

### Rynek inwestycyjny 4q17

- Rok 2017 był kolejnym rokiem stabilnych cen, stóp kapitalizacji oraz wolumenu transakcyjnego. Kolejny raz wzrost cen nieruchomości w Europie Zachodniej zwiększył różnice pomiędzy cenami nieruchomości w Polsce oraz na rozwiniętych rynkach zachodnioeuropejskich.
- Obroty na krajowym rynku inwestycyjnym w 2017 wyniosły 4,38 mld EUR (bez sektora hoteli oraz mieszkań na wynajem), co oznacza spadek o 3%. Jest to 3. najwyższy w historii wynik po 2006 (5 mld EUR) oraz 2016 (4,52 mld EUR). 73% rocznego wolumenu miało miejsce w 2h17.
- Wyjątkowo wysokie (blisko 400 mln EUR) obroty w 2017 odnotował sektor hoteli oraz mieszkań na wynajem.
- W 2017, podobnie jak w latach ubiegłych, dominującym sektorem na rynku inwestycyjnym pozostawał sektor handlowy.
- Po słabszej dla regionów pierwszej części roku, w drugim półroczu ponownie dominowały transakcje na rynkach regionalnych.
- Uwzględniając wszystkie kraje Europy Środkowej, wolumen transakcyjny w 2017 był stosunkowo stabilny i po wyraźnym wzroście w 2016 zwiększył się o 3% do blisko 13 mld EUR. Sygnały z rynku wskazują na stosunkowo wysoki wolumen transakcji również w 2018.
- Od początku globalnego kryzysu finansowego Polska oraz region Europy Środkowo-Wschodniej, w porównaniu z wiodącymi rynkami Europy Zachodniej, wykazują zdecydowanie słabszą dynamikę wolumenu transakcji.
- Stopy kapitalizacji na polskim rynku inwestycyjnym pozostają w długoterminowym trendzie spadkowym. W 2017 stopy kapitalizacji generalnie spadły na rynkach regionalnych, pozostając stabilne w Warszawie.
- Mimo wieloletniej kompresji stóp kapitalizacji, wartości kapitałowe wyrażone w EUR w kraju pozostają zasadniczo stabilne. Ma to miejsce ze względu na długotrwały spadek czynszów transakcyjnych.
- Na rynku obserwuje się rosnące zróżnicowanie między wartościami kapitałowymi nieruchomości typu prime oraz sektora sub prime.
- Pod względem dynamiki wartości szerokiego sektora nieruchomości komercyjnych, Polska wraz z regionem zdecydowanie odstaje od Europy Zachodniej. Zgodne z badaniami CBRE w 2017 wartości kapitałowe na całym rynku europejskim wzrosły o 6,2%. W tym czasie na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej wartości kapitałowe spadły o 0,2%.
- Dojrzewanie cyklu koniunkturalnego spowodowało, że w ostatnich kwartałach doszło do gwałtownego spadku europejskiego indeksu C&W Fair Value Index, mierzącego poziom niedoszacowania nieruchomości. Indeks spadł w trakcie 2017 z 57 do 42 punktów i jest na poziomie z początku 2016, a od 2h16 pozostaje na poziomie, który wskazuje na przeszacowane wartości nieruchomości.
- Jedną z przyczyn stabilnych cen nieruchomości komercyjnych w Polsce oraz

### Departament Analiz Ekonomicznych

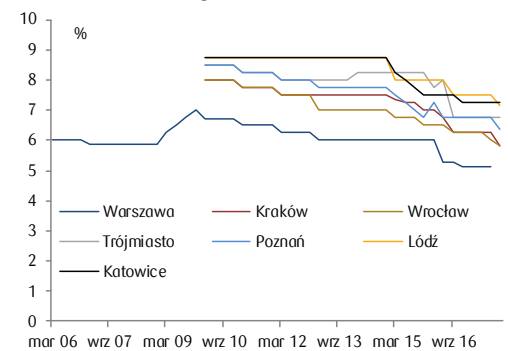
#### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki  
(22) 521 72 24

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych

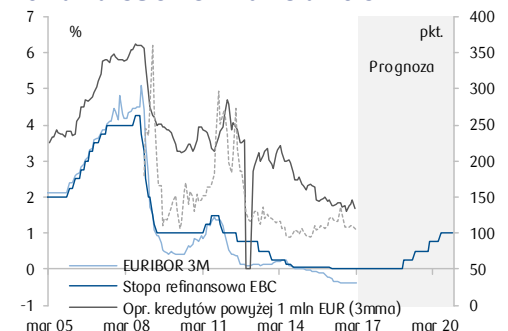
(uwarunkowania makro)  
(22) 521 81 34

### Stopy kapitalizacji (minimalne) – sektor biurowy



Źródło: Colliers International Polska

### 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

w regionie jest wysoka elastyczność podaży wynikająca z szybkiego rozwoju branży deweloperskiej oraz nadal wysokiej dostępności gruntów inwestycyjnych. Kolejną jest gorsze niż w poprzednim cyklu koniunkturalnym postrzeganie rynków wschodzących przez inwestorów instytucjonalnych.

- W ostatnich 2 latach na rynek inwestycyjny istotny wpływ miało otoczenie prawne rynku nieruchomości. Takie kwestie jak podatek handlowy, zakaz handlu w niedziele, zmiany w naliczaniu podatku CIT, kwestie rozliczeń podatku VAT przy transakcjach inwestycyjnych oraz niejasny przekaz dotyczący wprowadzenia wehikułów inwestycyjnych REIT odbiły się negatywnie na postrzeganiu polskiego rynku inwestycyjnego. Naszym zdaniem, ograniczenie zagrożeń wynikających z dalszych zmian legislacyjnych będzie miało pozytywny wpływ na nastawienie inwestorów już od 2018.

## Spis treści

1. Uwarunkowania makroekonomiczne .....	3
2. Wolumen i płynność rynku .....	5
3. Ceny oraz stopy kapitalizacji.....	9
4. Podsumowanie i prognoza .....	12
Spis skrótów i pojęć.....	14

## 1. Uwarunkowania makroekonomiczne

Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce (na lata 2018-2019) pozostają pozytywne, mimo wzrostu niepewności w otoczeniu zewnętrznym (m.in. wojna celna USA-Chiny, zamieszanie polityczne we Włoszech). Kontynuacji utrzymania solidnego wzrostu gospodarczego (w okolicach 3-4%) sprzyjają m.in. niski poziom zadłużenia polskiej gospodarki zarówno publicznego jak i prywatnego, utrzymująca się konkurencyjność kosztowa, nowa fala środków unijnych.

Wypowiedzi członków RPP wskazują, że NBP nadal będzie kontynuować strategię *wait-and-see*, a **najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na najbliższe kwartały jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie (referencyjna: 1,50%)**. Pierwszej podwyżki spodziewamy się dopiero w 2019. Jednocześnie, ze względu na spadek inflacji poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP oraz brak oznak wyraźnej presji cenowej (szczególnie w sektorze publicznym) szanse na podwyżki stóp w 2019 również zmniejszają się.

EBC kontynuuje ultrałagodną politykę pieniężną (1) utrzymując stopy procentowe na rekordowo niskim poziomie (refinansowa: 0,00%, stopa kredytu w EBC: 0,25%, depozytowa: -0,40%) (2) kontynuując skup aktywów do końca 3q18. Program skupu aktywów może zostać przedłużony poza wskazany horyzont, jeżeli będzie to konieczne (dopóki EBC nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji do celu inflacyjnego). Jednocześnie stopy EBC pozostaną niskie istotnie dłużej niż wynosi horyzont programu QE. W scenariuszu bazowym zakładamy pierwszą podwyżkę głównej stopy EBC (refinansowej) dopiero pod koniec 2019 oraz poziom docelowy 1,0% na koniec 2020. W przypadku Fed spodziewamy się 4 podwyżek stóp w 2018, a następnie wzrostu głównej stopy procentowej Fed do 3,00% w połowie 2019.

Przewidywana kontynuacja podwyżek stóp procentowych w USA oraz utrzymywanie łagodnej polityki pieniężnej przez EBC będą sprzyjać utrzymaniu fundamentalnego niedowartościowania złotego. Przewidujemy, że EUR/PLN powróci powyżej 4,20 do końca 2018, a w kolejnych kwartałach będzie oscylował w zakresie 4,20-4,40 w dalszym ciągu wspierając konkurencyjność polskiej gospodarki.

Niemniej, nie należy się spodziewać, że stopy procentowe wzrosną do poziomów notowanych przed globalnym kryzysem finansowym. Spadek produktywności i idące w ślad za nim osłabienie dynamiki potencjalnego PKB oznacza niższe długookresowe stopy procentowe i spłaszczenie ścieżki ich przyszłego wzrostu.

Mniejsza stabilność geopolityczna oraz przewidywany wzrost znaczenia partii populistycznych może oznaczać pogorszenie nastawienia inwestorów wobec gospodarek wschodzących oraz trwały wzrost oczekiwanej premii za ryzyko (widoczny m.in. we wzoście spreadów CDS).

Po silnym przyspieszeniu w 2h17, wzrost gospodarczy powinien utrzymać się powyżej 4% w całym 2018.

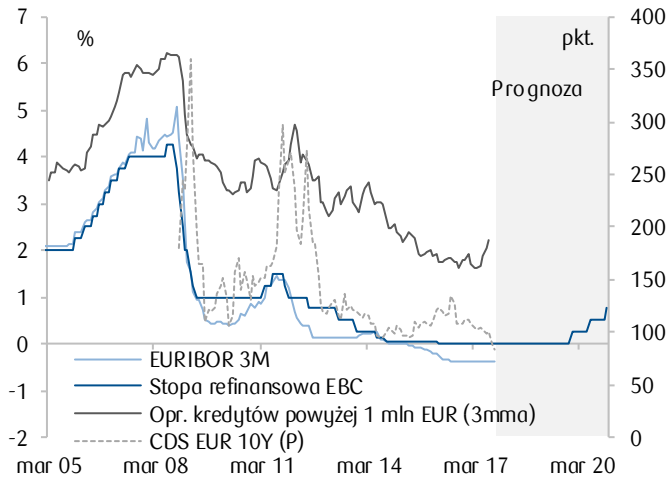
Oczekujemy, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian co najmniej do 2019.

Uważamy, że podwyżki stóp EBC są możliwe nie wcześniej niż w końcu 2019.

Utrzymanie fundamentalnego niedowartościowania złotego.

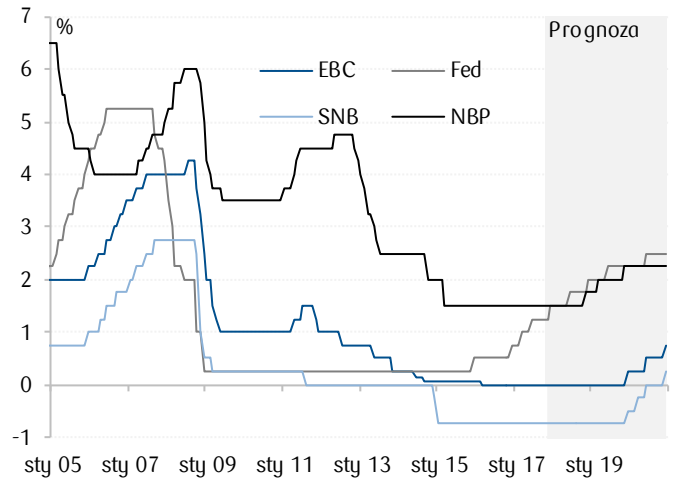
Spadek produktywności i idące w ślad za nim osłabienie dynamiki potencjalnego PKB oznacza niższe długookresowe stopy procentowe i spłaszczenie ścieżki ich przyszłego wzrostu.

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



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

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



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

Według ostatnich dostępnych badań ankietowych KPMG (z 2q17) marże (na EURIBOR 3M) przy kredytach inwestycyjnych wynoszą średnio 260 pb po spadku o 10 pb r/r. W porównaniu z rynkiem niemieckim marże w Polsce są wyższe o około 90 pb. W 2017 po raz pierwszy marże wzrosły zarówno w Polsce oraz na innych rynkach europejskich po okresach spadków marż, jakie miało miejsce od 2013. Dodatkowo, wzrost marż na rynku niemieckim w 2017 był bardziej dynamiczny niż w Polsce.

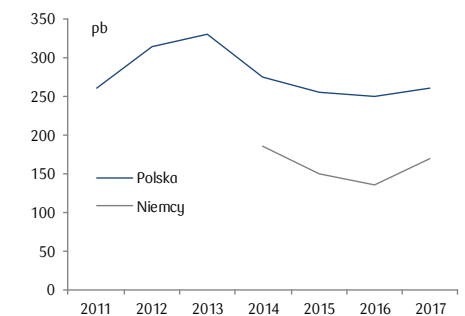
Badania KPMG wskazują, że wymagany poziom przednajmu na polskim rynku nie odbiega od wiodących rynków europejskich. W ostatnim roku wzrósł wymagany przednajem w sektorze magazynowym (obecnie 63%) oraz biurowym (obecnie 43%).

Pod względem skłonności banków do finansowania nieruchomości inwestycyjnych, banki w Polsce wypadają zdecydowanie poniżej średniej europejskiej, jak i regionalnej zwłaszcza w przypadku finansowania transakcji inwestycyjnych.

Pod względem maksymalnego wskaźnika LTV badane przez KPMG działające w Polsce banki sytuowały się w środku stawki europejskiej.

Należy zauważyć, że zgodnie z danymi CBRE obecnie na szerokim rynku europejskim lewarowanie nowych transakcji inwestycyjnych jest na poziomie ok. 45% po spadku z ok. 72% w okresie przedkryzysowym.

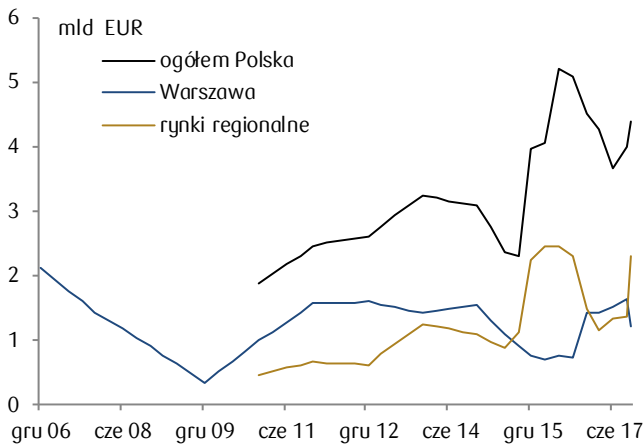
### Marże (na EURIBOR 3M) na kredytach udzielanych przy zakupach inwestycyjnych nieruchomości typu „prime”



Źródło: KPMG

## 2. Wolumen i płynność rynku

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



Źródło: Colliers International Polska

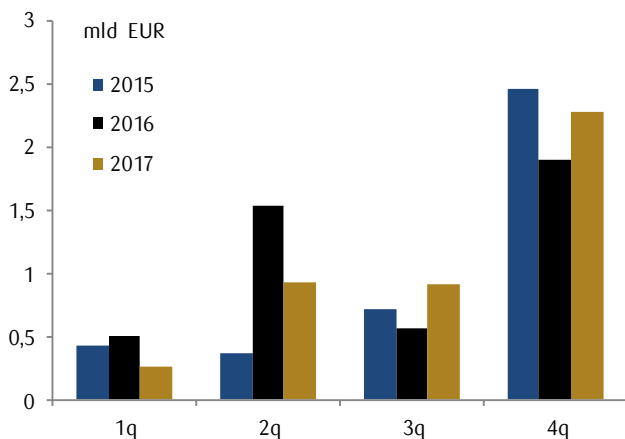
Po bardzo słabym 1h17, kiedy wolumen obrotów spadł r/r o 42%, w 2h17 wolumen obrotów po wzroście r/r o 29%, do 3,19 mld EUR, był na najwyższym poziomie od 2006. **W całym 2017 obroty na rynku inwestycyjnym (poza sektorem hoteli i mieszkań na wynajem) osiągnął 4,38 mld EUR po spadku o 3%.** Jest to trzeci historycznie najwyższy wynik po 2006 (5 mld EUR) oraz 2016 (4,52 mld EUR).

W przypadku doliczenia transakcji z sektora hoteli oraz mieszkań na wynajem wartych w 2017 rekordowe blisko 400 mln EUR, globalny wolumen rynkowy zanotowałyby wzrost o około 4%.

Po 1h17 zdominowanym przez transakcje z sektora handlowego w 2h17 największy udział w transakcjach miał sektor biurowy. 2h17 było również (ze względu na transakcję kupna Logicor Portfolio przez China Investment Corporation) rekordowym półroczem pod względem transakcji z sektora magazynowego.

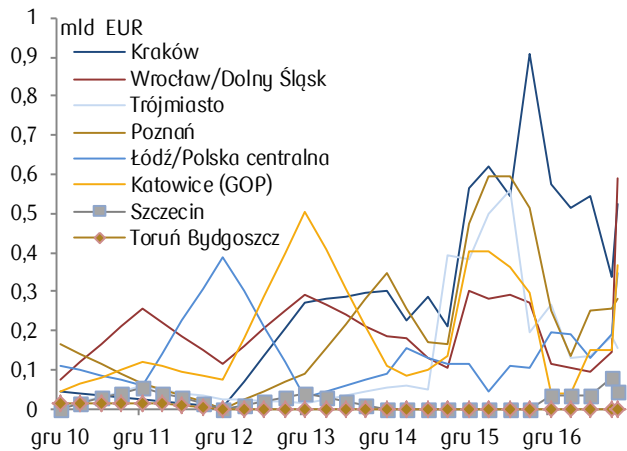
W całym roku jak w wielu latach poprzednich dominującym sektorem pozostawał jednak handel (jego przewaga nad rynkiem biurowym zmalała w ujęciu r/r wg danych Colliers, natomiast wzrosła wg danych CBRE).

### Kwartalny wolumen transakcji inwestycyjnych



Źródło: Colliers International Polska

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



Źródło: Colliers International Polska

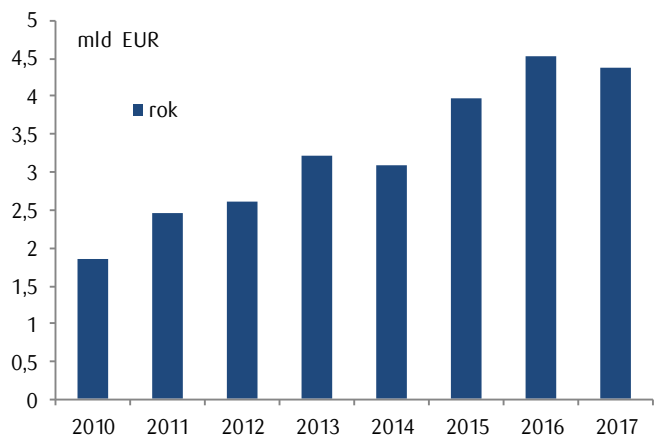
Po bardzo silnej 1h17 rynek zanotował w 2017 trzeci najlepszy wynik pod względem wolumenu transakcyjnego.

Historycznie wysoki wynik sektora hotelowo-rezydencjonalnego.

W 2h17 dominował sektor biurowy a sektor magazynowy był bardzo silny.

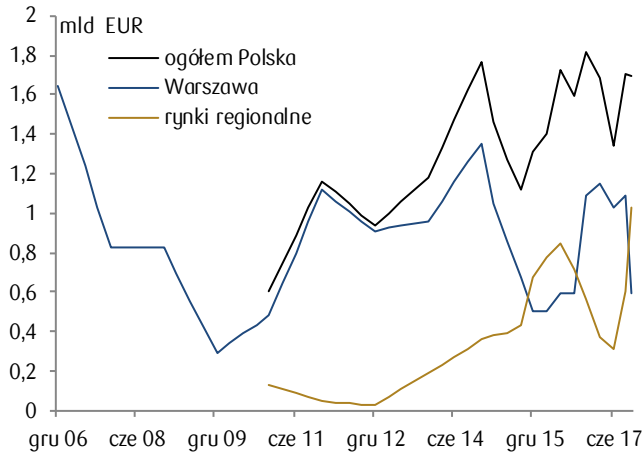
W całym roku nadal dominował sektor handlowy.

### Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych



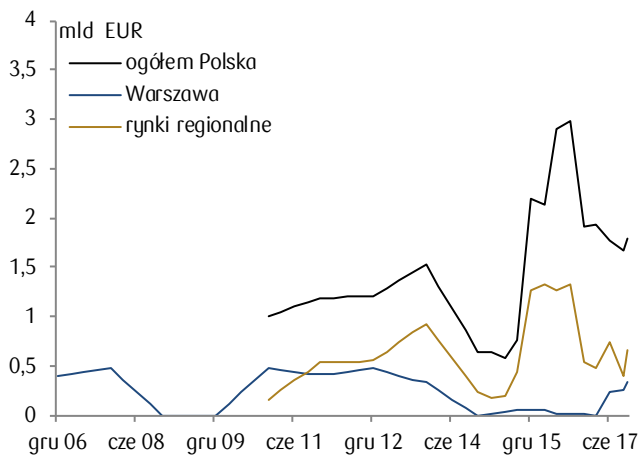
Źródło: Colliers International Polska

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



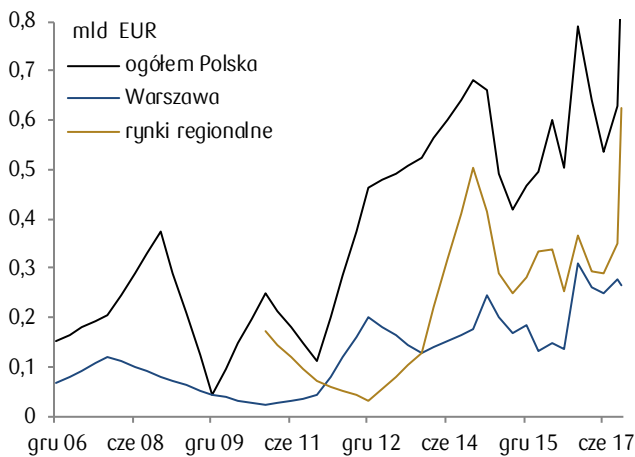
Źródło: Colliers International Polska

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



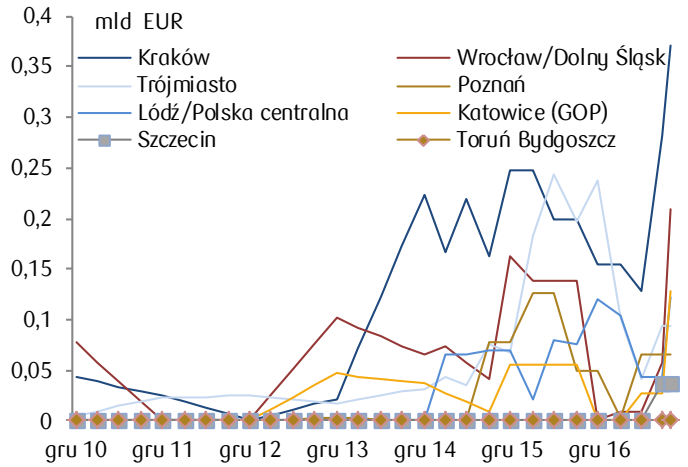
Źródło: Colliers International Polska

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



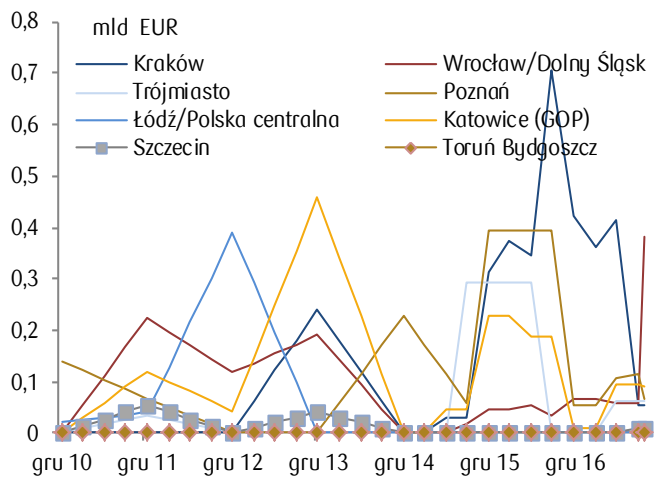
Źródło: Colliers International Polska

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



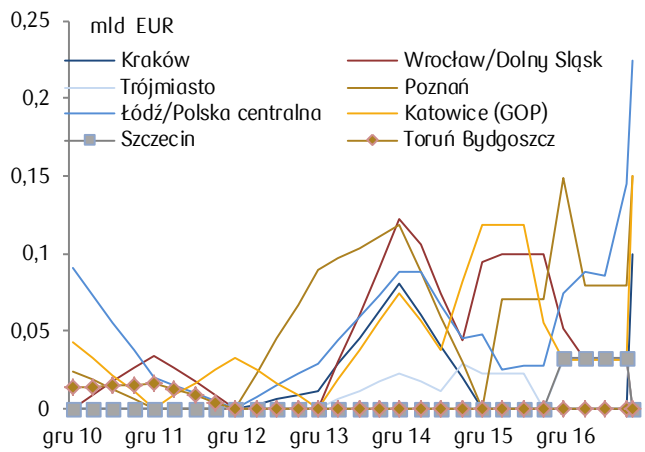
Źródło: Colliers International Polska

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



Źródło: Colliers International Polska

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



Źródło: Colliers International Polska

### Wolumen transakcji inwestycyjnych – podstawowe dane

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2h16	2h17
Warszawa	982	1 567	1 584	1 417	1 533	739	1 408	1 196	1 065	752
Regiony	883	891	1 027	1 809	1 551	3 234	3 108	3 188	1 405	2 441
Ogółem Polska	1 865	2 458	2 612	3 226	3 085	3 973	4 516	4 384	2 470	3 193
Biura	607	1 161	934	1 181	1 765	1 306	1 817	1 695	1 011	1 361
Handel	1 008	1 184	1 215	1 523	637	2 199	1 906	1 787	950	957
Magazyny	249	112	463	523	683	467	792	902	510	875

Źródło: Colliers International Polska

Od rekordu w wolumenie transakcyjnym z 2006 ogólna wartość nowoczesnych zasobów nieruchomości komercyjnych wzrosła o ponad 150%, w tym samym czasie wolumen transakcyjny spadł o 12,5%. **Obrazuje to relatywną słabość polskiego rynku inwestycyjnego w odniesieniu do rozwiniętych rynków Europy Zachodniej.**

W 2017 największymi transakcjami były Zakup Logicor Portfolio (magazyny) przez China Investment Corp. (Circa 750 mln EUR, największa trans. w 2017), zakup CH Magnolia przez Union Investment (ca 138 mln EUR), przejęcie Gryffin Premium RE przez Globalworth (138,8 mln EUR - transakcja ta została zaliczona w poczet trans. inwestycyjnych przez wszystkie agencje) oraz zakup centrów handlowych IKEA przez fundusz Pradera (circa 150 mln EUR). Wszystkie powyższe transakcje, z wyłączeniem portfela IKEA, zostały sfinalizowane w 2h17.

W ostatnich latach coraz bardziej widoczny był trend rozwoju rynków regionalnych kosztem rynku warszawskiego. **Po słabszym dla regionów 1h17, 2h17 ponownie było zdominowany przez transakcje na rynkach regionalnych.**

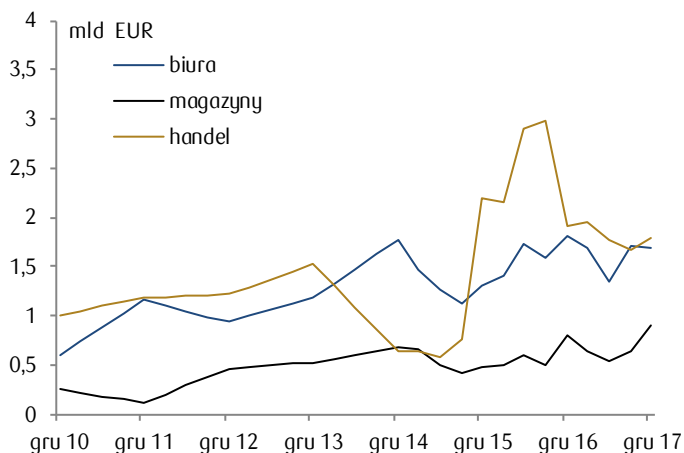
Długoterminowo, wraz z wolniejszym przyrostem zasobów sektora handlowego, przewidujemy zrównanie się jego wagi z sektorem nieruchomości biurowych w wolumenie transakcyjnym. **Przewidujemy również silny wzrost transakcji inwestycyjnych w sektorze magazynowym.** Sektor ten wykazywał się dotychczas stosunkowo niskimi obrotami.

**Wolumen transakcji na polskim rynku rośnie zdecydowanie wolniej od wartości zasobów nieruchomości komercyjnych.**

**W 2h17 mocne były rynki regionalne vs rynek warszawski.**

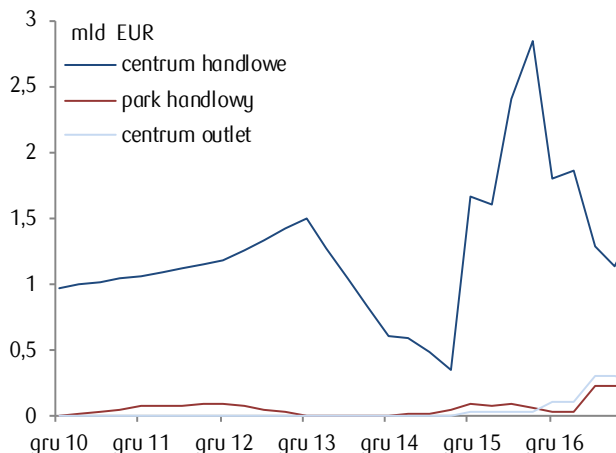
**Przewidujemy w przyszłości umocnienie sektorów biurowego oraz magazynowego kosztem sektora handlowego.**

### 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



Według danych JLL (zawierających dane ze wszystkie sektorów, również hotelowego), licząc wszystkie kraje **Europy Środkowej wolumen transakcyjny był stosunkowo stabilny** i po wyraźnych wzrostach w 2016 **wzrósł w 2017 r/r o 3%, do blisko 13 mld EUR**. Polska pozostawała największym rynkiem (39%) z rynkiem czeskim (27%), ponownie na drugim miejscu przed rynkiem węgierskim (14%) na trzecim miejscu.

Mimo relatywnie słabego zachowania się polskiego rynku inwestycyjnego w szerokiej perspektywie europejskiej polski rynek inwestycyjny jest **wysoko sklasyfikowany pod względem przejrzystości (JLL GRETI Index) w 2016 - na 13 miejscu na świecie** (na 109 analizowanych rynków; 17 miejsce w 2015), co jest najwyższym wynikiem w regionie (badanie za 2017 jest jeszcze niedostępne).

Wg CBRE Research wiodącymi nabywcami nieruchomości inwestycyjnych w Polsce pod względem kraju pochodzenia kapitału są RPA 20% (37% w 2016), Niemcy 18% (18%), Chiny 15% oraz USA 11% (21%). W 2017 zauważalna była ekspansja inwestorów z Dalekiego Wschodu. W 2017, podobnie jak w 2016, udział polskich inwestorów utrzymywał się na jednocyfrowym poziomie.

**Wolumen rynkowy powinien pozostawać wysoki również w 2018** bazując na informacjach o negocjowanych transakcjach, jak i zamknięciu w 1q18 transakcji sprzedaży portfela centrów handlowych Apollo Rida za około 1 mld EUR.

**Stabilizacja na szerokim rynku Europy Środkowej.**

**Mimo problemów z interpretacją VAT rynek polski jest wysoko oceniany pod względem przejrzystości.**

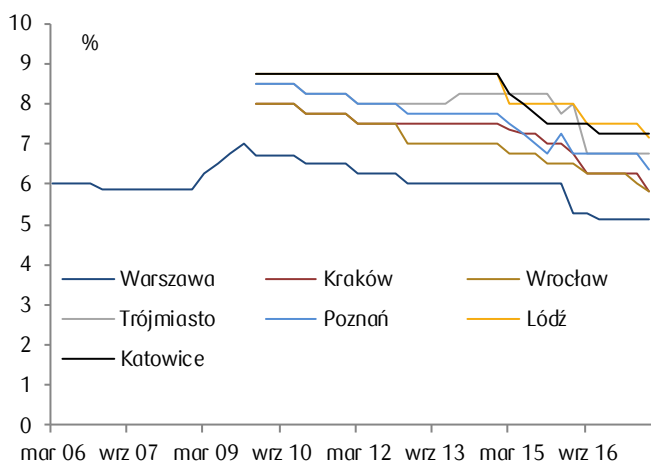
**Cały czas rynek zdominowany jest przez nabywców zagranicznych.**

**Kontynuacja stosunkowo wysokiego wolumenu transakcyjnego w 2018.**



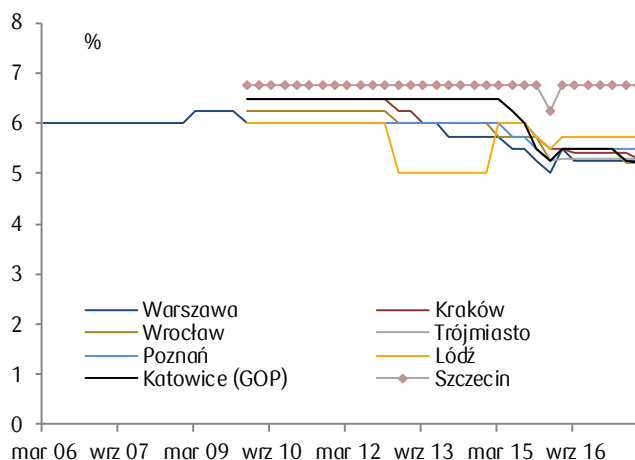
### 3. Ceny oraz stopy kapitalizacji

#### Stopy kapitalizacji – sektor biurowy



Źródło: Colliers International Polska

#### Stopy kapitalizacji – sektor handlowy



Źródło: Colliers International Polska

Stopy kapitalizacji na polskim rynku inwestycyjnym pozostają w długoterminowym trendzie spadkowym. W 2017 referencyjne stopy kapitalizacji spadły na wielu rynkach regionalnych (por. tabela), pozostając płaskie w Warszawie. Największe spadki miały miejsce w sektorze magazynowym, najmniejsze natomiast w sektorze handlowym.

Raportowane stopy kapitalizacji przez PIRF dotyczą stóp dla w pełni wynajętych najlepszych budynków w danym sektorze. Dane, którymi dysponujemy, wskazują, że co najmniej od 2011 nastąpiło zwiększenie spreadu pomiędzy stopami kapitalizacji dla najlepszych budynków oraz dla nieruchomości drugorzędnych.

Wartości kapitałowe obiektów typu prime pozostają od dłuższego czasu płaskie. W sektorze nieruchomości drugorzędnych od kilku lat odnotowywane są spadki wartości kapitałowych.

Stopy kapitalizacji w 2017 nie zmieniły się w Warszawie, spadły na kilku rynkach regionalnych.

Spread pomiędzy stopami kapitalizacji za najlepsze nieruchomości a nieruchomości drugorzędne pozostaje od kilku lat wysoki.

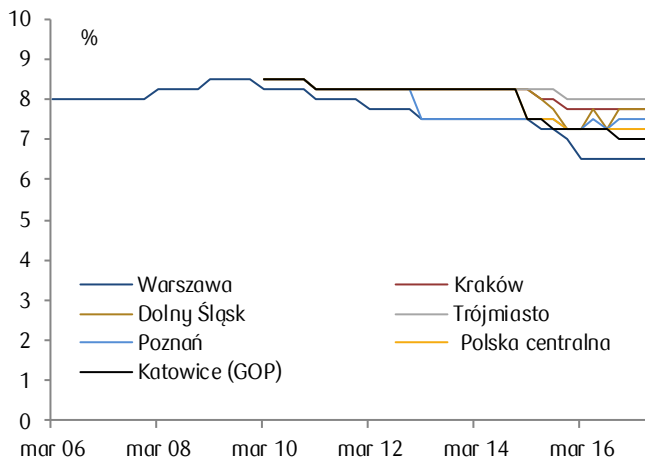
Wartości kapitałowe pozostają płaskie, na nieruchomości drugorzędne spadają.

#### Stopy kapitalizacji

	Stopy kapitalizacji biura	zmiana r/r (pb)	Stopy kapitalizacji handel	zmiana r/r (pb)	Stopy kapitalizacji magazyny	zmiana r/r (pb)
Warszawa	5,15	0	5,25	0	6,50	0
Kraków	5,85	-40	5,30	-10	7,75	0
Wrocław/Dolny Śląsk	5,85	-40	5,20	-30	6,75	-100
Trójmiasto	6,75	0	5,30	0	7,50	-50
Poznań	6,35	-40	5,50	0	7,25	-25
Łódź/Polska centralna	7,15	-35	5,75	0	7,25	0
Katowice (GOP)	7,25	0	5,20	-30	6,75	-25
Szczecin	x	x	6,75	0	x	x

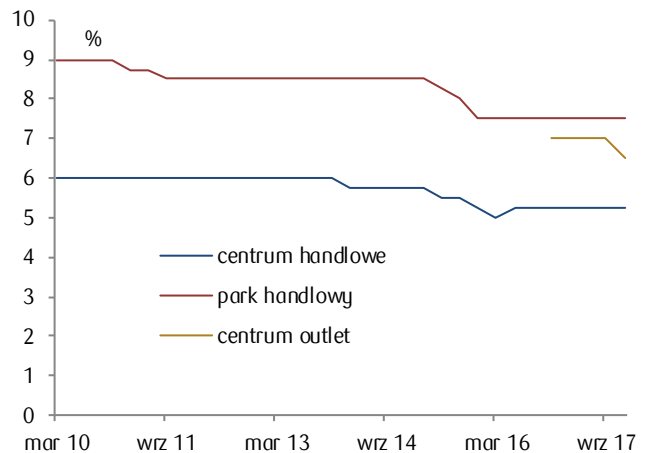
Źródło: Colliers International Polska

### Stopy kapitalizacji w sektorze magazynowym



Źródło: Colliers International Polska

### Stopy kapitalizacji wg rodzajów obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska

Na szerszym rynku europejskim mieliśmy od 2h17 do czynienia z zatrzymaną wieloletnią kompresją stóp kapitalizacji (do poziomu około 3,75%) oraz z prognozą trendu bocznego do łagodnie wzrostowego na lata 2018-2022. Licząc r/r w 2017 nastąpił na szerokim rynku europejskim wyraźny wzrost wartości kapitałowych.

Zgodnie z badaniami CBRE w 2017 wartości kapitałowe na całym rynku europejskim wzrosły o 6,2%. W tym czasie na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej wartości kapitałowe spadły o 0,2%. W konsekwencji wieloletniego trendu indeks wartości kapitałowych dla całej Europy jest obecnie na poziomie 98,1, kiedy w naszym regionie wynosi on 74,2 pkt.

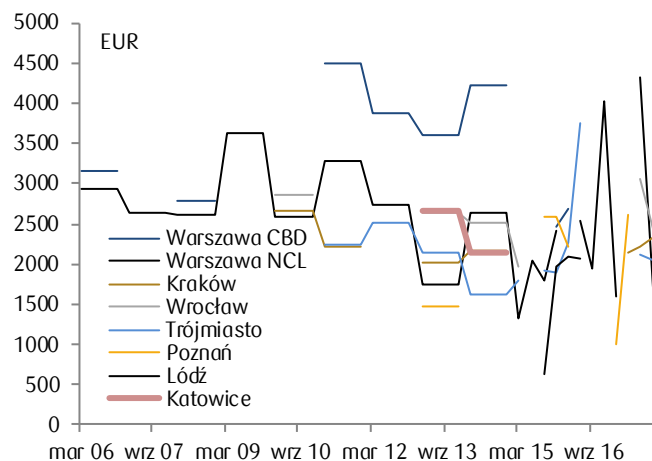
Utrzymujący się od wielu lat wzrost wartości kapitałowych na rynku europejskim doprowadził w ostatnich kwartałach do gwałtownego spadku europejskiego indeksu C&W Fair Value Index mierzącego poziom niedoszacowania wartości nieruchomości. W 2017 Index spadł z 57 do 42 punktów i jest na poziomie z początku 2016, a począwszy od 2h16 po raz pierwszy od kryzysu finansowego pozostaje na poziomie, który wskazuje na przeszacowane wartości nieruchomości.

Na szerokim rynku europejskim kontynuowana kompresja stóp kapitalizacji.

Od 2007 średnie wartości kapitałowe w naszym regionie spadają, w Europie Zachodniej rosną i są blisko poziomu 2007.

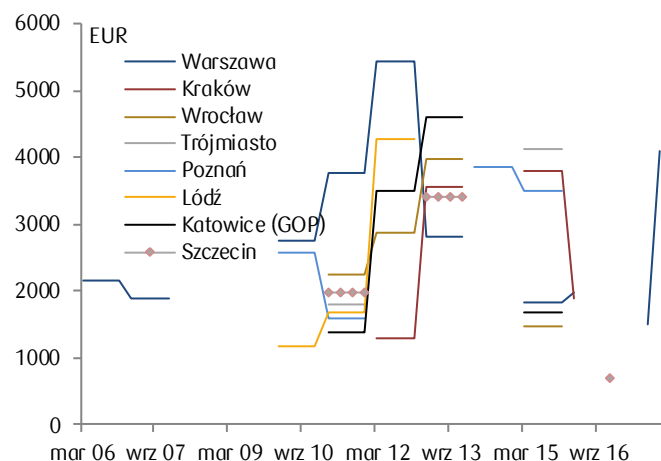
Na szerokim rynku europejskim widoczne są pierwsze oznaki przegrzania.

### Średnie ceny – sektor biurowy



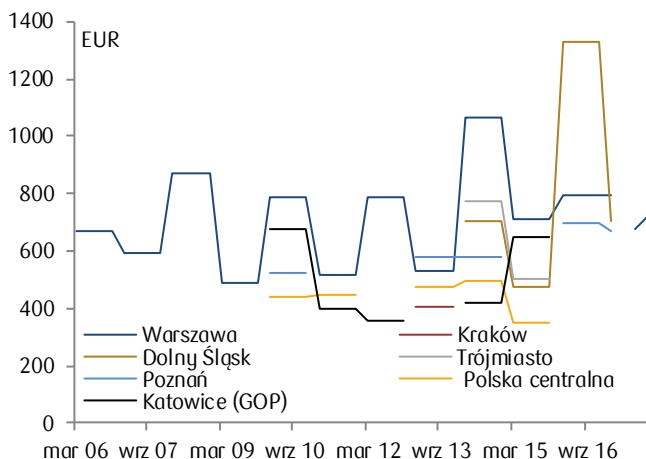
Źródło: Colliers International Polska

### Średnie ceny – sektor handlowy



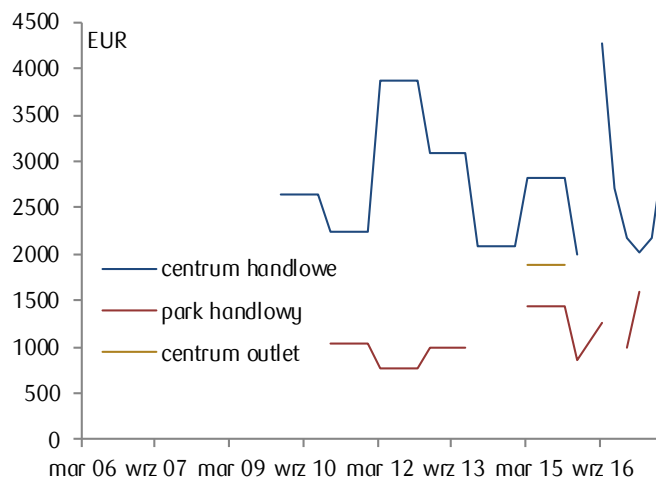
Źródło: Colliers International Polska

### Średnie ceny – sektor magazynowy



Źródło: Colliers International Polska

### Średnie ceny – rodzaje obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska

Słabsze zachowanie się wartości kapitałowych w Polsce w okresie pokryzysowym wynika z umiarkowanej kompresji stóp, płaskich lub spadających efektywnych wartości czynszowych, wysokiej elastyczności podaży, jak i również z osłabienia kursu PLN/EUR w okresie po kryzysie w 2008 (ceny nieruchomości komercyjnych liczone w PLN wskazywałyby na zdecydowanie wyższe aprecjacje)

Czynnikiem wpływającym hamująco na konwergencję cenową rynku polskiego z rynkami najbardziej rozwiniętymi jest, naszym zdaniem, generalnie obserwowany od początku kryzysu finansowego odwrót w sentymencie inwestycyjnym od rynków rozwijających się.

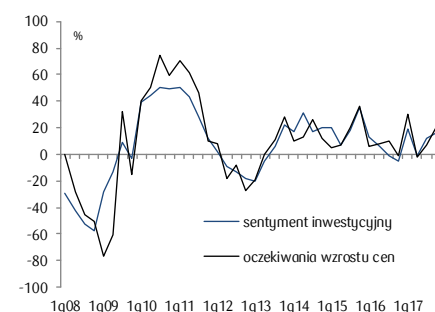
Mimo powyższego według badania RICS sentyment rynkowy pod koniec 2017 wzrósł zdecydowanie zarówno w porównaniu z końcem 1h17, jak i z końcem 2016. Poprawiły się zarówno oceny ogólnego sentymentu inwestycyjnego, jak i ocena perspektyw wzrostu wartości nieruchomości komercyjnych.

Mimo powyższego, oceny sentymentu na koniec 2017 pozostawały niższe od ocen z końca 1q17, a sam index pozostaje w trendzie bocznym od 2014.

Około 51% respondentów ocenia polski rynek za wyceniony na poziomie „fair value”, więcej respondentów uważa rynek za drogi (32%) niż za tani (16%). Mimo to respondenci oczekują wzrostu wartości kapitałowych w okolicach 2% dla nieruchomości prime oraz podobnych spadków dla nieruchomości drugorzędnych.

**Niska aprecjacja wartości kapitałowych w Polsce od 2008.**

### Sentyment rynkowy (RICS)



Źródło: RICS

#### 4. Podsumowanie i prognoza

Rok 2017 był kolejnym rokiem stabilnych cen, stóp kapitalizacji oraz stabilnego wolumenu transakcyjnego. Ponowny wzrost cen nieruchomości w Europie Zachodniej zwiększył różnice pomiędzy cenami nieruchomości w Polsce oraz na rozwiniętych rynkach zachodnioeuropejskich.

W 2017 obroty na rynku inwestycyjnym osiągnęły 4,38 mld EUR (bez sektora hoteli oraz mieszkań na wynajem) po spadku r/r o 3%. Jest to trzeci historycznie najwyższy wynik po 2006 (5 mld EUR) oraz 2016 (4,52 mld EUR).

W 2h17 wolumen obrotów po wzroście r/r o 29% do 3,19 mld EUR był na najwyższym półrocznym poziomie od 2006.

W 2017 wyjątkowo wysokie obroty odnotował sektor hoteli oraz mieszkań na wynajem, wynoszący blisko 400 mln EUR.

W 2h17 największy udział w transakcjach miał sektor biurowy. 2h17 było rekordowym półroczem pod względem półrocznego wolumenu transakcji w sektorze magazynowym.

W całym roku, jak w wielu latach poprzednich, dominującym sektorem pozostawał sektor handlowy.

W ostatnich latach coraz bardziej widoczny był trend rozwoju rynków regionalnych kosztem rynku warszawskiego. Po słabszym dla regionów 1h17, 2h17 ponownie było zdominowane przez transakcje na rynkach regionalnych.

Licząc wszystkie kraje Europy Środkowej wolumen transakcyjny był stosunkowo stabilny i po wyraźnych wzrostach w 2016 wzrósł w 2017 r/r zaledwie o 3%, do blisko 13 mld EUR.

Bazując na informacjach o negocjowanych transakcjach jak i zamknięciu w 1q18 transakcji sprzedaży portfela centrów handlowych Apollo Rida, przewidujemy, że wolumen transakcji powinien pozostawać stosunkowo wysoki również w 2018.

Mimo stosunkowo wysokich wolumenów od początku kryzysu finansowego Polska oraz region Europy Środkowo-Wschodniej, w porównaniu z wiodącymi rynkami Europy Zachodniej, wykazuje zdecydowanie słabszą dynamikę wzrostu wolumenu transakcji. Jest to wyraźne zwłaszcza biorąc pod uwagę zdecydowanie szybszą w naszym regionie dynamikę przyrostu zasobów.

Stopy kapitalizacji na polskim rynku inwestycyjnym pozostają w długoterminowym trendzie spadkowym. W 2017 referencyjne stopy kapitalizacji generalnie spadały na rynkach regionalnych, pozostając płaskie w Warszawie. Największe spadki w 2017 miały miejsce w sektorze magazynowym, najmniejsze natomiast w sektorze handlowym.

Mimo wieloletniej kompresji stóp kapitalizacji, wartości kapitałowe wyrażone w EUR w kraju pozostają zasadniczo stabilne, ma to miejsce ze względu na długotrwały spadek efektywnych czynszów transakcyjnych.

Na rynku obserwuje się rosnące zróżnicowanie między wartościami kapitałowymi nieruchomości typu prime oraz sektora sub prime. Przy rosnącym znaczeniu wolumenowym produktów sub prime oraz płaskich cen obiektów prime powoduje to spadek średniej ceny transakcyjnej 1 m<sup>2</sup> powierzchni całego sektora nieruchomości komercyjnych.

Rok względnej stabilizacji na rynku.

Nadal stosunkowo wysokie obroty na rynku mimo niewielkiego spadku r/r.

Wyjątkowo wysokie obroty w 2017 zanotował sektor hoteli.

W 2h17 wysokie obroty sektora biurowego oraz magazynowego, w całym 2017 największe obroty ponownie w sektorze handlowym.

Stabilizacja na szerokim rynku w regionie.

Prognozujemy kontynuację wysokich obrotów w 2018.

Mimo powyższego, rynek nadal odnotowuje relatywnie niskie obroty w porównaniu ze wzrostem zasobów.

Stopy kapitalizacji nadal pozostają w trendzie spadkowym. W 2017 spadki odnotowano wyłącznie w regionach.

Wartości kapitałowe pozostają w długotrwałym trendzie bocznym.

Pod względem dynamiki wartości szerokiego sektora nieruchomości komercyjnych Polska wraz z regionem zdecydowanie odstaje od reszty Europy. Zgodnie z badaniami CBRE w 2017 wartości kapitałowe na całym rynku europejskim wzrosły o 6,2%. W tym czasie na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej wartości kapitałowe spadły o 0,2%. **W konsekwencji wieloletniego trendu indeks wartości kapitałowych dla całej Europy jest obecnie na poziomie 98,1pkt., kiedy w naszym regionie wynosi on 74,2 pkt.**

Dojrzewanie cyklu koniunkturalnego spowodowało, że w ostatnich kwartałach doszło do gwałtownego spadku europejskiego indeksu C&W Fair Value Index, mierzącego poziom niedoszacowania nieruchomości. Indeks spadł w trakcie 2017 z 57 do 42 punktów i jest na poziomie z początku 2016, a od 2h16 po raz pierwszy od kryzysu finansowego pozostaje na poziomie, który wskazuje na przeszacowane wartości nieruchomości.

Jedną z przyczyn płaskiego zachowania się cen nieruchomości komercyjnych w Polsce oraz w regionie jest wysoka elastyczność podaży wynikająca z szybkiego rozwoju branży deweloperskiej oraz nadal stosunkowo wysokiej dostępności gruntów inwestycyjnych. Kolejną jest gorsze niż w poprzednim cyklu koniunkturalnym postrzeganie rynków wschodzących przez inwestorów instytucjonalnych.

W ostatnich 2 latach na rynek inwestycyjny istotny wpływ miało otoczenie prawne rynku nieruchomości. Kwestie takie jak podatek handlowy, zakaz handlu w niedziele, zmiany w naliczaniu podatku CIT, kwestie rozliczeń podatku VAT przy transakcjach inwestycyjnych oraz niejasny przekaz dotyczący wprowadzenia wehikułów inwestycyjnych REIT odbiły się negatywnie na postrzeganiu polskiego rynku inwestycyjnego. Naszym zdaniem, ograniczenie zagrożeń wynikających z dalszych zmian legislacyjnych będzie miało pozytywny wpływ na sentyment rynkowy już od 2018.

Wartości kapitałowe w regionie oraz w Polsce odstają coraz bardziej od rozwiniętych rynków Europy Zachodniej.

Odsezonowany indeks wycen (C&W Fair Value Index) dla szerokiego rynku europejskiego osiągnął poziom z początku 2006.

Ograniczona aprecjacja cen na polskim rynku inwestycyjnym jest również wynikiem wysokiej elastyczności podaży nieruchomości, gorszego postrzegania regionu

...oraz ograniczonego popytu związanego z okresem nawarstwienia zmian legislacyjnych.

## 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.

**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, gdzie ustala się scenariusz przyszłych zmian w wartości czynszowych oraz przyszłych stóp kapitalizacji.

Niniejszy materiał ma charakter informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł