departament Analiz Ekonomicznych

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

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Nieruchomości

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

Wojciech Matysiak (Kierownik)	<a href="mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl">wojciech.matysiak@pkobp.pl</a>	22 521 51 80
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	<a href="mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl">agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl</a>	22 521 81 22
Aleksandra Majek	<a href="mailto:aleksandra.majek@pkobp.pl">aleksandra.majek@pkobp.pl</a>	22 521 80 84
Marcin Morawiecki	<a href="mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl">marcin.morawiecki@pkobp.pl</a>	22 521 72 24
Katarzyna Piętka-Kosińska	<a href="mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl">katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl</a>	22 521 65 15

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

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



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Wojciech Matysiak

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.