

28 maja 2020

Rynek inwestycyjny 4q19

- W 2019 wolumen transakcyjny na rynku krajowym ponownie był bardzo wysoki (7,2 mld EUR), był gorszy jedynie od wyniku za 2018 (7,4 mld EUR). Wolumen za 2h19 był najwyższy w historii (4,7 mld EUR) dla takiego okresu. W samym 4q19 po raz pierwszy kwartalne obroty przekroczyły 3 mld EUR.
- W 2019 referencyjne stopy kapitalizacji obniżyły się na wielu rynkach biurowych oraz magazynowych. Stopy zanotowały historyczne minima (4,5% na stołecznym rynku biurowym).
- Wysoki wolumen w Polsce w 2019 wpisał się w rekordowe wyniki obrotów na rynku globalnym oraz europejskim.
- W 2019 rekordowy wolumen odnotowano na rynku biurowym, zwłaszcza wysokie były obroty na rynku warszawskim. Ponownie osłabł rynek handlowy.
- Krajowy rynek inwestycyjny w 2019 ponownie pozostał zdominowany przez nabywców zagranicznych. W 2019 inwestorzy z regionu Europy Środkowo-Wschodniej CPI Group oraz Wing zaczęli odgrywać istotną rosnącą rolę. Brak legislacji w kierunku krajowego REIT ogranicza bazę inwestorów krajowych.
- W przeważającej części 1q20 płynność rynku pozostawała bardzo dobra zarówno na rynku światowym (w tym europejskim), jak i polskim. Jednak w samym marcu 2020 według danych Colliers obroty na świecie spadły o 67%. Sytuacja w kwietniu 2020 uległa dalszemu pogorszeniu.
- Długookresowy wpływ obecnego kryzysu gospodarczego wywołanego reakcją na epidemię Covid-19 na rynek inwestycyjny jest nadal trudny do oszacowania. W krótkim terminie nastąpiło zamrożenie rynku, ale po nim może nastąpić wyraźne odbicie. Już w czerwcu możemy widzieć zamykanie istotnych transakcji, zwłaszcza w segmencie magazynowym.
- W dłuższym terminie wpływ na rynek inwestycyjny będzie mieć nie tylko ogólna sytuacja makroekonomiczna oraz płynność na rynku finansowym. Kryzys Covid-19 prawdopodobnie dosyć głęboko wpłynie na strukturę popytu na powierzchnie. Rynek handlowy, który już wchodził w fazę osłabienia, zdecydowanie najbardziej negatywnie odczuje skutki Covid-19.
- W ostatnich miesiącach przyzwyczajenia konsumenckie silnie przeobraziły się w kierunku e-commerce, wielu klientów nie wróci już do centrów handlowych w skali sprzed pandemii.
- Przewidujemy, że wiele transakcji na rynku handlowym zostanie opóźnionych, rynek będzie restartował z mniejszymi transakcjami obiektów typu „park handlowy”, inwestorzy oraz instytucje finansujące będą bacznie przyglądać się renowacjom czynszowym, a ustalenie przejrzystych poziomów czynszów rynkowych może potrwać kilka kwartałów.
- W przypadku nieruchomości biurowych kluczowym będzie rozpoznanie dynamiki pracy zdalnej przez potencjalnych inwestorów oraz ocena przyszłości najemców co-workingowych. Przewidujemy, że wiele transakcji zostanie zastopowanych zanim potencjał przyszłej absorpcji nie zostanie przetestowany oraz większa liczba umów najmu nie zostanie zawarta, co umożliwi ocenę wartości czynszowych.

Departament Analiz Ekonomicznych

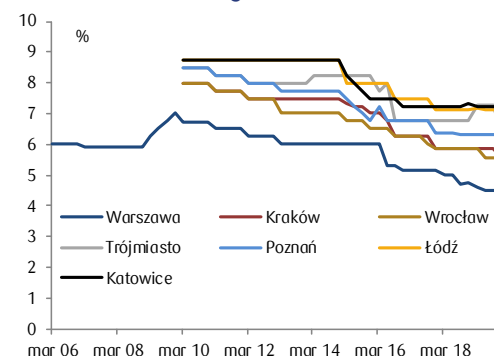
Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki
(22) 521 72 24

Zespół Analiz Makroekonomicznych

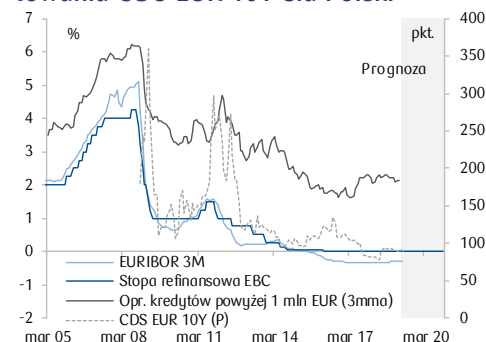
(uwarunkowania makro)
(22) 521 81 34

Stopy kapitalizacji (minimalne) w sektorze biurowym



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.

- Zdecydowanie najmniej dotknięty przez Covid-19 będzie segment magazynowy; rynek najmu powierzchni magazynowych może w długim terminie okazać się beneficjentem zmian wywołanych przez epidemię.

- Do końca 2019 stopy kapitalizacji znajdowały się w łagodnym trendzie spadkowym. W 2019 referencyjne stopy kapitalizacji obniżyły się w Warszawie do rekordowo niskich poziomów (4,5% biura), spadając na wielu rynkach regionalnych, gdzie również odnotowano ich minimalne poziomy.

- W 2019 uśrednione wartości kapitałowe w kraju wskazywały lekki wzrost, najbardziej widoczny w sektorach magazynowym oraz biurowym.

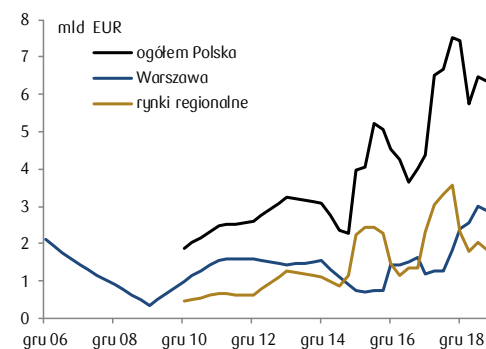
- Dane hedoniczne opracowane przez CBRE wskazują na rozpoczęcie od połowy 2017 wzrostu wartości nieruchomości komercyjnych dla całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec 2h19 wartości są o 3,9% wyższe r/r, w samym 2h19 rosnąc o 2,3%. Mimo powyższego, wartości hedoniczne dla naszej części Europy pod koniec 2019 były nadal najniższe w odniesieniu do benchmarku, jakim jest 2007, wynosząc 79,6%.

- Według badania RICS, sentyment rynkowy na krajowym rynku inwestycyjnym na koniec 4q19 spadł o 3 pkt r/r, jednocześnie wzrósł w porównaniu z 3q19 (o 4 pkt do 14 pkt). W 1q20 sentyment spadł dosyć gwałtownie do -5 pkt, co jest najgorszym wynikiem od 2013. Badania przeprowadzone w 1q20 pokazały spadki na każdym z badanych rynków. W przypadku Polski sentyment jest na 6. najwyższym poziomie, najmniej negatywnym na 34 rynki, a spadek sentymentu zdecydowanie słabszy od średniej.

- Epidemia Covid-19 będzie miała długoterminowe skutki na wartościach kapitałowych nieruchomości komercyjnych. Wiele zależy od tego, czy nastąpi druga fala zamrożenia oraz od tego, w jaki sposób sytuacja makroekonomiczna będzie się kształtowała po zdjęciu obostrzeń. Nawet w przypadku scenariusza optymistycznego, zakładającego odbicie aktywności gospodarczej w kształcie V obawiamy się, że wpływ na ceny może być długotrwały, zwłaszcza w sektorze handlowym. Możliwe są istotne spadki również w sektorze biurowym. Rynki nieruchomości mają tendencję do powolnych dostosowań cenowych, lecz szybkiej reakcji płynnościowej.

- Najmniejszego spadku cen lub wręcz ich stabilizacji oczekujemy w segmencie nieruchomości magazynowych. Rynek ten jest najbardziej płynny, a dodatkowo szybki wzrost e-commerce, w tym sprzedaży żywności, będzie utrzymywał rynek najmu na zdrowym poziomie.

Wolumen transakcji inwestycyjnych (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

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

Pod koniec 2019 nastąpiło schłodzenie krajowej koniunktury (wzrost PKB w 4q19 wyniósł 3,2% r/r) **widoczne zarówno w danych o konsumpcji prywatnej, jak i inwestycjach. Na wciąż korzystne perspektywy gospodarcze w 2020 (i dobre wyniki gospodarki w styczniu i lutym) nałożył się wybuch epidemii koronawirusa w Europie, która w marcu dotarła do Polski.** Wprowadzone w drugiej połowie marca restrykcje generują duży koszt gospodarczy (chroniący przed jeszcze większym kosztem, którym byłoby niekontrolowane rozlanie się epidemii). W przypadku Polski wzrost PKB w 1q20 zwolnił do 1,9% r/r. Utrzymanie restrykcji przez cały kwiecień oznacza, że **gospodarka Polski znalazła się w 2q20 w pierwszej od prawie 30 lat recesji**, której długość i głębokość zdeterminowana będzie m.in. przez to, w jakim tempie będzie odmrażana aktywność gospodarcza. Silny wzrost niepewności negatywnie oddziałuje na decyzje inwestycyjne firm i gospodarstw domowych, co zaowocuje zaburzeniami także na rynku nieruchomości.

W pierwszych dwóch miesiącach 2020 Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła poziomu podstawowych stóp procentowych, a w wypowiedziach jej członków dominowała retoryka wskazująca na wysokie prawdopodobieństwo stabilizacji stop procentowych co najmniej do końca 2020. Spowodowane wybuchem pandemii gwałtowne pogorszenie perspektyw gospodarki oraz zaburzenia na krajowym rynku finansowym (m.in. spadek płynności rynku obligacji skarbowych) wywołały działania Zarządu NBP oraz RPP: (1) redukcję stóp procentowych (stopa referencyjna o 50 pkt bazowych do 1,00% i stopa lombardowa o 100 pkt bazowych do 1,50%); (2) redukcję stopy rezerwy obowiązkowej (z terminem od 30 kwietnia) do 0,5% z 3,5% i jednocześnie podwyższenie oprocentowania środków zgromadzonych na rezerwie do 1,0% z 0,5%; (3) wprowadzenie operacji repo zasilających banki w płynność; (4) wprowadzenie skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym, wprowadzenie kredytu wekslowego dla banków (z oprocentowaniem 1,10%) przeznaczonego na finansowanie akcji kredytowej skierowanej do przedsiębiorstw niefinansowych. 8 kwietnia, na skróconym, jednodniowym posiedzeniu, RPP ponownie obniżyła stopy procentowe o 50pb. **Stopa referencyjna spadła tym samym do nowego historycznego minimum na poziomie 0,50%.**

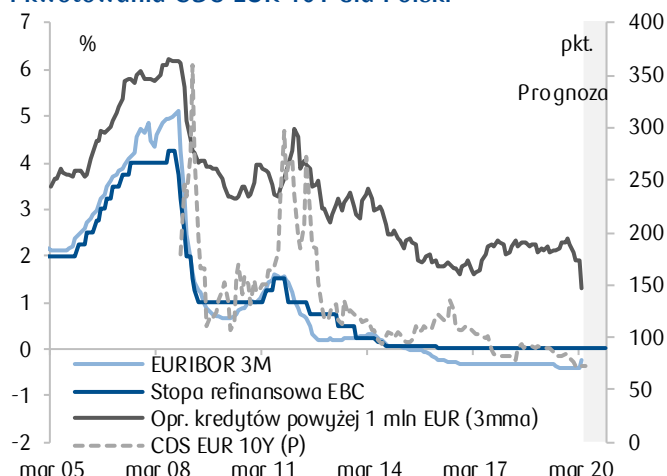
Reakcją na bezprecedensową globalną recesję są podejmowane od marca działania luzujące warunki monetarne na świecie. EBC: (1) poluzował warunki na jakich przeprowadzane są operacje TLTRO-III od czerwca 2020 do czerwca 2021, których minimalne oprocentowanie może wynieść -1% (obniżka o 25pb); (2) wprowadził długookresowe operacje pandemiczne PELTRO, w celu wspierania płynności sektora bankowego; (3) zapowiedział, że będzie kontynuował skup aktywów w ramach pandemicznego programu PEPP, na kwotę 750 mld EUR, co najmniej do końca roku, oraz dopóki nie skończy się kryzys związany z epidemią; (4) zapowiedział, że program skupu aktywów APP będzie kontynuowany w kwocie 20 mld EUR miesięcznie, co najmniej do końca roku i tak długo, jak będzie to konieczne; (5) pozostawił stopy bez zmian (refinansowa 0,00%, kredytowa 0,25%, i depozytowa - 0,50%) i nadal spodziewa się, że będą na obecnym lub niższym poziomie, dopóki inflacja trwale nie powróci do celu. Na dwóch nieplanowanych posiedzeniach w marcu FOMC zadecydował o obniżeniu stóp procentowych łącznie o 150pb (stopa fed funds do 0,00-0,25%). Ponadto Fed wznowił skup skarbowych papierów wartościowych oraz papierów zabezpieczonych na kredytach hipotecznych. Jednocześnie zniesiono wymóg utrzymywania rezerw przez banki (od 26 marca), obniżono

Restrykcje nałożone w efekcie epidemii spowodowały, że gospodarka Polski znalazła się w 2q20 w pierwszej od prawie 30 lat recesji.

Oczekujemy, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian (stopa referencyjna na poziomie historycznego minimum 0,50%) co najmniej do końca 2022.

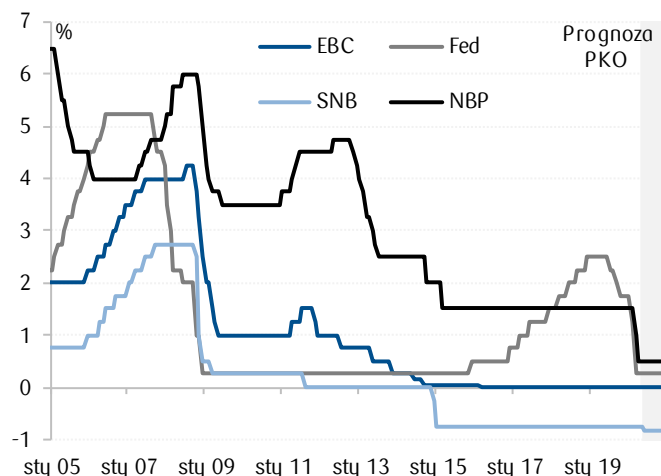
W najbliższych kwartałach, a nawet latach, stopy procentowe w strefie euro i w USA pozostaną na historycznych minimach, a szanse na podwyżki stóp są minimalne.

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.

stopę kredytów dla banków (w ramach okna dyskontowego) o 150pb do 0,25% (oprócz 100pb obniżenia przedziału dla stopy fed funds o 50pb zmniejszono spread do tej stopy), wydłużając termin operacji do 90 dni (z ON). Zachęcono również banki do wykorzystywania ich buforów kapitałowych oraz płynnościowych do udzielania kredytów. Kontynuowany będzie także skup (w ramach operacji repo) papierów skarbowych przy stopie 0,00% (i limicie do 30 mld USD dziennie dla kontrahenta). Zarówno EBC jak i Fed zapowiedziały, że polityka pieniężna pozostanie ultra łagodna tak długo, jak to będzie konieczne. W przewidywalnej przyszłości nie spodziewamy się podwyżek stóp procentowych w strefie euro i w USA.

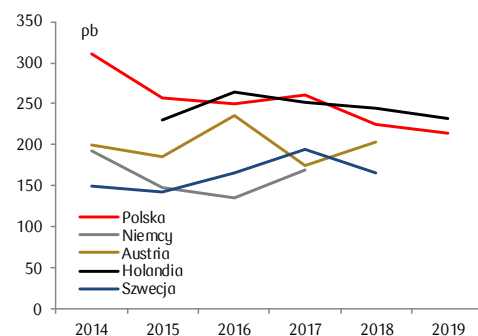
Ogólnosiwiatowa recesja oraz napięcia (geo)polityczne sprzyjają wzrostowi awersji do ryzyka i odpływowi kapitału z gospodarek rozwijających się, co wspiera scenariusz utrzymywania się relatywnie słabego złotego względem poziomów obserwowanych historycznie. Oznacza to, że w ciągu najbliższych 2 lat kurs złotego może pozostać w przedziale 4,40-4,60 PLN/EUR.

Według ostatnich dostępnych badań ankietowych KPMG (z 2q19) marże (na EURIBOR 3M) przy kredytach inwestycyjnych zabezpieczonych nieruchomościami komercyjnymi (biurowymi) wynoszą średnio 215pb po spadku o 10pb r/r. Badania KPMG wskazują, na wymagany poziom przynajmniej na polskim rynku nie odbiega od wiodących rynków europejskich (Holandii).

W ostatnim roku wymagany przynajmniej wzrost dla sektora magazynowego oraz handlowego, pozostając niezmienny dla sektora biurowego. Obecnie plasuje się on na poziomie 70% dla sektora magazynów, 60% dla sektora handlu oraz 40% dla sektora biur.

Według badań C&W przeprowadzonych w kraju w obecnej rzeczywistości Covid-19 odnotowano zdecydowane opóźnienia w wydawaniu decyzji kredytowych, proponowane warunki są bardziej konserwatywne a dostęp do finansowania ma bardziej ograniczoną liczbę podmiotów; preferowanymi segmentami są magazyny i w mniejszym stopniu biura. Odnotowano wzrost marż o 20-35 pb.

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

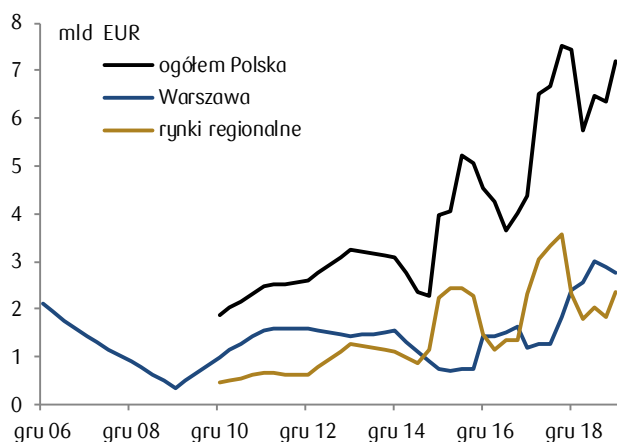


Źródło: KPMG.

Ograniczania w finansowaniu nieruchomości w sytuacji post Covid-19

2. Wolumen i płynność rynku

Wolumen transakcji inwestycyjnych (4q skum.)



Źródło: Colliers International Polska.

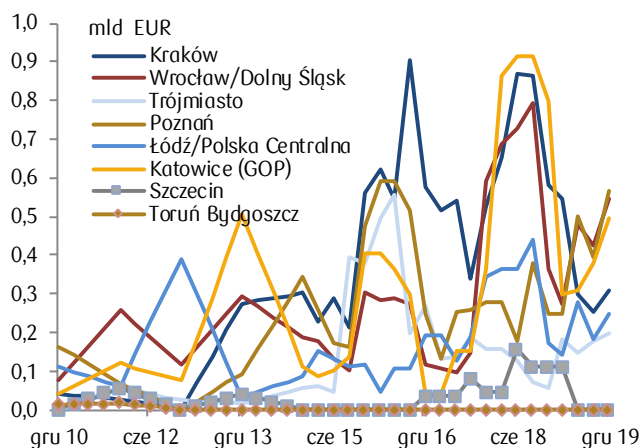
Wolumen w całym 2019 był bliski historycznych maksimów z 2018, osiągając 7,2 mld EUR, po spadku o około 200 mln EUR r/r.

Pod względem wolumenu transakcyjnego 2h19 był rekordowym półroczem na krajowym rynku inwestycyjnym, wynosząc po wzroście o blisko 19% r/r, niemal 4,7 mld EUR.

Najlepszym kwartałem był 4q19 (3 mld EUR), również w tym okresie odnotowano wyjątkowo wysoki wynik transakcji w sektorze handlowym za ponad 1 mld EUR w wyniku zamknięcia kilku transakcji portfelowych. W całym 2019 segment nieruchomości handlowych słabł, a wysoki wynik za 4q19 jest w naszej ocenie wydarzeniem jednorazowym.

W całym 2019 ponownie i jeszcze silniej niż w 2018, rynek był zdominowany transakcjami sektora biurowego, co sprzyjało rynkowi warszawskiemu, na którym zamknięto transakcje na rekordowym poziomie 2,75 mld EUR.

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



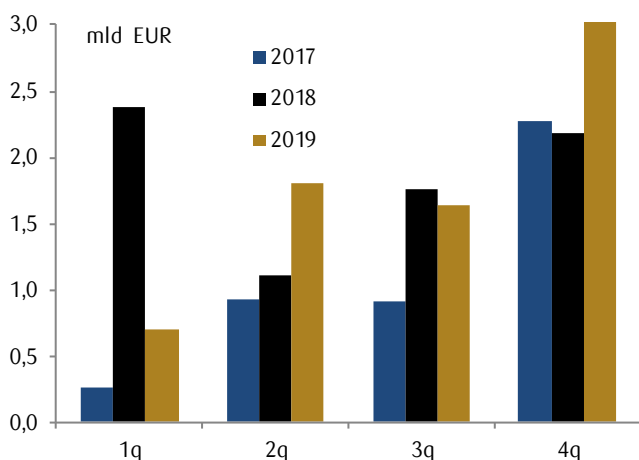
Źródło: Colliers International Polska.

2019 był niemal rekordowy pod względem wolumenu transakcyjnego.

W 4q19 odnotowano historycznie najlepszy wynik kwartalnych obrotów.

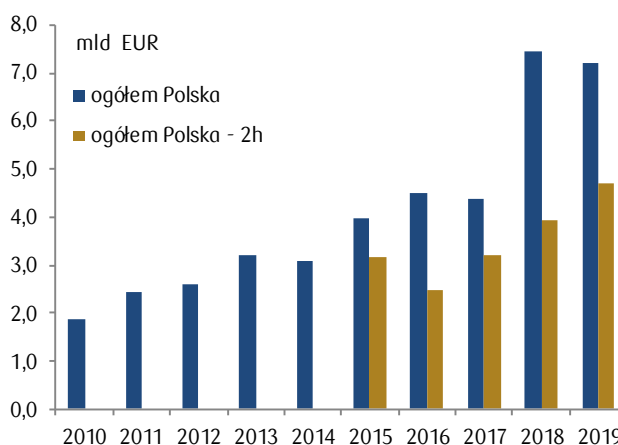
Rynek był zdominowany transakcjami biurowymi, zwłaszcza w Warszawie.

Kwartałny wolumen transakcji inwestycyjnych



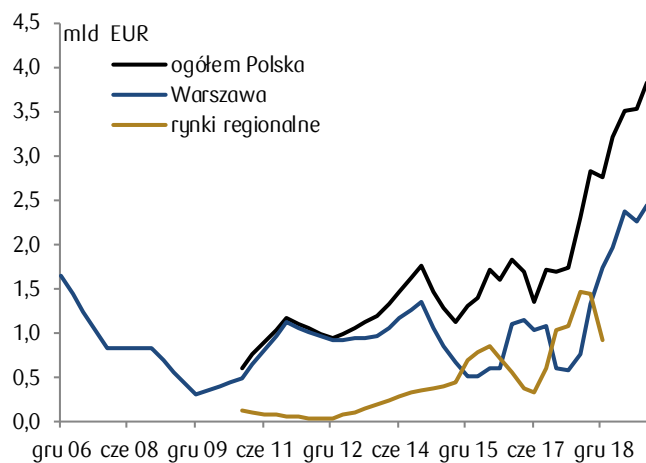
Źródło: Colliers International Polska.

Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych



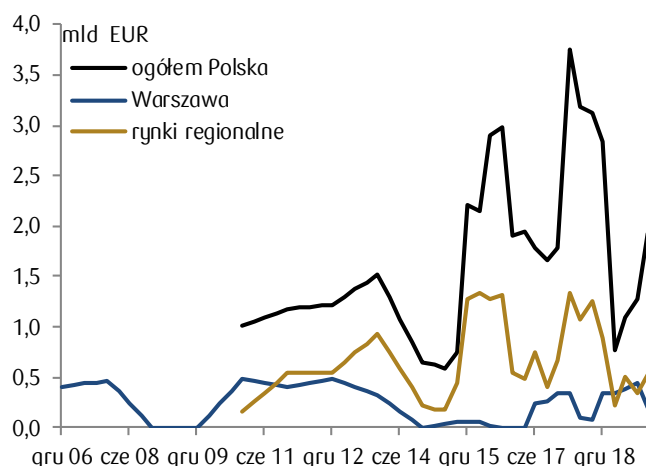
Źródło: Colliers International Polska.

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



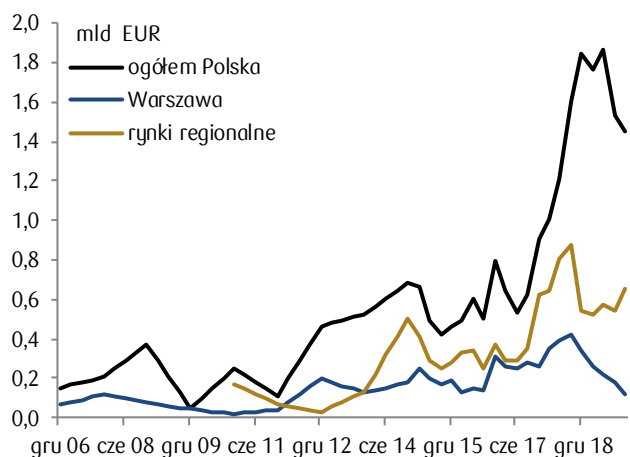
Źródło: Colliers International Polska.

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



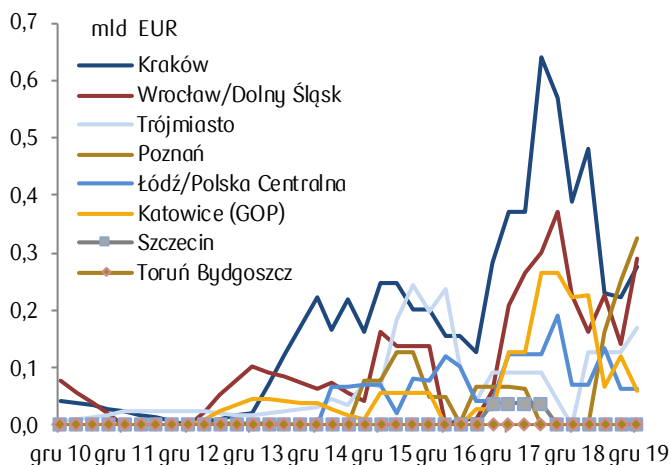
Źródło: Colliers International Polska.

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



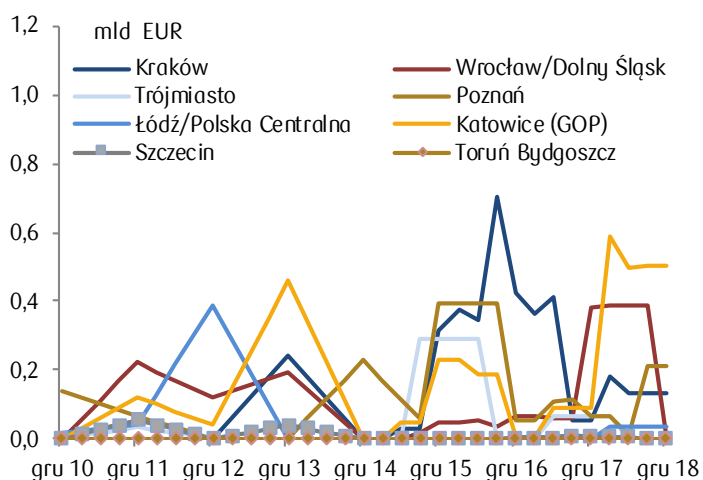
Źródło: Colliers International Polska.

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



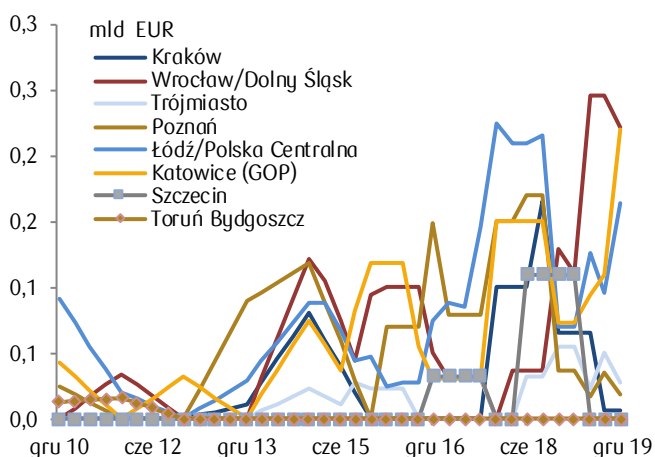
Źródło: Colliers International Polska.

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	2018	2019	2h18	2h19
Warszawa	982	1 567	1 584	1 417	1 533	739	1 408	1 196	2 406	2 754	1 896	1 669
Regiony	883	891	1 027	1 809	1 551	3 234	3 108	3 188	5 036	4 448	892	1 236
Ogółem Polska	1 865	2 458	2 612	3 226	3 085	3 973	4 516	4 384	7 443	7 202	3 951	4 696
Biura	607	1 161	934	1 181	1 765	1 306	1 817	1 695	2 754	3 830	1 816	2 137
Handel	1 008	1 184	1 215	1 523	637	2 199	1 906	1 787	2 845	1 923	629	1 469
Magazyny	249	112	463	523	683	467	792	902	1 844	1 449	1 506	1 090

Źródło: Colliers International Polska.

Wg danych CBRE, rynek polski pozostawał zdecydowanie zdominowany przez nabywców zagranicznych (udział polskich podmiotów to zaledwie 2%). Rynek polski jest unikatowy w skali regionu pod względem ograniczonego poziomu kapitału krajowego. W 2019 umocnili się inwestorzy z Czech (9%). Największy udział rynkowy pozostaje wśród nabywców z Europy Zachodniej (Niemcy 12%, UK 12%).

Kluczowe transakcje obejmowały: zakup Warsaw Spire Tower przez Immofinanz od Ghelamco i Madison International Realty (386 mln EUR), sprzedaż Warsaw Financial Center przez konsorcjum Allianz/Tristan Capital Partners do CPI Property Group, sprzedaż Atrium Felicity oraz Atrium Koszalin do ECE (298 mln EUR).

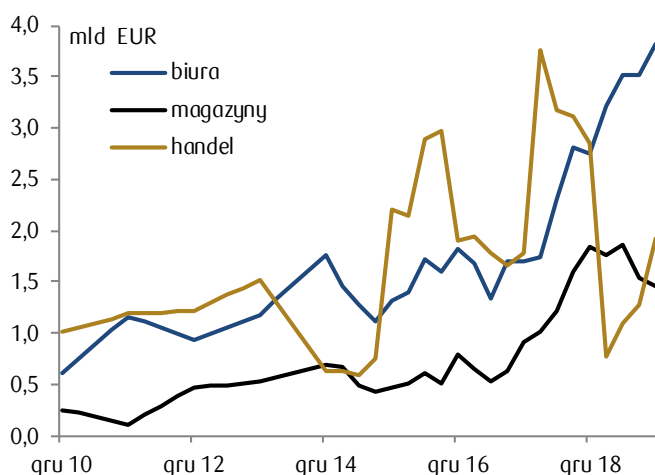
W 2019 silny wolumen transakcyjny w kraju wpisywał się w wyniki na rynku światowym oraz europejskim, które po niewielkim spadku w 2018 ponownie rosły w 2019. Na szerokim rynku europejskim wolumen wzrósł w 2019 o 2% r/r; 4q19 był najlepszy ze wzrostem o 19% r/r (dane CBRE), na rynku globalnym odnotowano 3% wzrost obrotów r/r w całym roku oraz 10% wzrost r/r w 4q19 (dane JLL). Podobnie jak w Polsce, na rynku globalnym 2h19 była zdecydowanie lepsza od 1h19.

W dalszym ciągu krajowy rynek inwestycyjny zdominowany jest przez nabywców zagranicznych; umocnienie inwestorów z regionu Czech i Węgier.

Znaczące transakcje głównie z sektora biurowego

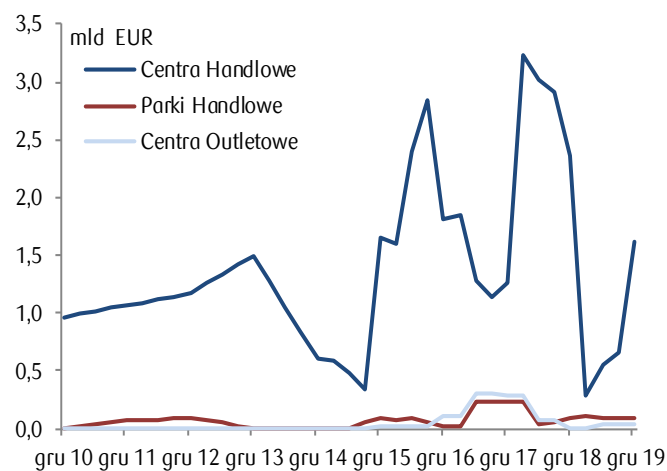
Wysoki wolumen w kraju wpisał się w ożywienie na szerokim rynku światowym i europejskim.

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.

Bardzo dobry wynik za 1q20 w Polsce oraz w Europie wskazuje, że rynek nieruchomości wszedł w rzeczywistość epidemii Covid-19 mocno rozpędzony. Dobrym sygnałem było zamykanie transakcji nawet w drugiej połowie marca 2020. W całym marcu wolumen spadł na rynku światowym o 67%. Obroty w kraju zdominowały magazyny oraz biura z zaledwie 5% udziałem handlu. Przypuszczamy jednak, że rynek wykaże zdecydowany spadek w 2q20 zwłaszcza w pierwszej połowie kwartału. Natomiast po powrocie do normalnej pracy instytucji odpowiedzialnych za umożliwienie obrotu nieruchomościami w maju 2020 sytuacja na rynku inwestycyjnym jeszcze długo nie wróci do normy.

Zanim zobaczymy istotny wolumen na rynku inwestorzy będą starać się oszacować, jak nieruchomości komercyjne będą funkcjonować w nowej rzeczywistości sanitarno-ekonomicznej.

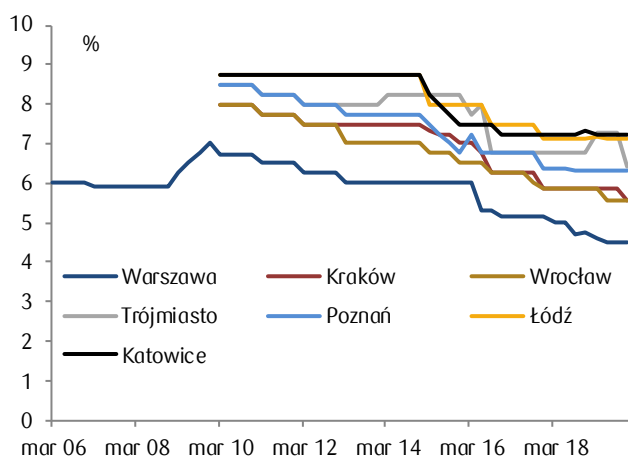
Wraz z pogarszającym się od kilku lat nastawieniem inwestorów wobec sektora nieruchomości handlu, w sytuacji dodatkowych utrudnień w funkcjonowaniu ze względu na przyjęte obostrzenia sanitarne, przewidujemy silny oraz prawdopodobnie trwały spadek zainteresowania sektorem handlowym. Sektor nieruchomości biurowych będzie również miał silne wyzwania w najbliższych latach, inwestorzy będą oceniać rozwój pracy zdalnej na popyt na powierzchnie biurowe. Natomiast w sytuacji post Covid-19 przewidujemy silny wzrost transakcji inwestycyjnych w sektorze magazynowym.

W zamrożenie gospodarki rynek inwestycyjny wszedł z dobrymi wynikami za 1q20 zarówno w Polsce, jak i na świecie.

Przewidujemy długotrwały oraz silny spadek obrotów na rynku nieruchomości handlowych.

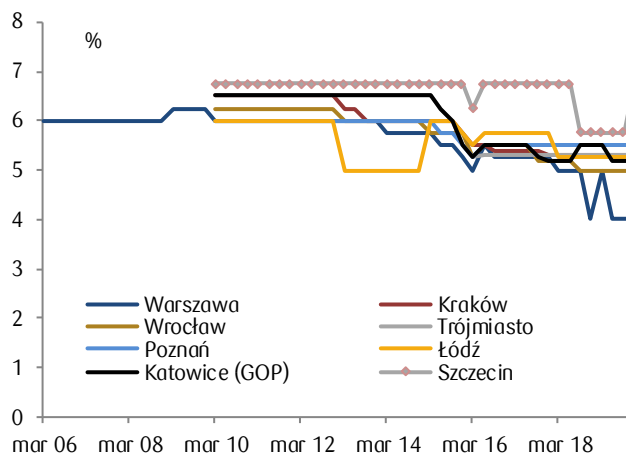
3. Ceny oraz stopy kapitalizacji

Stopy kapitalizacji – sektor biurowy



Źródło: Colliers International Polska.

Stopy kapitalizacji – sektor handlowy



Źródło: Colliers International Polska.

Stopy kapitalizacji na krajowym rynku inwestycyjnym pozostawały na koniec 2019 w długoterminowym trendzie spadkowym. W trakcie 2019 referencyjne stopy kapitalizacji obniżyły się na wielu rynkach biurowych oraz magazynowych. Na rynku handlowym w 2019 odnotowano stabilizację.

W 2019 uśrednione wartości kapitałowe wskazywały na lekkie wzrosty, podobnie jak w 2018 najbardziej widoczny był on w sektorach magazynowym oraz biurowym. Wartości kapitałowe na rynku krajowym nadal wykazują się stosunkowo niewielką dynamiką oraz niskim poziomem (za wyjątkiem centralnie położonych obiektów biurowych w stolicy) w porównaniu ze szczytem cyklu koniunkturalnego z 2007.

Dane hedoniczne opracowane przez CBRE wskazują na rozpoczęcie od połowy 2017 wzrostu wartości nieruchomości komercyjnych dla całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec 2h19 wartości są tam o 3,9% wyższe r/r, w samym 2h19 rosnąc o 2,3%. Jednak Zachodnia Europa kontynentalna ponownie odnotowała szybszy wzrost cen niż nasz region (4,7% r/r oraz 2,7% w 2h19). Wzrost wartości kapitałowych w 2019 był szybszy w porównaniu z 2018 zarówno w naszym regionie, jak i w Zachodniej Europie kontynentalnej. Sytuacja na największym w Europie rynku brytyjskim pozostawała trudna.

Stopy kapitalizacji na koniec 2019 pozostawały w długotrwałym trendzie spadkowym.

W 2019 wartości kapitałowe dla nieruchomości biurowych oraz magazynowych nieznacznie wzrastały.

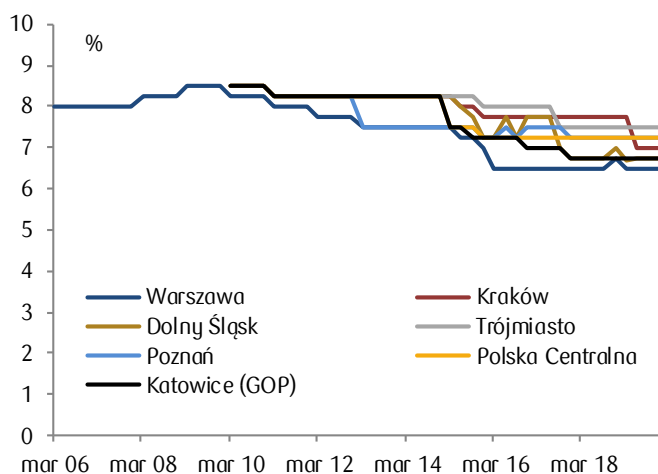
Hedoniczny indeks CBRE dla regionu Europy Środkowej wzrósł o 3,9% r/r, ponownie wolniej niż w Europie Zachodniej.

Stopy kapitalizacji

	Stopy kapitalizacji biura		Stopy kapitalizacji handel		Stopy kapitalizacji magazyny	
		zmiana r/r (pb)		zmiana r/r (pb)		zmiana r/r (pb)
Warszawa	4,50	-25	4,00	0	6,50	-25
Kraków	5,55	-30	5,30	0	7,00	-75
Wrocław/Dolny Śląsk	5,55	-30	5,00	0	6,75	-25
Trójmiasto	6,40	-35	5,30	0	7,50	0
Poznań	6,30	0	5,50	0	7,25	0
Łódź/Polska Centralna	7,15	0	5,25	0	7,25	0
Katowice (GOP)	7,25	-10	5,20	-30	6,75	0
Szczecin	x	x	6,75	100	x	x

Źródło: Colliers International Polska.

Stopy kapitalizacji w sektorze magazynowym



Źródło: Colliers International Polska.

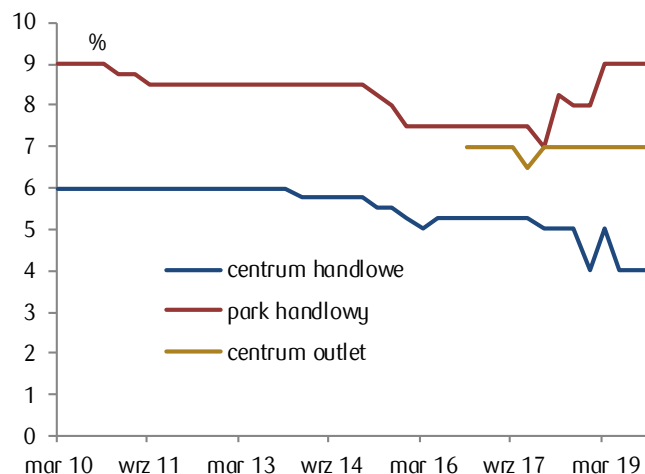
Ponownie w 2019 wartości kapitałowe nieruchomości magazynowych wzrosły najszybciej, o ponad 8,2% r/r. Wartości dla biur wzrosły o 6,2% r/r, natomiast wartości nieruchomości handlowych spadły o 3,6% r/r, był to kolejny rok spadków w tym segmencie.

Ogółem indeks dla Europy (bez UK) osiągnął na koniec 2019 104,8%, tym samym ceny nieruchomości komercyjnych po raz pierwszy są na poziomie wyższym od okresu szczytu cyklu koniunkturalnego z końca 2007.

Na szerszym rynku europejskim mamy (mimo chwilowego zatrzymania w 2018) do czynienia z wieloletnią kompresją stóp kapitalizacji (do poziomu około 3,6%) oraz z prognozą trendu poziomego na lata 2019-2024 (CBRE).

Stagnacja wartości kapitałowych w Polsce oraz w szerszym regionie Europy Środkowej w okresie pokryzysowym wynika z jednej strony z umiarkowanej kompresji stóp kapitalizacji, płaskich lub spadających efektywnych wartości czynszowych i wysokiej elastyczności podaży, jak również z osłabienia kursu PLN/EUR.

Stopy kapitalizacji wg rodzajów obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska.

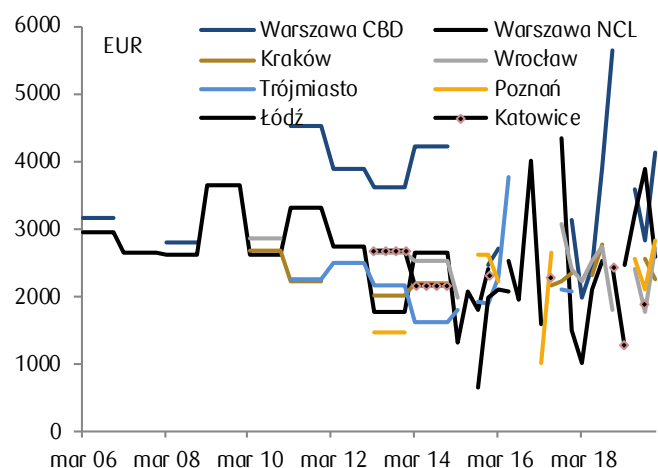
Wartości kapitałowe magazynów rosły najszybciej.

Ceny na szerokim rynku europejskim powyżej poziomu 2007.

Kompresja stóp kapitalizacji utrzymywała się do końca 2019.

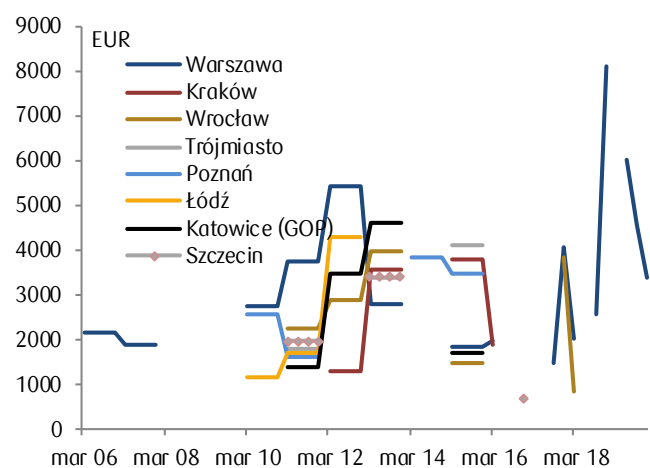
Stosunkowo słabe długoterminowe wzrosty wartości w Polsce.

Średnie ceny – sektor biurowy



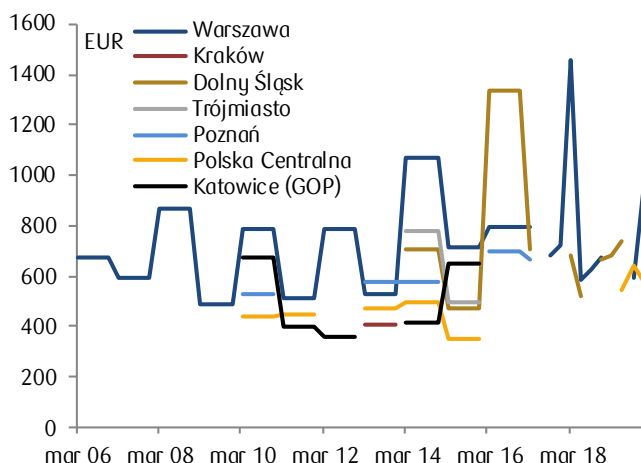
Źródło: Colliers International Polska.

Średnie ceny – sektor handlowy



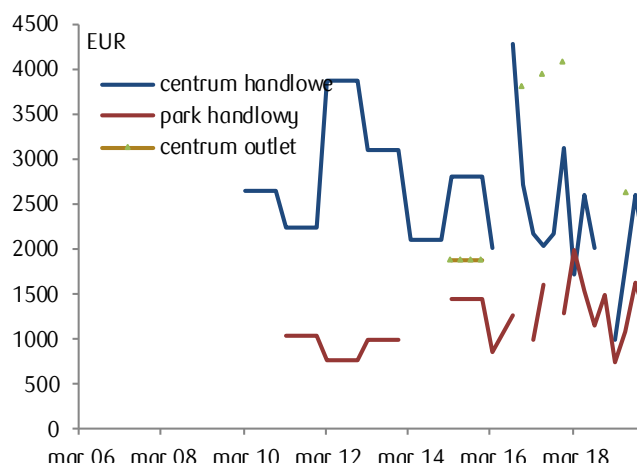
Źródło: Colliers International Polska.

Średnie ceny – sektor magazynowy



Źródło: Colliers International Polska.

Średnie ceny – rodzaje obiektów handlowych



Źródło: Colliers International Polska.

Czynnikiem, który wpływał hamująco na konwergencję cenową rynku polskiego z rynkami najbardziej rozwiniętymi był, naszym zdaniem, generalnie obserwowany od początku kryzysu finansowego **odwrot w sentymencie inwestycyjnym od rynków rozwijających się**. W obecnej sytuacji, gdy kraje Europy Środkowo-Wschodniej zostały stosunkowo łagodnie dotknięte przez Covid-19, rynki inwestycyjne naszego regionu mogłyby się okazać odporne na nadchodzący kryzys. Jednak, jak często ma miejsce w podobnych sytuacjach, popyt na aktywa w krajach peryferyjnych spada szybciej niż na aktywa w krajach będących eksporterem kapitału.

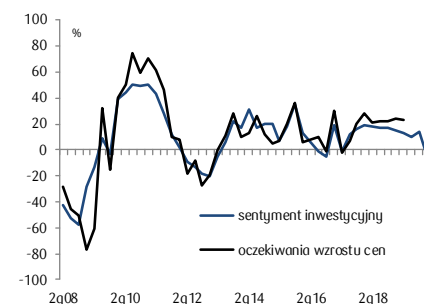
Według badania RICS, sentyment rynkowy na krajowym rynku inwestycyjnym pod koniec 4q19 spadł r/r o 3 pkt, ale wzrósł w porównaniu z 3q19 (o 4 pkt). W 1q20 sentyment spadł dosyć gwałtownie do -5 pkt, co jest najgorszym wynikiem od 2013 (badanie przeprowadzono już po zmrożeniu gospodarki).

Według badania RICS w 4q19 relacja liczby respondentów uważających, że ceny nieruchomości komercyjnych w kraju są wysokie względem tych, dla których nieruchomości wydawały się tanie, zdecydowanie poprawiła się q/q. Zarówno na koniec 3q19, jak i 4q19 dominowali jednak respondenci uważający nieruchomości za drogie. Co zaskakuje, badanie przeprowadzone na przełomie marca i kwietnia 2020 nie wykazało wzrostu odsetka respondentów uważających nieruchomości za drogie.

Poprawa sentymentu inwestycyjnego na koniec 2019. Sentyment gwałtownie pogorszył się na początku 2020.

Przewaga respondentów uważających nieruchomości za drogie na koniec 2019.

Sentyment rynkowy (RICS)



Źródło: RICS.

4. Podsumowanie i prognoza

W 2019 wolumen transakcyjny na rynku krajowym był ponownie bardzo wysoki (7,2 mld EUR), był gorszy jedynie od wyniku za 2018 (7,4 mld EUR). Dynamika wolumenu rynkowego w 2h19 (19% r/r) oznacza, że wolumen 2h19 był najwyższy w historii (4,7 mld EUR). W samym 4q19 wolumen po raz pierwszy przekroczył 3 mld EUR w kwartale.

W 2019 referencyjne stopy kapitalizacji obniżyły się na wielu rynkach biurowych oraz magazynowych. Na rynku handlowym w 2019 odnotowano stabilizację. Stopy zanotowały historyczne minima (4,5% na stołecznym rynku biurowym).

Wysoki wolumen w Polsce w 2019 wpisywał się w rekordowe wyniki obrotów na rynku globalnym oraz europejskim. Na rynku globalnym obroty wzrosły o 3% r/r w całym roku oraz o 10% r/r w 4q19.

W 2019 rekordowy wolumen odnotowano na rynku biurowym, zwłaszcza wysokie były obroty na rynku warszawskim. Ponownie osłabł rynek handlowy. Sektor nieruchomości handlowych ma już za sobą apogeum płynności. W obliczu epidemii Covid-19 przewidujemy, że najszybciej rozwijającym sektorem będą w najbliższych latach magazyny.

Krajowy rynek inwestycyjny (w kontraście od Czech i Węgier) w 2019 pozostał zdominowany przez nabywców zagranicznych. W 2019 inwestorzy z regionu Europy Środkowo-Wschodniej CPI Group oraz Wing (kupując dominujący udział w Echo) zaczęli odgrywać istotną rosnącą rolę. Pozostali wiodący inwestorzy tradycyjnie byli z Europy Zachodniej. Brak legislacji w kierunku krajowego RAIT ogranicza bazę inwestorów krajowych.

Odnotowano bardzo dobre wyniki płynności za 1q20 zarówno na rynku światowym, europejskim, jak i polskim. W samym marcu według danych Colliers obroty na świecie spadły o 67%. Sytuacja w kwietniu 2020 uległa jeszcze dalszemu pogorszeniu, lecz sentyment inwestorów do co najmniej połowy marca pozostał bardzo pozytywny.

Długookresowy wpływ obecnego kryzysu gospodarczego wywołanego reakcją na epidemię Covid-19 na rynek inwestycyjny jest nadal trudny do oszacowania. Z jednej strony nastąpiło krótkotrwałe zamrożenie rynku, będzie ono widoczne zwłaszcza w kwietniu oraz w mniejszym stopniu w maju 2020. Po tych miesiącach nastąpi odbicie, w czerwcu możemy widzieć zamykanie istotnych transakcji zwłaszcza w segmencie magazynowym, ale również w biurowym.

W dłuższym terminie wpływ na rynek inwestycyjny będą mieć nie tylko pogorszenie ogólnej sytuacji makroekonomicznej oraz płynność na rynku finansowym. Kryzys Covid-19 prawdopodobnie dosyć głęboko wpłynie na strukturę popytu na powierzchnie. Przypuszczamy, że tendencje, jakie w ostatnich kwartałach rysowały się w rzeczywistości post Covid-19 zdecydowanie przyspieszą. Rynek handlowy, który już wchodził w fazę osłabienia zdecydowanie najbardziej negatywnie odczuje skutki Covid-19. W ostatnich miesiącach przyzwyczajenia konsumenckie silnie przeobraziły się w kierunku e-commerce, wielu klientów nie wróci już do centrów handlowych w skali sprzed pandemii. Przewidujemy, że wiele transakcji na rynku handlowym zostanie opóźnionych, rynek będzie restartował z mniejszymi transakcjami obiektów typu Park Handlowy, inwestorzy oraz instytucje finansujące

2019 był kolejnym rokiem wysokich obrotów na rynku, bardzo dobra była 2h19.

Kontynuacja spadków stóp kapitalizacji w 2019 na rekordowo niskie poziomy.

Rosnące i rekordowe obroty na rynku globalnym w 2019.

Ponownie silny rynek biurowy, słabnący rynek handlowy.

Kontynuacja słabości inwestorów krajowych. Silna pozycja inwestorów z CEE w Polsce w 2019.

Bardzo dobry początek 2020, jeszcze sprzed reakcji na Covid-19.

Reakcja na Covid-19 niemalże zamroziła rynek w kwietniu oraz częściowo w maju.

Prawdopodobny poważny długoterminowy wpływ Covid-19 na rynek, zwłaszcza na sektor handlowy oraz ewentualnie biurowy.

będą bacznie przyglądać się renegotiacjom czynszowym, a ustalenie przejrzystych poziomów czynszów rynkowych może zająć trochę czasu.

W przypadku nieruchomości biurowych kluczowym będzie rozpoznanie dynamiki pracy zdalnej przez potencjalnych inwestorów oraz ocena przyszłości najemców Coworkingowych. Przewidujemy, że wiele transakcji zostanie zastopowanych zanim potencjał przyszłej absorpcji nie zostanie przetestowany oraz większa liczba umów najmu nie zostanie zawarta, co umożliwi ocenę wartości czynszowych. W przypadku segmentu biurowego przewidujemy również wyraźne wyhamowanie rynku, lecz mniej gwałtowne niż w przypadku handlu.

Zdecydowanie najmniej dotknięty przez Covid-19 będzie segment magazynowy, gdzie rynek najmu powierzchni magazynowych może w długim terminie okazać się beneficjentem zmian wywołanych przez epidemię.

Do końca 2019 stopy kapitalizacji znajdowały się w kraju w łagodnym trendzie spadkowym. W 2019 referencyjne stopy kapitalizacji spadły w Warszawie do rekordowo niskich poziomów (4,5% biura), spadając na wielu rynkach regionalnych, gdzie również odnotowano ich minimalne poziomy.

W 2019 uśrednione wartości kapitałowe w kraju wskazywały lekki wzrost, najbardziej widoczny w sektorach magazynowym oraz biurowym. Podobnie, jak na rynku europejskim, wartości nieruchomości handlowych wskazywały niewielkie spadki.

Na szerokim rynku europejskim wieloletnia kompresja stóp kapitalizacji, mimo spowolnienia, w dalszym ciągu postępowała i pod koniec 2019 najniższe stopy na rynkach Europy Zachodniej spadły do poziomu 3,6% dla najlepszych obiektów biurowych.

Dane hedoniczne opracowane przez CBRE wskazują na rozpoczęcie od połowy 2017 wzrostu wartości nieruchomości komercyjnych dla całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec 2h19 wartości są o 3,9% wyższe r/r, w samym 2h19 rosnąc o 2,3%. Mimo powyższego, wartości hedoniczne dla naszej części Europy są nadal najniższe w odniesieniu do benchmarku, jakim jest 2007, wynosząc pod koniec 2019 79,6% cen z 2007. W przypadku szerokiego rynku europejskiego jest to 104,8% cen z 2007. Od ostatnich dwóch lat ceny nieruchomości handlowych spadają w Europie przy jednoczesnym szybkim wzroście cen na rynku magazynowym.

Według badania RICS, sentyment rynkowy na krajowym rynku inwestycyjnym na koniec 4q19 spadł o 3 pkt r/r, jednocześnie wzrósł w porównaniu z 3q19 (o 4 pkt do 14 pkt). W 1q20 sentyment spadł dosyć gwałtownie do -5 pkt, co jest najgorszym wynikiem od 2013 (badanie przeprowadzono już po zamrożeniu gospodarki). Badania przeprowadzone w 1q20 pokazały spadki na każdym z badanych rynków, w przypadku Polski sentyment jest szósty, najmniej negatywny na 34 rynki, a spadek sentymentu zdecydowanie słabszy od średniej.

Trudno w obecnej sytuacji stwierdzić, jaki wpływ na ceny oraz stopy kapitalizacji kryzys wywołany reakcją na Covid-19 będzie miał wraz z upływem czasu, wiele zależy od tego czy nastąpi druga fala zamrożenia oraz od tego, w jaki sposób sytuacja makroekonomiczna będzie się kształtowała już po zdjęciu obostrzeń. Jednak nawet w przypadku scenariusza optymistycznego zakładającego odbicie aktywności gospodarczej w kształcie V obawiamy się, że wpływ na ceny może być

Ograniczony wpływ na magazyny.

Stopy kapitalizacji spadały w trakcie 2019 do rekordowo niskich poziomów.

Odnotowano niewielki wzrost wartości kapitałowych w sektorze biurowym oraz magazynowym.

Rekordowo niskie poziomy stóp kapitalizacji w Europie na koniec 2019.

Wzrost wartości hedoniczny w regionie CEE, jednak wartości pozostają w tyle za zachodem Europy oraz poniżej stanu z 2007.

Badanie sentymentu RICS pozostawało pozytywne do końca 2019, spadło w 1q20, ale mniej niż na większości innych badanych rynków.

Post Covid-19 stopy kapitalizacji oraz ceny będą dostosowywać się stopniowo...

stosunkowo długotrwały, zwłaszcza w sektorze handlowym. Możliwe są istotne spadki również w sektorze biurowym. Rynki nieruchomości mają tendencję do powolnej adjustacji cenowej, lecz szybkiej reakcji płynnościowej. Tym razem przy stosunkowo niewielkiej liczbie transakcji wymuszonych, prawdopodobnie również odnotujemy podobny scenariusz. W przypadku rynków z naszego regionu można przewidywać stosunkowo płytką korektę z racji braku oznak przegrzania rynku przed wystąpieniem pandemii, lecz należy brać pod uwagę, że recesja oraz napięcia (geo) polityczne sprzyjają wzrostowi awersji do ryzyka i odpływowi kapitału z gospodarek rozwijających się.

Najmniejszego spadku cen lub wręcz stabilnych cen oczekujemy w segmencie nieruchomości magazynowych. Rynek ten jest najbardziej płynny podażowo, a dodatkowo szybki wzrost e-commerce, w tym sprzedaży żywności, będzie utrzymywał rynek najmu na zdrowym poziomie.

...najmniejsze dostosowanie konieczne będzie w segmencie magazynów.

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 SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

(22) 521 80 84

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek

agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Mariusz Dziwulski

mariusz.dziwulski@pkobp.pl

(22) 521 81 88

Piotr Krzysztofik

piotr.krzysztofik@pkobp.pl

(22) 521 81 25

Wojciech Matysiak

wojciech.matysiak@pkobp.pl

(22) 521 51 80

Katarzyna Piętka-Kosińska

katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl

(22) 521 65 15

Filip Romanowski

filip.romanowski@pkobp.pl

(22) 521 87 39

Anna Senderowicz

anna.senderowicz@pkobp.pl

(22) 521 81 24

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

(22) 521 67 97

dr Marcin Czaplicki, CFA

marcin.czaplicki@pkobp.pl

(22) 521 54 50

Urszula Kryńska

urszula.krynska@pkobp.pl

(22) 521 51 32

dr Michał Rot

michal.rot@pkobp.pl

(22) 580 34 22

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

marcin.morawiecki@pkobp.pl

(22) 521 72 24

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.