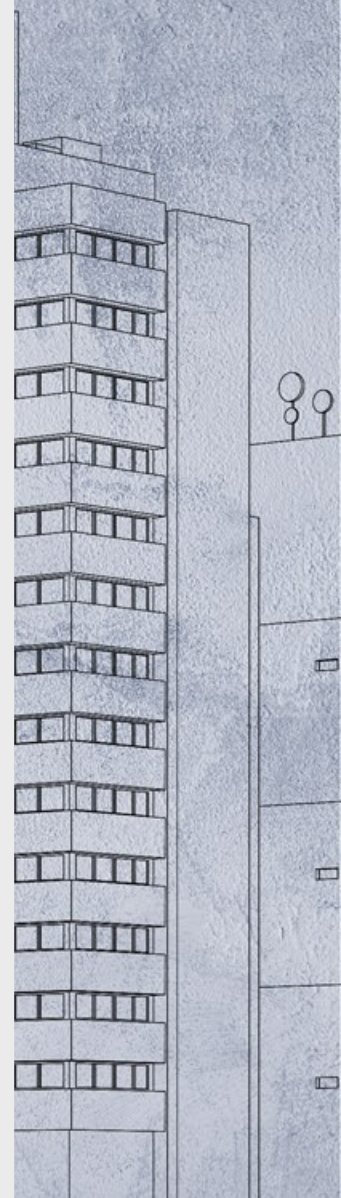


MICHAEL/STRÖM  
DOM MAKLESKI

# Rynek mieszkaniowy w Polsce po 2Q 2019 r.

Wojciech Bartosik  
Analityk





*Szanowni Państwo*

**Przedstawiamy raport o sytuacji rynku mieszkaniowego w Polsce. Postanowiliśmy, że poza opisem panujących trendów i przedstawieniem statystyk postaramy się odpowiedzieć na pytania: czy obecna sytuacja na rynku przypomina tę z lat 2007-2008, i czy mamy do czynienia z kolejną bańką? Ponadto, czy prawdopodobna jest upadłość, któregoś z dużych deweloperów mieszkaniowych?**

*Zapraszamy do lektury*

*Podsumowanie rynku***Otoczenie makroekonomiczne**

Według danych GUS na koniec lipca 2019 r. tempo wzrostu wynagrodzeń wyniosło 7,4% r/r. Wraz z historycznie niskim poziomem bezrobocia stabilność finansowa Polaków i ich zdolność kredytowa ułatwia zakup mieszkań i pozwala na zaciąganie wyższych kredytów hipotecznych lub ponoszenie wyższych kosztów najmu.

Stopy procentowe utrzymują się na rekordowo niskim poziomie, dzięki czemu koszty kredytów hipotecznych są niskie. NBP póki co nie zapowiada podwyżek stóp procentowych, a gołębia polityka FED i EBC powoduje, że możliwe są nawet dalsze obniżki stóp w Polsce.

Od początku 2018 r. wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych kształtuje się na poziomie ponad 13 mld zł kwartalnie i to pomimo wygaszenia programu MdM od 2019 r. Rekordowe wartości udzielonych kredytów hipotecznych związane są z m.in. z niskimi stopami procentowymi.

Obserwujemy długoterminowe procesy demograficzne spadku ludności w Polsce i starzenia się społeczeństwa. GUS prognozuje spadek ludności z 38,3 mln obecnie do 37,6 mln w 2030 r.

W ostatnich latach nastąpił rozwój miast oraz komunikacji miejskiej połączony z rozwojem sektora usług dla biznesu i powstawaniem nowych miejsc pracy, co pozytywnie wpłynęło na rozwój nowych dzielnic. Dodatkowo nastąpił rozwój turystyki i sektora hotelarskiego.

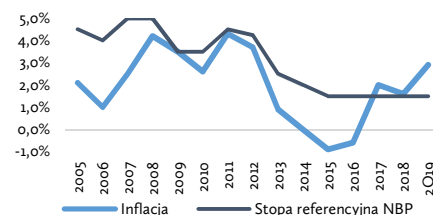
**Otoczenie regulacyjne**

Obecnie procedowana jest nowelizacja ustawy Prawo Budowlane, a najbardziej istotne zmiany dla deweloperów dotyczą zmiany definicji obszaru oddziaływania w procesie ubiegania się o pozwolenie na budowę, uproszczenia w zakresie uzyskiwania pozwolenia odstępstw od przepisów techniczno-budowlanych i w zakresie dokonywania zgłoszeń robót budowlanych, a także wprowadzenia czasowego ograniczenia możliwości stwierdzenia nieważności decyzji o pozwoleniu na budowę.

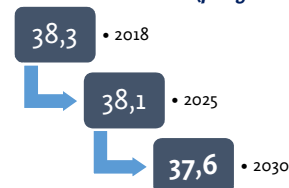
Inne wprowadzone już zmiany prawne dotyczą najmu mieszkań z publicznego zasobu mieszkaniowego oraz sprzedaży nieruchomości z Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa.

*Rynek w liczbach*

**5182 zł** – tyle wyniosło przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstwa na koniec lipca 2019 r. i było o **7,4%** wyższe niż rok temu



**Inflacja na koniec lipca 2019 r. osiągnęła 2,9% i była wyższa od stopy referencyjnej NBP wynoszącej 1,5%**

**Liczba ludności w Polsce (prognoza GUS)**

### Rynek mieszkaniowy w Polsce

Od początku 2019 r. sprzedaż deweloperów delikatnie wzrosła po słabszym 2018 r., co było spowodowane m.in. uzupełnieniem oferty, która spadła w okresie wyborów samorządowych na jesieni zeszłego roku.

Przekazania mieszkań przez 6M19 kształtują się na poziomie 59 tys. lokali, co oznacza wzrost o 22% z analogicznym okresem w roku ubiegłym.

Średnie ceny transakcyjne mieszkań w 7 głównych miastach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Poznań, Łódź, Gdańsk, Gdynia) kształtują się na poziomie 8 510 zł/m<sup>2</sup>, co oznacza wzrost o 12% r/r.

Średni czas wyprzedaży oferty przez deweloperów wynosi ok. 3 kwartały a średnia marża na sprzedaży (analizowanych przez nas deweloperów) kształtuje się na poziomie 25%.

Średnie ceny gruntów w Warszawie wzrosły w 2018 r. do 2100 zł/m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej mieszkalnej (PUM) co oznacza wzrost o 10,5 % r/r. W podobnym tempie ok. 10% rocznie drożeją grunty w innych dużych miastach: Wrocławiu, Poznaniu, Łodzi i Trójmieście.

Koszty budowy (budynku wielorodzinnego V-kondygnacyjnego) wzrosły o 5% r/r.

### Sytuacja deweloperów mieszkaniowych

Łączne zadłużenie netto analizowanych przez nas deweloperów wyniosło 4,2 mld zł na koniec 1Q19 a wskaźnik dług netto/kapitały własne 0,47x.

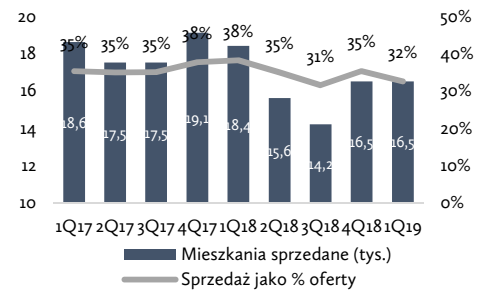
Przez 6M19 analizowani przez nas deweloperzy wyemitowali obligacje na łączną kwotę blisko 630 mln zł (-34% w porównaniu do 6M18) i wykupili obligacje o wartości 590 mln zł (-45% w porównaniu do 6M18).

Nastąpiła stabilizacja poziomów zadłużenia – nowe emisje obligacji służą głównie refinansowaniu poprzednich. Dodatkowo część deweloperów wypłaca dywidendy z osiągniętych zysków, czego nie było przed 2016 r.

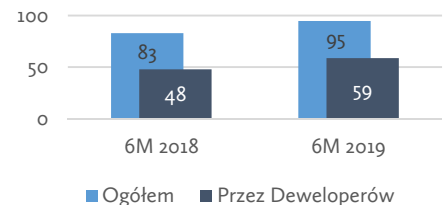
### Komentarz DM Michael/Ström

Do największych zagrożeń dla sektora deweloperskiego można zaliczyć ryzyko powstania bańki na rynku mieszkaniowym wraz z trwającym nieprzerwanie od 2012 r. wzrostem cen mieszkań. Jednak w naszej opinii obecna sytuacja jest inna od tej z lat 2006-2008. Uważamy, że ryzyko nagłego zahamowania popytu, jak było w 2008 r. w momencie wybuchu globalnego kryzysu finansowego, jest stosunkowo niskie. Znaczną część popytu stanowi popyt organiczny, czyli zakup mieszkań na własny użytek, a nie spekulacyjny, zamierzony na szybki wzrost wartości mieszkania i jego odsprzedaż. Również działający na rynku deweloperzy są zadłużeni adekwatnie do poziomów sprzedaży, generują stabilne przepływy pieniężne i posiadają wieloletnie doświadczenie, zdobyte również w czasie poprzedniego kryzysu. Dostrzegamy jednak potencjalne zagrożenie, np. w czynnikach globalnych jak wojna handlowa, czy Brexit, jak również ze strony sektora bankowego (np. nierozwiązana kwestia kredytów frankowych).

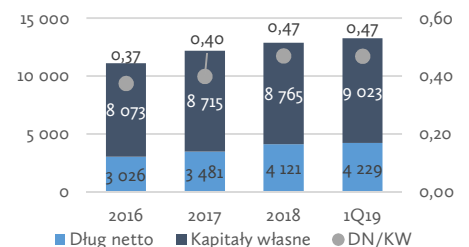
### Sprzedaż mieszkań



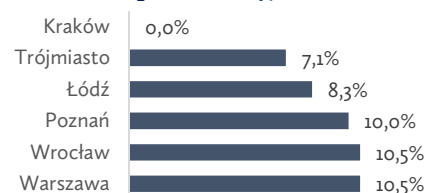
### Przekazania mieszkań



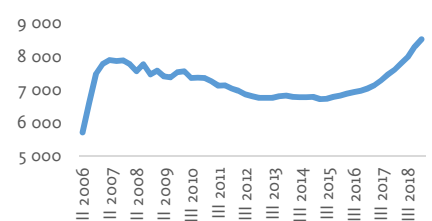
### Zadłużenie analizowanych deweloperów (mln zł)



### Zmiana cen gruntów 2017/2018



### Średnie ceny mieszkań



## Spis treści

<i>Otoczenie makroekonomiczne</i> .....	5
Dynamika wynagrodzeń i stopa bezrobocia .....	5
Stopy procentowe .....	5
Kredyty hipoteczne .....	6
Demografia .....	7
Metamorfozy miast .....	9
<i>Otoczenie regulacyjno-prawne</i> .....	11
Prawo budowlane .....	11
Ustawa o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego .....	11
Ustawa o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa .....	12
<i>Sytuacja na rynku mieszkaniowym</i> .....	12
Przekazania .....	12
Ceny mieszkań .....	12
Sprzedaż .....	13
Rynek gruntów pod budownictwo mieszkaniowe .....	15
Koszty robót budowlanych .....	16
Rynek najmu nieruchomości .....	17
<i>Sytuacja deweloperów mieszkaniowych</i> .....	18
Zadłużenie deweloperów i finansowanie obligacjami .....	18
Gant Development – studium przypadku .....	20
Sytuacja firm deweloperskich w 2008 i 2018 r. ....	21
<i>Komentarz Michael/Ström DM</i> .....	22

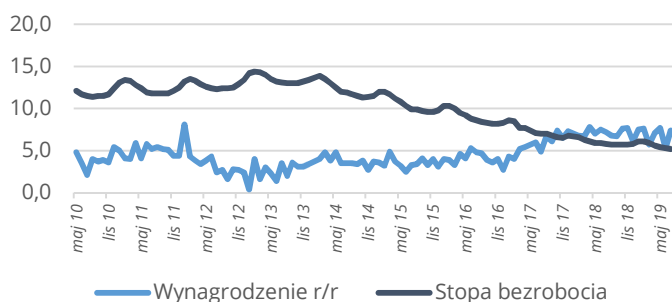
*Otoczenie makroekonomiczne*

**Dynamika wynagrodzeń i stopa bezrobocia**

W 2019 r. obserwujemy kontynuację trendu dynamicznego wzrostu wynagrodzeń, w okolicach 7% r/r., a także spadku bezrobocia w okolice 5%, czyli poziomów bliskich bezrobociu naturalnemu. W obecnej sytuacji można mówić wręcz o braku rąk do pracy, co napędza wzrost płac. Ogólnie dobra sytuacja na rynku pracy sprzyja rynkowi mieszkaniowemu, chociażby przez uzyskiwanie zdolności kredytowej przez większą liczbę osób, czy zwiększając oszczędności, które mogą zostać ulokowane w inwestycji mieszkaniowej. Ogólne bogacenie się społeczeństwa może spowodować, że kupujący będą oczekiwać oferty większych mieszkań i o wyższym standardzie.

**Brak rąk do pracy napędza wzrost płac**

Wykres 1: Dynamika wynagrodzeń i stopa bezrobocia w Polsce



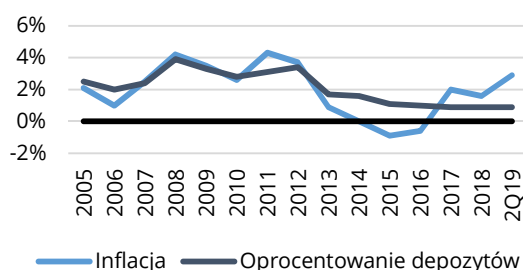
Źródło: GUS

**Stopy procentowe**

Jednym z najistotniejszych powodów wzrostów sprzedaży mieszkań w ostatnich latach są utrzymujące się historycznie niskie stopy procentowe. Ich poziom przekłada się na rynek mieszkaniowy bezpośrednio poprzez oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz pośrednio przez oprocentowanie depozytów – niskie oprocentowanie lokat zachęca do szukania alternatywnych sposobów lokowania oszczędności, np. poprzez inwestycje w mieszkania. Oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych wg NBP utrzymuje się od 2017 r. na poziomie 0,9% co nie zachęca do trzymania środków na koncie. Od 2019 r. inflacja wyraźnie przyspieszyła dobijając do 2,9% wg stanu na czerwiec 2019 r. Poziom realnych stóp procentowych spadł do -1,4%, a więc taka sytuacja powinna sprzyjać zwiększonemu popytowi na mieszkania.

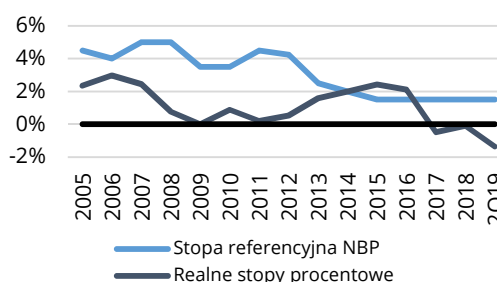
**Rekordowo niskie stopy procentowe zachęcają do zakupu mieszkań**

Wykres 2: Inflacja i oprocentowanie depozytów



Źródło: GUS, NBP

Wykres 3: Stopy procentowe w Polsce



Źródło: GUS

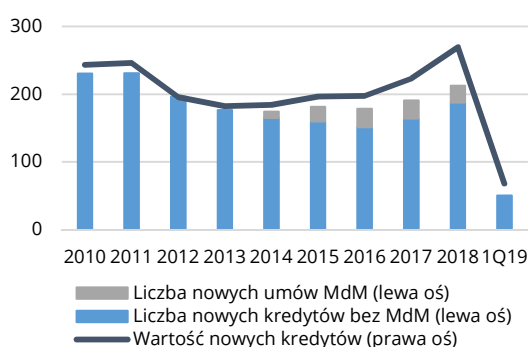
Pomimo wzrostu stopa inflacji wciąż utrzymuje się w dopuszczalnym przedziale NBP. Dodatkowo, obecny skład RPP uważany jest za zwolenników łagodnej polityki pieniężnej. Dotychczasowe zapowiedzi RPP sugerują brak podwyżek stóp aż do końca kadencji w 2021 r. Również EBC i FED przyjmują gołębią politykę pieniężną, więc trudno oczekiwać, aby polski bank centralny miał stosować odmienną politykę i zacieśniać politykę monetarną.

### Kredyty hipoteczne

Rok 2018 był rekordowy pod kątem liczby udzielonych kredytów hipotecznych, a 1Q19 kontynuuje trend i to pomimo wygaszenia programu Mieszkanie dla Młodych w grudniu zeszłego roku. W 2018 r. podpisano 213 tys. umów kredytowych na łączną wartość 54 mld zł, a w 1Q19 już 50,6 tys. umów o wartości 13,6 mld zł., czyli więcej niż w 1Q18 i nie wiele mniej niż w rekordowym 2Q18, kiedy udzielono 13,7 mld nowych kredytów hipotecznych. Tak dobre wyniki dotyczące udzielonych kredytów hipotecznych są związane m.in. z generalną poprawą sytuacji finansowej Polaków i utrzymującymi się rekordowo niskimi stopami procentowymi.

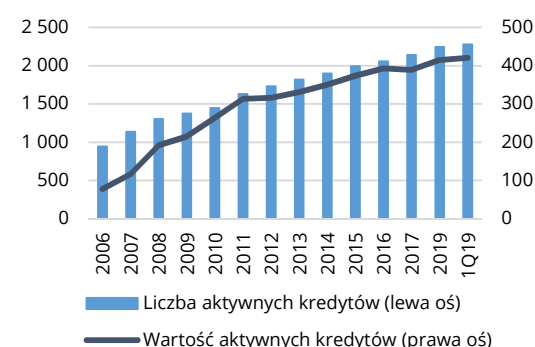
**Banki udzielają ok. 13 mld zł kredytów hipotecznych kwartalnie**

Wykres 4: Liczba (tys.) oraz wartość (mld zł) nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny w okresie



Źródło: Raporty AMRON-SARFIN:

Wykres 5: Liczba (tys.) oraz wartość (mld zł) czynnych umów o kredyt hipoteczny na koniec okresu



Źródło: Raporty AMRON-SARFIN:

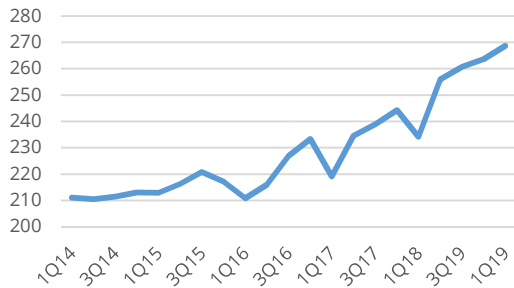
W 1Q19 przeciętna wartość nowo udzielonego złotowego kredytu mieszkaniowego wyniosła 239 tys. zł czyli o blisko 13% więcej niż rok wcześniej. Zaciąganiu wyższych kredytów sprzyjają dobre warunki makroekonomiczne w polskiej gospodarce. Zjawisko jest także podyktowane wzrostem cen mieszkań oraz zainteresowaniem większymi powierzchniami. Również w czasie prezentacji inwestorskich deweloperzy wskazują na większy popyt na droższe i większe mieszkania.

Kredyty powyżej 80% LTV (*Loan to Value* – stosunek wartości kredytu do wartości finansowanej nieruchomości) wciąż stanowią największy procent nowo udzielanych kredytów. Po okresie stopniowego spadku ich udziału z 53% w roku 2013 do 42% w 2017 r. ich udział ponownie rośnie osiągając 46% w 1Q19. Równolegle obserwujemy wzrost udziału kredytów najmniej zalewarowanych (<30%) z około 5% w latach 2012-2014 do ok. 15% obecnie.

**W wyniku wzrost cen mieszkań wzrósł udział kredytów z LTV powyżej 80%**

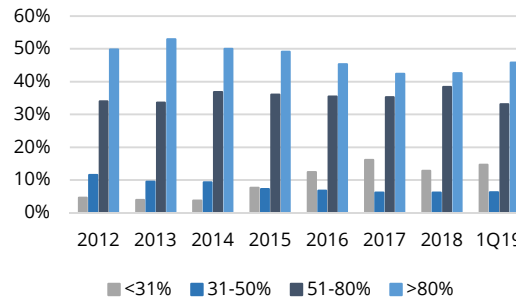


Wykres 6: Średnia wartość nowo udzielonych kredytów



Źródło: Raporty AMRON-SARFiN:

Wykres 7: Struktura wskaźnika LTV dla nowo udzielonych kredytów



Źródło: Raporty AMRON-SARFiN,

W naszej opinii zatrzymanie spadkowego trendu udzielania kredytów o wysokim LTV może być spowodowane wygaszeniem programu Mdm, jak i istotnym wzrostem cen mieszkań w ostatnich kwartałach. Wzrost ten mógł „wyprzedzić” oszczędności na wkład własny, ale wciąż nie przekreślił zdolności kredytowej. Wzrost cen mieszkań powoduje również wzrost drugiej strony równania wyliczenia wskaźnika, czyli wartości mieszkania. Uważamy, że rosnący udział kredytów o wysokim LTV może być pewnym zwiastunem wyhamowania akcji kredytowej, a co za tym idzie popytu na mieszkania. Potwierdzeniem tego jest fakt, iż w cyklicznej ankiecie przeprowadzanej przez NBP odnośnie sytuacji sektora bankowego banki deklarują możliwość zacieśniania polityki kredytowej.

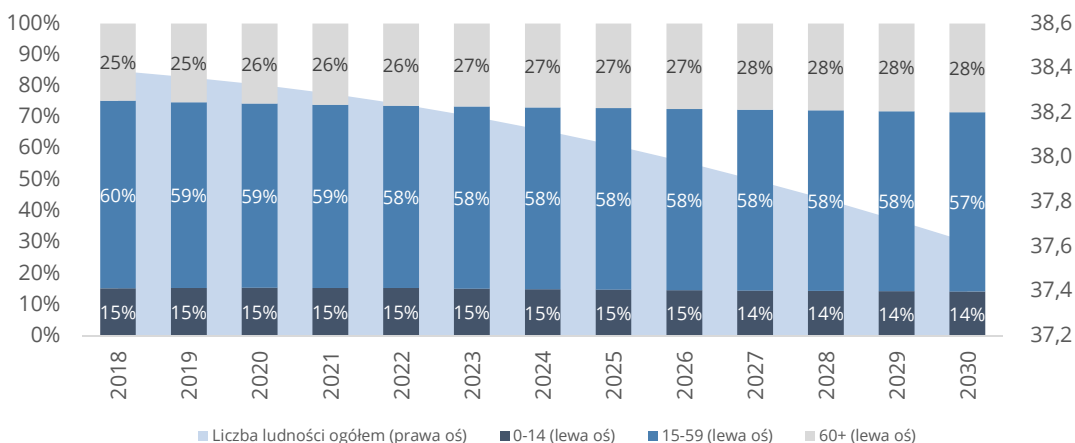
**Pojawiają się sygnały możliwego ograniczenia akcji kredytowej**

## Demografia

Czynniki demograficzne należą do najważniejszych pod kątem kształtowania się popytu na nieruchomości mieszkaniowe w długim terminie zarówno w perspektywie całego kraju (przyrost demograficzny), jak i na rynkach lokalnych (migracja pomiędzy miastami).

**Procesy demograficzne wpłyną na wielkość i strukturę popytu na rynku mieszkaniowym**

Wykres 8: Perspektywa liczby i struktury wiekowej ludności w Polsce



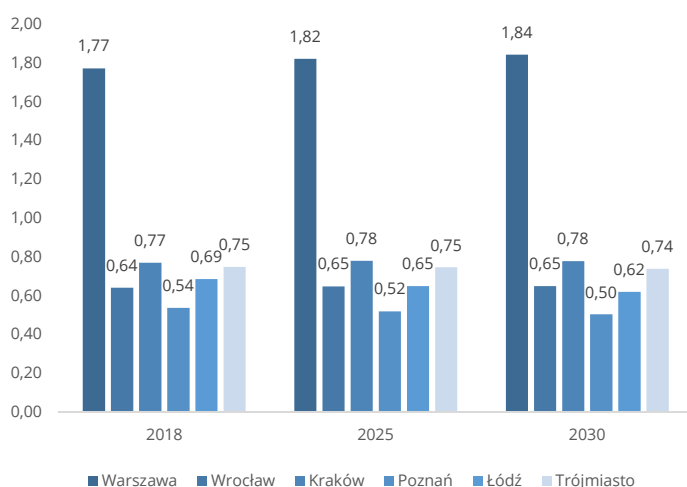
Źródło: Dane GUS

Prognoza ludności Polski do roku 2030 sporządzona przez GUS wskazuje na stopniowy i przyspieszający spadek ludności z 38,4 mln zł w 2018 r. do 38 mln w 2025 r. i zaledwie 37,6 mln w 2030 r. Dodatkowo

zmianie ulegnie struktura wiekowa społeczeństwa – ilość osób w wieku poprodukcyjnym wzrośnie z 8,2 mln obecnie do 8,9 mln w 2025 r. i 9,6 mln w 2030 r., a w wieku produkcyjnym spadnie z 23,3 obecnie do 21,9 mln w 2025 r. i 21,5 mln w 2030 r. W tym samym czasie ludność miast spadnie z 18,5 mln obecnie do 18 mln w 2025 r. i 17,6 mln w 2030 r.

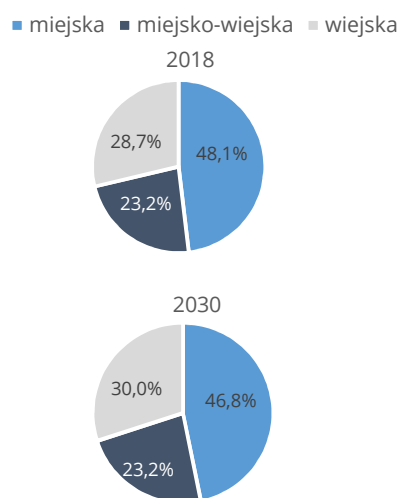
Według prognoz GUS do 2030 r. wzrośnie ludność Warszawy (+70 tys.), Wrocławia (+10 tys.) i Krakowa (+10 tys.), a spadnie w Poznaniu (-40 tys.), Łodzi (-70 tys.) i Trójmieście (-10 tys.).

*Wykres 9: Prognoza ludności 6 największych polskich miast (mln)*



Źródło: Dane GUS

*Wykres 10: Struktura miejsca zamieszkania ludności (prognoza)*



Źródło: Dane GUS

Malejąca liczba ludności przełoży się na większe nasycenie zasobami mieszkaniowymi przypadającymi na mieszkańców, co zmniejszy ogólny popyt na zakup mieszkań. Analogiczny wpływ będzie miała mniejsza ilość osób młodych w wieku 25-34 lata, czyli potencjalnych kupców pierwszych mieszkań.

Z kolei patrząc na nasycenie rynku mieszkaniowego w Polsce nasz kraj jest na ostatnim miejscu w Unii Europejskiej. W 2017 r. było w Polsce 14,5 mln mieszkań co przekłada się na 376 mieszkań na 1000 mieszkańców<sup>1</sup>. Dla porównania średnia unijna to 489 mieszkań, a w sąsiednich Czechach jest to 466 mieszkań. Liczby te pokazują, że w Polsce wciąż istnieje bardzo istotny potencjał popytowy na nowe mieszkania.

W związku ze zmianami struktury demograficznej i wzrostem liczby osób starszych wzrośnie popyt na mieszkania dostosowane dla osób w podeszłym wieku (większe mieszkania w budynkach z udogodnieniami dla seniorów). Z drugiej strony zmiany kulturowe takie jak – wcześniejsze usamodzielnianie się i późniejsze macierzyństwo – mogą generować wzrost popytu na mniejsze mieszkania i na wynajem mieszkań.

**Polska z 376  
mieszkaniami  
na 1000  
mieszkańców  
ma najmniej  
wskaznik  
nasycenia w  
Unii  
Europejskiej**

<sup>1</sup> Na podstawie Deloitte Property Index



Spadek liczby ludności w Polsce może zostać częściowo skompensowany imigracją, w tym głównie imigracją z Ukrainy. Pogarszająca się sytuacja ekonomiczna oraz konflikt zbrojny na wschodzie Ukrainy przyczynił się do wzrostu liczby Ukraińców w Polsce.

Z badań NBP wynika, że w 2017 r. w Polsce średnio mogło być obecnych ok. 900 tys. Ukraińców. Najwięcej z nich przybywa do Warszawy i Lublina. Napływają głównie osoby w wieku produkcyjnym, w którym dominują osoby młode (średnia wieku poniżej 40 lat) i dobrze wykształcone. Do województwa mazowieckiego częściej przyjeżdżali Ukraińcy z zamiarem podjęcia pracy, natomiast do województwa lubelskiego w celu edukacji. Ukraińcy w Polsce wykonują przede wszystkim prace proste, nie wymagające wysokich kwalifikacji

Pojawienie się Ukraińców sprzyja rozwojowi rynku mieszkaniowego. Z uwagi na zarobki Ukraińców w Polsce (ok. 2 100 zł netto miesięcznie wg NBP) można przypuszczać, że większość imigrantów najmuje mieszkania. Niemniej jednak znajdują się też tacy, którzy nabywają mieszkania w Polsce. W 2017 r. obywatele Ukrainy nabyli mieszkania o powierzchni 70 tys. m<sup>2</sup>, tj. o 16% więcej r/r, podczas gdy popyt obcokrajowców wyniósł 264 tys. m<sup>2</sup> (+6% w skali roku). Wynika z tego, że Ukraińcy kupili 27% powierzchni nabytej przez wszystkich obcokrajowców (osoby fizyczne), a więc o 3 p.p. więcej w porównaniu z rokiem wcześniejszym. Ta tendencja może się nasilać w następnych latach wraz z asymilacją mniejszości ukraińskiej i podejmowaniem lepiej opłacanych zawodów.

### Metamorfozy miast

W ostatnich latach zaszły ogromne zmiany wyglądu oraz wizerunku dużych miast i ich poszczególnych dzielnic. Wraz z rozwojem komunikacji miejskiej postępuje proces „rozlewania się” miast, istotnej przebudowy terenów postindustrialnych oraz powstawania nowych dzielnic. Przykładami mogą być: Wola, Bemowo, Targówek, Praga Północ, Wilanów (Warszawa), Czyżyny, Zabłocie (Kraków), Letnica, Pruszcz Gdański (Gdańsk). Powstają również prestiżowe projekty łączące funkcje mieszkalne, biurowe i handlowe oraz gastronomiczne jak Browary Warszawskie, Elektrownia Powiśle, czy Garnizon w gdańskim Wrzeszczu.

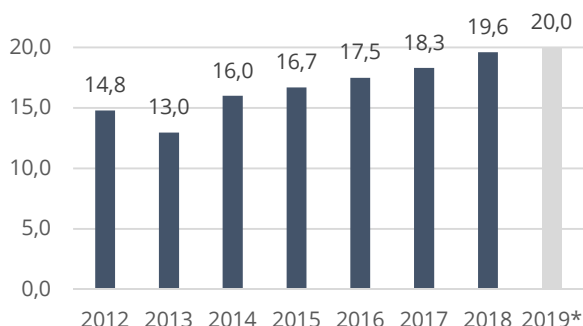
Mieszkania powstają na miejscu zakładów przemysłowych, które już nie funkcjonują (warszawska Wola i Ursus, krakowskie Zabłocie). Warszawa zmienia się dzięki budowie II linii metra, co zmienia postrzeganie niektórych dzielnic (np. Targówka, Pragi Północ czy Bemowa). Na Targówku widoczny jest wzrost cen mieszkań podobny jak kiedyś na Ursynowie. W Gdańsku rozwijają się Łostowice, Morena i Jasień dzięki Pomorskiej Kolei Metropolitalnej.

Następuje szybki rozwój turystyki i wzrost zainteresowania franczyzodawców będących dużymi sieciami hotelowymi, które do tej pory nie były licznie reprezentowane w Polsce. Rośnie również zainteresowanie zakupem mieszkań pod tzw. najem krótkoterminowy na co wpływ mają takie portale jak Booking czy AirBnB. Przykładami obszarów, które zyskują na tym trendzie są: Wyspa Spichrzów (Gdańsk) i Kępa Mieszczańska (Wrocław), czy miasto Sopot.

Przyrost liczby turystów najbardziej istotnie widać w Trójmieście, a Wyspa Spichrzów jest tu najlepszym przykładem mikro lokalizacji. Zdecydowana większość projektów mieszkaniowych w promieniu 1-2 km od Starego Miasta sprzedawana jest inwestorom „pod wynajem”.

**Rozwój komunikacji miejskiej i zagospodarowanie terenów postindustrialnych pozwalają tworzyć nowe dzielnice mieszkaniowe**

Wykres 11: liczba turystów zagranicznych w Polsce (mln)



**19,6 mln**  
turystów  
odwiedziło  
Polskę w 2017 r.

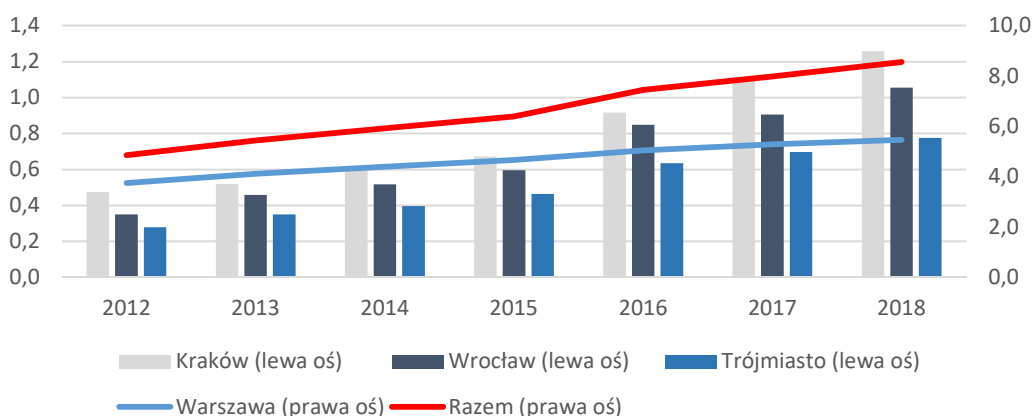
\*Prognoza

Źródło: Dane MSiT

Innym czynnikiem zmieniającym geografę miast jest przyrost powierzchni biurowej w miastach, w związku z rosnącą liczbą miejsc pracy, co w naturalny sposób zwiększa popyty na nowe mieszkania. Idealnie widać to na przykładzie nowopowstających zagłębi biurowych na Woli w Warszawie (okolice Ronda Daszyńskiego) oraz na gdańskim Przymorzu (Olivia Business Center, Alchemia). W ich okolicy mieszkania sprzedawane są na użytek własny, ale również do inwestorów „pod wynajem”. Mocno zagęszczone jest również centrum Wrocławia (okolice dworca). Istotny wzrost podaży powierzchni biurowej wynika z lokowania się w Polsce firm z sektora usług dla biznesu (BBO, SSC), co wpływa również na wzrost wynagrodzeń, stabilizację finansową młodych ludzi, a także nasila migrację z małych miast i wsi do dużych aglomeracji.

**Od 2012 r.**  
podaż  
powierzchni  
biurowej w  
Warszawie  
wzrosła o blisko  
50%, a łącznie w  
Polsce jest już  
10 mln m<sup>2</sup>  
nowoczesnej  
powierzchni  
biurowej

Wykres 12: podaż powierzchni biurowej na czterech największych rynkach w Polsce



Pewnym zagrożeniem dla dalszego dynamicznego rozwoju sektora usług dla biznesu jest ujawniający się brak rąk do pracy. Bezrobocie jest na rekordowo niskim poziomie, bliskie naturalnemu. Deweloperzy komercyjni informują, że najemcy powierzchni biurowej zaczynają radzić sobie z tym problemem zatrudniając pracowników z zagranicy, nie tylko ze Wschodu, ale również z Zachodniej Europy. Trend ten w krótkim-średnim terminie powinien pozytywnie wpływać na rynek najmu mieszkań, a w dłuższym terminie, gdyby ekspaci zdecydowali się zostać w Polsce na stałe, również na zakup mieszkań.

## Otoczenie regulacyjno-prawne

### Prawo budowlane

Procedowany jest obecnie pakiet zmian do ustawy Prawo Budowlane, jednak jest mało możliwe, aby został przyjęty jeszcze w czasie obecnej kadencji rządu. Z punktu widzenia rynku deweloperskiego najważniejsze zmiany przewidziane w projekcie nowelizacji dotyczą:

- Zmiany definicji „Obszaru oddziaływania obiektu” i zawężenie jej, co pozwoli na zmniejszenie ilości stron w postępowaniu wydanie decyzji o pozwolenie na budowę. Po nowelizacji, aby zostać uznany za stronę trzeba będzie wykazać, że planowana inwestycja spowoduje ograniczenia w zabudowie nieruchomości sąsiedniej, a także będzie trzeba wskazać konkretne czynniki, które powodują to ograniczenie. Do tej pory „sąsiedzi” mogli opóźnić/blokować wydanie pozwolenia na budowę wskazując na uciążliwość wynikającą za zabudowy sąsiedniej działki, co teraz nie będzie już tak łatwo wykonalne.
- Wprowadzenia granicznego, pięcioletniego terminu dla stwierdzenia nieważności decyzji pozwolenia na budowę. Po upływie 5 lat od wydania decyzji o pozwoleniu na budowę nie będzie możliwe stwierdzenie takiej nieważności. Jest to zmiana korzystna dla deweloperów ponieważ ogranicza niepewność co do stanu kupowanych nieruchomości
- Uproszczenia procedury uzyskania odstępstwa od przepisów techniczno-budowlanych; nie będzie wymagana zgoda właściwego ministra, a jedynie odpowiedniego organu architektoniczno-budowlanego.
- Uproszczenia procedury przeniesienia pozwolenia na budowę na nowego inwestora.

**Zmiany w prawie budowlanym mogą przynieść szereg udogodnień dla deweloperów**

### Ustawa o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego

Od 1 maja 2019 r. weszła w życie nowelizacja Ustawy z 21 czerwca 2001 o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego. Wprowadzone zmiany w dotyczą przede wszystkim publicznego zasobu mieszkaniowego. Zamysłem autorów nowelizacji jest poprawa funkcjonowania zasobu mieszkań na wynajem należących do gminy o ograniczonym czynszu, z uwzględnieniem kierowania mieszkań o najniższych czynszach do osób i rodzin wymagających w szczególnym stopniu pomocy mieszkaniowej. Główne zmiany obejmują:

- wprowadzenie cyklicznej weryfikacji dochodów najemców mieszkań komunalnych i możliwości podwyższenia im czynszu po przekroczeniu wysokości średniego miesięcznego dochodu na jednego członka gospodarstwa domowego określonego na podstawie kryteriów zawartych w uchwale rady gminy;
- wprowadzenie dla osób ubiegających się o najem z zasobu gminy obowiązku składania deklaracji o wysokości dochodów członków gospodarstwa domowego, oświadczenia o stanie majątkowym, oświadczenia o nieposiadaniu tytułu prawnego do innego lokalu położonego w tej samej lub pobliskiej miejscowości;



- uprawnienie gminy do wypowiedzania umowy najmu mieszkania komunalnego z uwagi na zbyt dużą powierzchnię (pow. 50 m<sup>2</sup> dla jednej osoby i 25 m<sup>2</sup> dla każdej następnej; nie dotyczy osób powyżej 75 lat); dotyczy tylko umów zawartych po 21.04.2019;

### Ustawa o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa

Nowelizacja Ustawy o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa została podpisana w maju 2019 r. Jej celem jest zliberalizowanie przepisów odnośnie obrotu ziemią. Najważniejsza zmiana dotyczy zwiększenia z 0,3 ha do 1 ha nieruchomości rolnej, którą będą mogły nabywać również osoby niebędące rolnikami. Regulacja dotyczy także działek położonych na terenie miasta – brak jest ograniczeń co do liczby kupowanych działek w mieście.

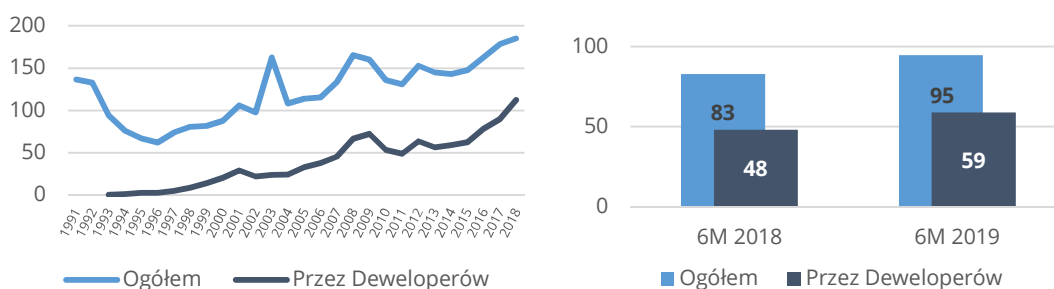
## Sytuacja na rynku mieszkaniowym

### Przekazania

W 2018 roku oddanych zostało ogółem 185 tys. lokali, z czego 112 tys. zostało wybudowanych przez deweloperów i był rekordowy rok w całym badanym okresie. Poziomy oddanych mieszkań ogółem oraz przez deweloperów przewyższyły te z lat 2008-2009. Przez sześć miesięcy 2019 r. również widzimy wzrost przekazania mieszkań w porównaniu z analogicznym okresem 2018 r. – w przypadku przekazania deweloperów wzrost o 22%, a ogółem wzrost o 14%. Warto odnotować, że po silnych wzrostach liczby oddanych lokali w latach 2008-2009 miało miejsce załamanie na rynku nieruchomości mieszkalnych w Polsce. Liczba oddanych mieszkań ogółem od szczytowego 2008 r. do dołka w 2011 r. zmniejszyła się o 34 tys., tj. o 21%, a liczba oddanych lokali przez deweloperów zmalała o 24 tys. (-33%). Istotny jest jednak fakt, że przed lokalnym szczytem oddanych przez deweloperów mieszkań w 2009 r. poziom oddanych lokali gwałtownie rósł (średnio 22,4% rocznie od 2006 r.). Natomiast pomiędzy 2013 r. a 2018 r. tempo to wynosiło 12,2%, co pokazuje, że obecnie na rynku mieszkaniowym zachodzą mniej gwałtowne zmiany niż miało to miejsce przed ostatnim załamaniem się rynku.

**2019 rok przynosi kolejne rekordy przekazania mieszkań**

Wykres 13: Liczba oddanych mieszkań w Polsce (tys.)



Źródło: GUS

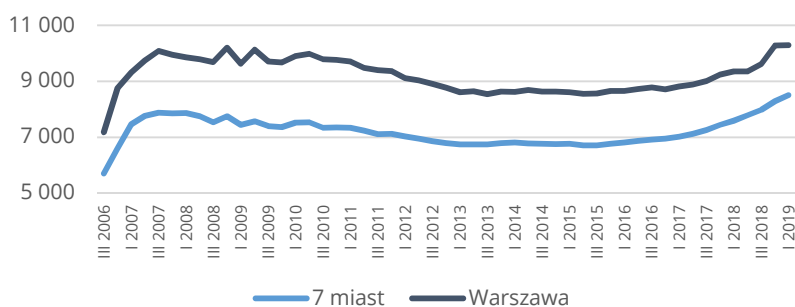
### Ceny mieszkań

Również wzrosty cen transakcyjnych mieszkań na rynku pierwotnym charakteryzują się znacznie wolniejszą dynamiką wzrostu niż miało to miejsce w latach 2006-2007. W 4Q07 średnie ceny w 7 miastach (Warszawa, Wrocław, Kraków, Poznań, Gdańsk, Gdynia oraz Łódź) wynosiły 8 064 zł / m<sup>2</sup>, tj. o 2 695 zł (50%) więcej niż rok wcześniej. Podobne różnice miały miejsce na rynku warszawskim, bowiem ceny wzrosły w tym czasie o 2 385 zł (39%) do 8 571 zł / m<sup>2</sup>. Natomiast przyglądając się obecnym tendencjom na rynku

widać zdecydowanie niższe dynamiki, aczkolwiek nie da się nie zauważyć, że dynamika wzrostu cen w 2019 r. znacząco przyspieszyła. W 1Q19 średnie ceny w 7 miastach wynosiły 8 510 zł / m<sup>2</sup>, tj. o 916 zł (12%) więcej niż przed rokiem. Z kolei w Warszawie w tym samym okresie ceny wzrosły o 948 zł (10%) do 10 294 zł / m<sup>2</sup>. Warto również zwrócić uwagę, że w 1Q19 ceny osiągnęły poziomy ze szczytów z 2007 r., ale należy jednak pamiętać, że przez ostatnie 10 lat znacząco wzrosły zarobki oraz postępowała inflacja.

**Dynamika wzrostu cen mieszkań osiągnęła wartości dwucyfrowe**

Wykres 14: Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym (tys. zł/m<sup>2</sup>)

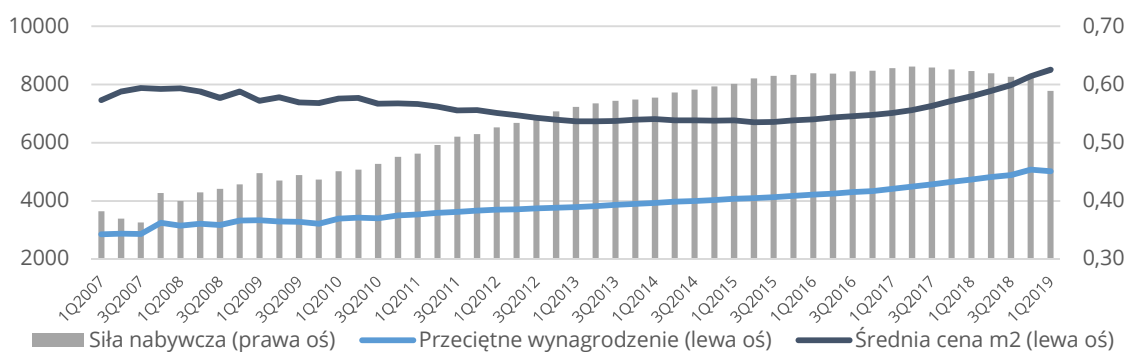


Źródło: NBP

Dynamika wzrostu cen w latach 2006-2007 tłumaczy silne wzrosty liczby oddawanych mieszkań w latach 2008-2009. Deweloperzy widząc potencjał w rosnących zyskach zaczęli masowo budować mieszkania, których oddania miały miejsce ok. 2 lata później. Wówczas popyt nie nadążył za gwałtownym wzrostem podaży, co przełożyło się na silne spadki cen. Obecnie mamy do czynienia z sytuacją w której zarówno liczba oddanych mieszkań, jak i ceny rosną, ale odbywa się to w tempie zdecydowanie wolniejszym niż miało to miejsce w czasach hossy sprzed 10 lat.

**Wzrost cen mieszkań wyprzedził wzrost płac co zmniejszyło siłę nabywczą Polaków**

Wykres 15: Średnie ceny mieszkań (7 miast) i przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: NBP, GUS

Niepokoić może fakt, że w ostatnich kilku kwartałach tempo wzrostu cen mieszkań przewyższyło tempo wzrostu płac. Niemniej jednak siła nabywczą jest istotnie wyższa niż na początku badanego okresu, kiedy to w połowie 2007 r., czyli szczycie poprzedniego boomu, kiedy przeciętna miesięczna pensja pozwalała na zakup zaledwie 0,35 m<sup>2</sup> mieszkania. Obecnie jest to ok. ok. 0,6 m<sup>2</sup> mieszkania.

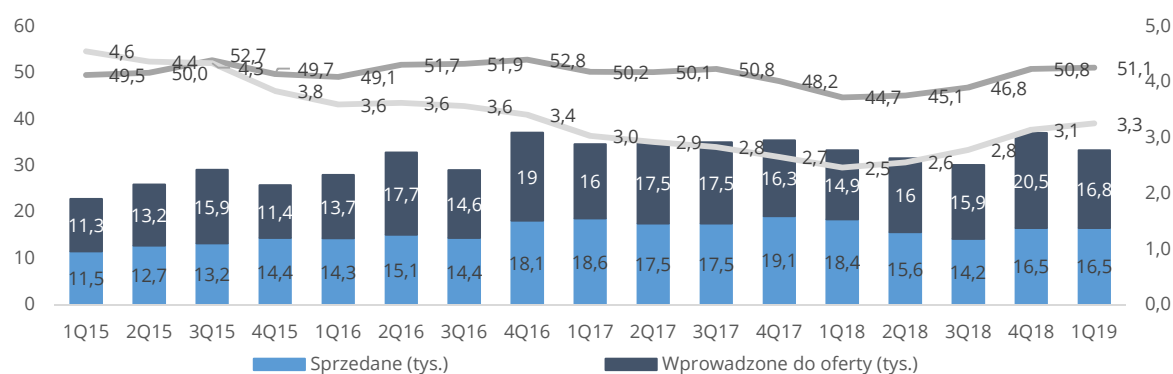
**Sprzedaż**

Na koniec 1Q19 liczba mieszkań z rynku pierwotnego znajdujących się w sprzedaży w 6 aglomeracjach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań oraz Łódź) wynosiła 51,1 tys. Na tych rynkach w ciągu

ostatnich 4 kwartałów (2Q18-1Q19) sprzedano 62,8 tys. mieszkań, co sugeruje, że przy obecnej ofercie i tempie sprzedaży wystarczyłoby 3,3 kwartału, aby wyprzedzić całą obecną ofertę. Taki wynik sprzedaży przez ostatnie 4 kwartały jest najniższym od końca 2016 r., co potwierdza tezę o wyhamowywaniu sprzedaży, ale z drugiej strony oferta deweloperów zwiększa się, co pokazuje, że ci wierzą, że sprzedaż będzie poprawiała się w przyszłości. Dodatkowo 4Q18 rekordowy pod względem liczby mieszkań wprowadzonych do oferty przypada na okres po wyborach samorządowych, co może oznaczać, że wcześniejsze problemy z rozpoczynaniem budów i uzupełnianiem oferty wynikały z utrudnień administracyjnych. Warto dodać, że w okresie od 1Q13 do 1Q19 sprzedano 7 tys. mieszkań więcej niż wprowadzono do oferty (347 tys. vs. 340 tys.), co sugeruje, że po tym względem rynek znajduje się w równowadze.

**Po wyborach samorządowych deweloperzy uzupełniają ofertę**

Wykres 16: Oferta i sprzedaż mieszkań



Źródło: REAS

Po okresie ujemnych dynamik sprzedaży przez większość 2018 r., końcówka poprzedniego roku i pierwszy kwartał obecnego przynoszą poprawę wyników. W 1Q19 sprzedano 16,5 tys. mieszkań czyli o 10% mniej niż w analogicznym okresie rok wcześniej (18,4 tys.) i o 14% mniej niż w rekordowym 4Q17 (19,1 tys.), jednak jest to wynik o 16% wyższy niż w dołku cyklu przypadającym na 3Q18. Słabszy sprzedażowo 2018 r. każe oczekiwać, że 2019 r. może być słabszy pod kątem liczby przekazania, a co za tym idzie wyników rozpoznanych przez deweloperów.

**4Q18 i 1Q19 przyniosły ożywienie na rynku sprzedaży mieszkań po słabszych wcześniejszych dwóch kwartałach**

Wykres 17: Efektywność sprzedaży 10 wybranych deweloperów



Tabela 1: Marża na sprzedaży 10 wybranych deweloperów

Marża brutto ze sprzedaży	2015	2016	2017	2018	1Q19
Archicom	31,0%	27,0%	27,1%	26,9%	27,2%
Atal	27,7%	27,0%	28,6%	26,9%	28,2%
Dom Development	22,6%	23,5%	27,5%	27,5%	27,4%
J.W. Construction	21,2%	24,5%	26,0%	22,2%	26,1%
Develia	26,1%	26,0%	28,8%	31,0%	36,0%
Marvipol Development	20,2%	16,3%	20,5%	23,3%	28,5%
Polnord	15,5%	30,8%	12,5%	11,6%	22,5%
Robyg	16,0%	22,5%	26,5%	25,8%	n/a
Ronson	18,2%	19,3%	14,2%	14,9%	18,5%
Vantage Development	22,9%	17,7%	18,0%	22,9%	14,8%
<b>Średnia arytmetyczna</b>	<b>19,0%</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,0%</b>	<b>23,3%</b>	<b>25,5%</b>

Efektywność sprzedaży – liczba mieszkań sprzedanych w kwartale względem oferty na początku kwartału

Źródło: Sprawozdania finansowe: Archicom, ATAL, Dom Development, JW Construction, Develia, Marvipol, Polnord, ROBYG, Ronson, Vantage, szacunki własne



Na powyższym wykresie przedstawiono dane dotyczące efektywności sprzedaży wybranych deweloperów, a także dane dotyczące efektywności sprzedaży wg REAS. Dla analizowanych przez nas deweloperów uśredniony kwartalny poziom sprzedaży (średnia z ostatnich 4 kwartałów) spadł poniżej 4 tys. jednostek, ale efektywność sprzedaży utrzymuje się powyżej poziomu 25% uważanego przez nas za poziom równowagi rynkowej. Pokazuje to, że deweloperzy „walczą” o marżę zmniejszając ofertę i sprzedając wolniej, ale odpowiednio drogo. Utrzymanie marży na sprzedaży na poziomie ponad 20% potwierdza stabilną rentowność deweloperów. Należy mieć jednak na uwadze, że raportowana przez deweloperów marża na sprzedaży odnosi się do mieszkań już przekazanych (wtedy zgodnie z zasadami rachunkowości firmy mogą rozpoznać zysk), więc efekty spowolnienia sprzedaży oraz wzrostu kosztów gruntów i robocizny (o czym piszemy poniżej) będą widoczne dopiero w następnych okresach sprawozdawczych.

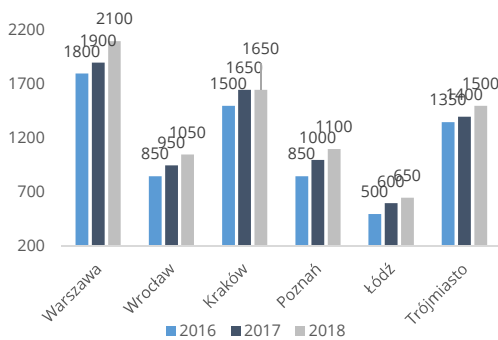
**Deweloperzy utrzymują marżę brutto na sprzedaży na poziomie ponad 20%**

### Rynek gruntów pod budownictwo mieszkaniowe

Rekordowe wyniki sprzedaży w latach 2016-2017 i związane z tym rosnące przychody oraz zyski, w połączeniu z dostępem do taniego finansowania powodowały, że deweloperzy byli bardzo skorzy do rozpoczynania kolejnych inwestycji mieszkaniowych. Zwiększony popyt na grunty w sposób oczywisty podbił ich cenę. Obok kosztów generalnego wykonawstwa cena gruntu jest najważniejszym kosztem dla deweloperów, który bezpośrednio wpływa na uzyskiwaną marżę na sprzedaży. Wraz ze stopniowym wzrostem cen mieszkań od 2012 r. deweloperzy byli w stanie akceptować wyższe ceny gruntów, zwłaszcza spodziewając się dalszych wzrostów cen mieszkań i nie mając problemu z wyprzedzającą ofertą.

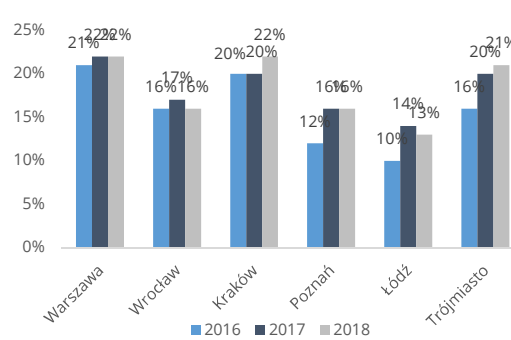
**W 2018 r. ceny gruntów wzrosły większością miast o ok. 10-11% r/r**

Wykres 18: Średnia cena gruntu pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną (PLN/m<sup>2</sup> PUM)



Źródło: Emmerson Evaluation

Wykres 19: Udział ceny gruntu w wartości inwestycji (%)



Źródło: Emmerson Evaluation

Jak widać na powyższym wykresie, w perspektywie dwóch lat najszybciej rosły ceny gruntów na rynkach, gdzie hossa na rynku mieszkaniowym rozpoczęła się później – czyli w Poznaniu i Łodzi. Z kolei porównując rok 2018 do 2017 bardzo znaczny wzrost cen gruntów nastąpił w Warszawie. W czasie spotkań inwestorskich deweloperzy komunikują, że właśnie w Warszawie mało jest już atrakcyjnych gruntów inwestycyjnych, co podbija ich ceny.

Tak jak wspomniano wcześniej, ceny gruntów mają bezpośredni wpływ na osiągnięte przez deweloperów marże. Na wykresie powyżej widać, że udział ceny gruntu w 2018 r. wartości inwestycji kształtuje się już na poziomie ok. 21-22% na rynkach bardziej nasyconych, gdzie mieszkania są droższe, czyli w Warszawie, Trójmieście i Krakowie. W dłuższym okresie wskaźnik ten dla Wrocławia, Poznania i Łodzi będzie również

podążał w tym kierunku. Wzrost udziału pokazuje, że ceny gruntów rosną szybciej niż ceny mieszkań i deweloperzy nie są w stanie przerzucić całości zwiększonych kosztów gruntów na odbiorców.

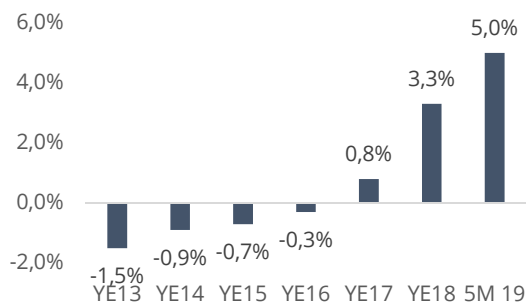
Nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie miały nastąpić gwałtowne spadki cen gruntów, a raczej spodziewamy się stabilizacji ich cen z niewielkim wzrostem spowodowanym głównie małą podażą. Większość dużych deweloperów posiada bank ziemi, który pozwoli im realizować inwestycje przez min. 3 lata. Spodziewamy się również, że skokowy wzrost cen gruntów w 2017 r. będzie (i już w pewnym stopniu jest) widoczny w latach 2019-2020, poprzez albo wyższą cenę mieszkań, albo poprzez niższe marże na sprzedaży jeśli deweloperzy będą mieli problemy z wyprzedzą ofertę.

**Koszty robót budowlanych**

Według danych GUS utrzymujący się od początku 2017 wzrost kosztów budowy obiektów mieszkaniowych jeszcze bardziej przyspiesza – koszty budowy wzrosły w okresie styczeń-sierpień 2019 r. o 5,0% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego (wskaźnik cen budowy projektu V-kondygnacyjnego wielorodzinnego). Wzrosty cen robót budowlanych to przede wszystkim efekt wzrostu kosztów materiałów oraz braku dostępności rąk do pracy przekładający się na wzrost kosztów wynagrodzeń.

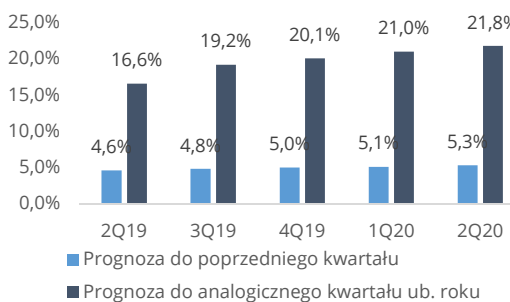
*Od początku 2017 r. obserwujemy przyspieszający wzrost kosztów budowy*

*Wykres 20: Koszt budowy budynku wielorodzinnego V-kondygnacyjnego*



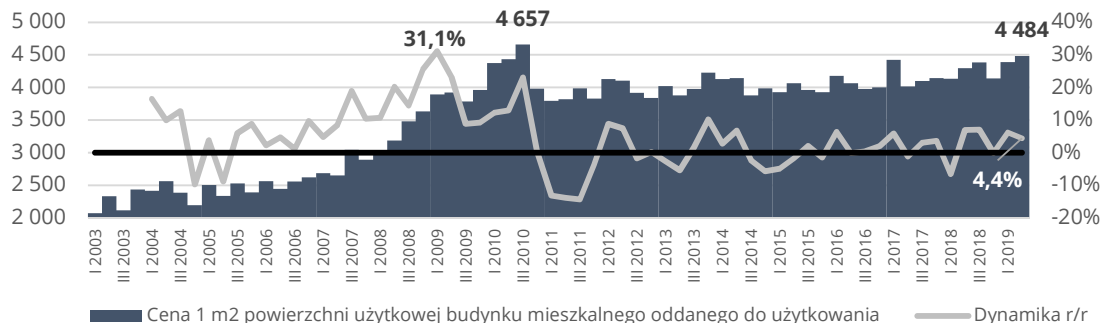
Źródło: Dane GUS

*Wykres 21: Prognozy zmian robocizny kosztorysowej netto*



Źródło: SEKOCENBUD

Prognozy SEKOCENBUD zakładają bardzo gwałtowny wzrost stawek robocizny w perspektywie do połowy 2020 r., na poziomie ok. 5,0% kwartalnie i ponad 20% r/r. Tendencja wzrostowa wynika z oczekiwanego dalszego wzrostu stawek robocizny (efekt deficytu pracowników), przy wyhamowaniu wzrostu cen wynajmu sprzętu oraz cen materiałów zużywanych w budownictwie. Warto zauważyć, że SEKOCENBUD istotnie zweryfikował w górę swoje prognozy, ponieważ jeszcze niedawno prognozował na ten okres wzrost rzędu ok. 2,0% kwartalnie i 7-8% w skali roku. Spodziewane wzrosty koszty budowy mogą być już częściowo zdyskontowane we wzrostach cen mieszkań, jednak jeżeli prognozy SEKOCENBUD sprawdzą się, to deweloperzy będą musieli dalej podnosić ceny, aby utrzymać dotychczasowe marże na sprzedaży. Uważamy, że prognozy SEKOCENBUD są zbyt wysokie – deweloperzy komunikują raczej powolny wzrost cen wykonawstwa i stabilizację. W naszej opinii obecny popyt nie byłby w stanie zaakceptować podwyżek mieszkań, który zniwelowałby 20% wzrost cen wykonawstwa jaki zakłada SEKOCENBUD, co ostatecznie mogłoby spowodować spadek marż deweloperów o kilka punktów procentowych.

Wykres 22: Koszt budowy 1 m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania

Źródło: Dane GUS

Na powyższym wykresie można zaobserwować zmiany ceny m<sup>2</sup> PUM mieszkań oddanych do użytkowania, gdzie wyraźnie widać, że obecny wzrost cen wykonawstwa jest zdecydowanie mniej gwałtowny niż w czasie bańki w latach 2007-2008. Obecny wzrost wykazuje kilkuprocentową dynamikę w skali rocznej, podczas gdy w czasie bańki 2007-2008 było to nawet 30% r/r. Powyższy wykres pokazuje ceny mieszkań oddanych do użytkowania, co oznacza, że kontraktacja cen miała miejsce ok. 2 lata wcześniej, dlatego też szczyt cenowy przypada na II kwartał 2010 r., ponieważ wtedy były oddawane do użytkowania mieszkania, których budowę zakontraktowano na początku 2008 r., czyli na szczycie cyklu.

**Obecny wzrost cen budowy jest mniej dynamiczny niż w latach 2006-2008**

## Rynek najmu nieruchomości

Utrzymuje się zainteresowanie zakupem mieszkań na wynajem, jako alternatywnej formy inwestowania pieniędzy w środowisku niskich stóp procentowych. Inwestorzy gotówkowi obecnie mogą liczyć na rentowność z wynajmu rzędu ok. 5% brutto. Jest to o ok. 4 p.p. więcej niż wynosi średnie oprocentowanie lokat wg danych NBP oraz o ok. 3 p.p. więcej niż wynosi oprocentowanie depozytów oferowanych przez niektóre banki. Oprócz zysków z wynajmu mieszkania, inwestorzy liczą na wzrost wartości mieszkania w przyszłości oraz zabezpieczenie przed inflacją. Dodatkowo, część inwestorów może traktować inwestycję w mieszkanie jako dywersyfikację portfela oraz zabezpieczenie na przyszłość. Dodatkowo niskie stopy procentowe powodują, że oprocentowanie kredytów hipotecznych jest stosunkowo niskie. Obecnie oprocentowanie nowego kredytu uwzględniające stawkę WIBOR 3M oraz marżę banku wynosi ok. 4%. Według danych Ministerstwa Finansów w 2017 r. dochody z tytułu najmu i dzierżawy rozliczało 575 tys. podatników (dane wg stawki ryczałtowej). Dane te nie uwzględniają osób rozliczających najem na zasadach ogólnych w PIT 36 oraz osób prowadzących działalność gospodarczą i rozliczających wynajem wg stawki liniowej.

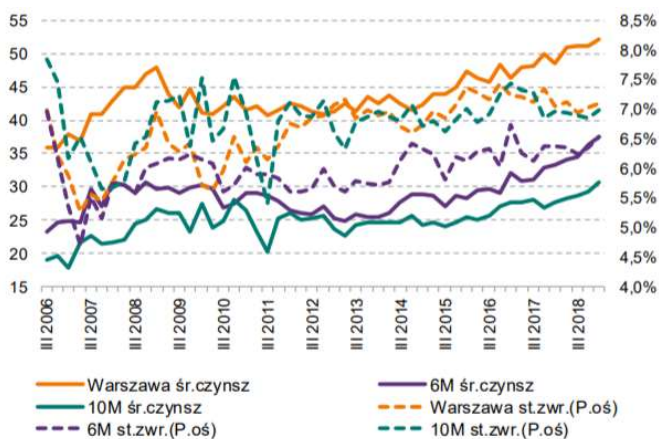
**Niskie oprocentowanie depozytów sprzyja inwestycyjnemu zakupom mieszkań**

Wg danych NBP szacunkowy udział zakupów gotówkowych mieszkań na rynku pierwotnym w 7 miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa oraz Wrocław), w latach 2014-2017 kształtował się na poziomie 60-70%, osiągając 71% na koniec 1Q19. Trochę inne dane prezentują deweloperzy mieszkaniowi notowani na rynku giełdowym. Z prezentacji wynikowej Dom Development S.A. za 2Q19 wynika, że 40% transakcji spółki jest realizowanych za gotówkę. Naszym zdaniem szacunki NBP są obciążone błędem, ponieważ wartość transakcji mieszkaniowych na rynku pierwotnym w 7 miastach jest szacowana w oparciu o liczbę sprzedanych mieszkań na podstawie danych firmy REAS, a nie o własne statystyki, co może powodować pewne różnice w szacunkach. Zakładamy, że dane Dom Development stanowią bardziej wiarygodne źródło danych.



Pewnym zagrożeniem dla popytu na mieszkania na wynajem może być wzrost cen mieszkań w ostatnim okresie, który powoduje, że rentowność inwestycji w mieszkanie spada (zakładając, że nie zwiększą się średnie stawki czynszu za wynajem). Dane NBP odnośnie stawek najmu wskazują na wzrost stawek czynszu, ale wolniejszy niż wzrost cen mieszkań.

Wykres 23: Średnie stawki czynszu za m<sup>2</sup> i stopy zwrotu z najmu



Źródło: NBP

Na korzyść perspektyw rozwoju rynku najmu w Polsce działają dane Eurostatu, wg których w 2015 r. ok 4,5% Polaków mieszkało w lokalach, których nie byli właścicielami. Dotyczy to ludzi, którzy najmowali mieszkanie na wolnym rynku (nie uwzględnia się osób, którzy np. mieszkali w cudzym lokalu i nie płacili za jego najem). Spośród państw należących do EU-28 jedynie w 5 z nich odsetek ten był niższy. Uważamy, że rynek w Polsce może powoli zbliżać się do średniej Unii Europejskiej (19,7%), czemu powinny sprzyjać zmiany pokoleniowe.

## Sytuacja deweloperów mieszkaniowych

### Zadłużenie deweloperów i finansowanie obligacjami

Łączny dług netto (dług finansowy pomniejszony o środki pieniężne) analizowanych przez nas deweloperów wyniósł ponad 2,6 mld zł na koniec 1Q19, a mediana wskaźnika dług netto/kapitały własne ukształtowała się na poziomie 0,43x. Na poniższym wykresie warto zwrócić uwagę na stosunkowo istotny wzrost zadłużenia deweloperów w wartościach bezwzględnych w przeciągu ostatnich dwóch lat, i to pomimo afery GetBack, która na pewien czas „zamroziła” rynek obligacji korporacyjnych. Należy jednak też napisać, że w 1H18 Robyng wyemitował obligacje o wartości 300 mln zł, a Echo Investment o wartości 190 mln zł, co odpowiadało za gros wzrostu zadłużenia.

Wykres 24: Zadłużenie wybranych deweloperów mieszkaniowych (suma)

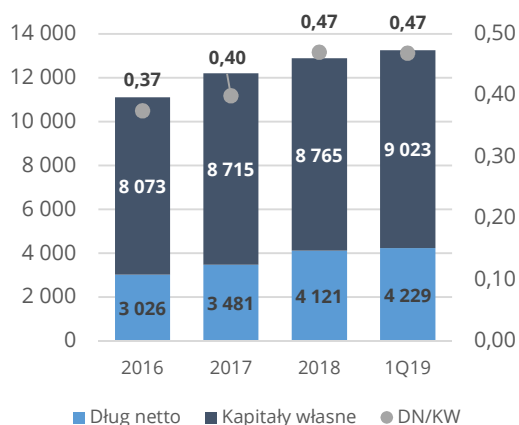


Tabela 2: Wskaźniki zadłużenia wybranych deweloperów mieszkaniowych wg stanu na koniec 1Q19.

	Dług netto	Kapitały własne	DN/KW
Archicom	135	494	0,27
Atal	567	903	0,63
Dom Development	123	1 135	0,11
Echo Investment	984	1 503	0,65
i2 Development	206	245	0,84
J.W. Construction	242	701	0,35
Develia	775	1 604	0,48
Marvipol Development	117	418	0,28
Polnord	278	596	0,47
Robyg	400	705	0,57
Ronson	143	347	0,41
Vantage Development	261	373	0,70
<b>SUMA</b>	<b>4 229</b>	<b>9 023</b>	<b>0,47</b>

Sytuacja płynnościowa analizowanych deweloperów jest stabilna

Źródło: Sprawozdania finansowe, raporty okresowe i bieżące (Archicom, ATAL, Dom Development, Echo Invesment, JWConstruction, Develia, Marvipol, Polnord, ROBYG, Ronson, Vantage); obliczenia własne

W 2018 r. rynek obligacji korporacyjnych znalazł się w pewnym marazmie po zdarzeniach związanych z GetBackiem, co odbiło się na możliwości pozyskiwania finansowania przez deweloperów. Przez drugi i trzeci kwartał odbyło się niewiele emisji, ale od czwartego kwartału 2018 r. nastąpiło ożywienie.

W I połowie 2019 r. deweloperzy mieszkaniowi przeprowadzili emisje obligacji na łącznie 630 mln zł, czyli 28% więcej niż w drugim półroczu 2018 r., kiedy uplasowano łącznie 492 mln zł. Są to zdecydowanie słabsze półrocza niż w okresie hossy przed aferą GetBack, kiedy deweloperzy plasowali nawet ok. 1 mld zł półrocznie. Warto również zwrócić uwagę, że w 2017 r. istotnie wzrosło zadłużenie ze względu na zakupy gruntów wykorzystywanych do obecnie powstających projektów, a w 2018 r. i w pierwszym półroczu 2019 r. wartość emisji odpowiadała mniej więcej wartości wykupów obligacji, co oznacza, że zadłużenie sektora nie uległo zmianie, a nowe emisje są rolowaniem starego zadłużenia.

Wartość nowych emisji odpowiada wielkości wykupów obligacji w latach 2018 – 2019

Wykres 25: Emisje i wykupy obligacji przez deweloperów mieszkaniowych\*

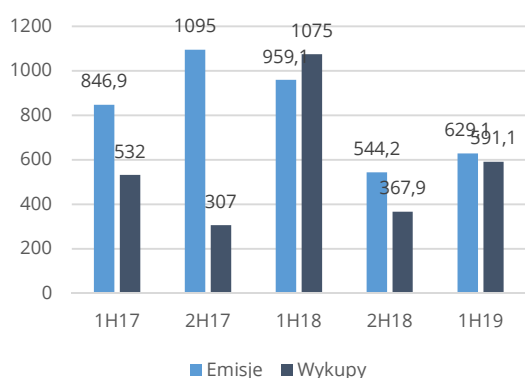


Tabela 3: Emisje obligacji przez deweloperów mieszkaniowych 2019 r.

	1Q19	2Q19	3Q19*
Arche			20
Archicom			60
Atal	40	158	
Echo Investment	34	100	
LC Corp			60
Marvipol Development			60
Ronson	32,3		
Vantage Development		45,4	
Victoria Dom		19,4	6,6
<b>Razem</b>	<b>106,3</b>	<b>522,8</b>	<b>6,6</b>

\*Do dnia publikacji raportu

Źródło: Sprawozdania finansowe, raporty okresowe i bieżące (Archicom, ATAL, Dom Development, Echo Invesment, JWConstruction, LCCorp, Marvipol, Polnord, ROBYG, Ronson, Vantage); obliczenia własne

W naszej opinii dość ostrożne podejście rynku do branży deweloperskiej i do rynku obligacji korporacyjnych ogólnie nie jest jedynym powodem ograniczenia emisji przez deweloperów mieszkaniowych. Rzeczywiście, obserwujemy trend, że deweloperzy podnieśli oferowane marże i część emisji jest obecnie zabezpieczonych, co nie było wcześniej standardem. Z drugiej jednak strony mamy do czynienia z ograniczeniem zakupów gruntów przez deweloperów spowodowanym z jednej strony wzrostem ich cen, a z drugiej sterowaniem ofertą w celu utrzymywania wysokich cen mieszkań. Mniejsze zakupy gruntów powodują mniejsze zapotrzebowanie deweloperów na finansowanie obligacyjne.

Z punktu widzenia posiadaczy obligacji już znajdujących się na rynku warto pamiętać, że obecne zadłużenie powinno zostać spłacone z realizacji trwających inwestycji. W przypadku braku możliwości pozyskania finansowania na kolejne przedsięwzięcia deweloperzy mogą po prostu spłacić obecne zobowiązania i zmniejszyć skalę działalności nie angażując się w nowe projekty.

### Gant Development – studium przypadku

W poniższym rozdziale opisujemy (w formie tabelarycznej) przypadek głośnego kilka lat temu upadku dużej firmy deweloperskiej Gant Development, podając czynniki jakie naszym zdaniem doprowadziły do tego upadku, a następnie odniesiemy to do obecnej sytuacji firm deweloperskich.

Opis czynników	Konsekwencje / komentarz
<b>Krótką historią działalności w branży deweloperskiej</b>	Spółka rozpoczęła działalność w branży w 2006 r., by już rok później pozyskać z giełdy 175 mln zł. Wcześniej działalność koncentrowała się na zarządzaniu siecią kantorów
<b>Grunty nabywane po bardzo wysokich cenach</b>	Niska rentowność realizowanych projektów, generowanie straty brutto już na poziomie kosztów zapasów – w 2012 r. przy przychodach ze sprzedaży rzędu 403 mln zł strata brutto na sprzedaży wyniosła 14 mln zł
<b>Duża skala kupowanych projektów</b>	Spółka działająca od 12 miesięcy, w dość niedużej skali, nabywa grunt na warszawskiej Woli za 140 mln zł, finansując transakcję w 75% kredytem bankowym. Następnie po 3 miesiącach nabywa grunt w Poznaniu za ponad 60 mln zł, finansując to w całości kredytem.
<b>Znaczna część banku ziemi finansowana kredytem</b>	Brak możliwości rozpoczęcia budowy i sprzedaży bez wcześniejszej spłaty kredytu jednocześnie przy konieczności obsługi odsetek. Opóźnienie realizacji projektu na takim gruncie powodowało konieczność rozmowy z bankiem o restrukturyzacji zadłużenia lub o jego częściowej spłacie
<b>Krótkie doświadczenie w realizacji projektów deweloperskich</b>	Nabywanie nieprzygotowanego banku ziemi z bardzo długą perspektywą rozpoczęcia realizacji, problemy administracyjne nawet z oddawaniem do użytkowania gotowych budynków (dwa projekty we Wrocławiu)
<b>Harmonogramy płatności 10/90 oraz 20/80</b>	Bardzo wysoki % rezygnacji klientów (40% w 4Q 2009), ponieważ takie harmonogramy generowały duży udział popytu spekulacyjnego, który ulegał odwróceniu w warunkach spadku cen mieszkań
<b>Wysoka wycena księgową aktywów</b>	W 2012 r. Grupa musiała dokonać odpisu 71 mln zł z wartości zapasów oraz 101 mln zł z wartości nieruchomości inwestycyjnych
<b>Utrzymywanie w bilansie nietypowych aktywów w dużej skali</b>	Odpis wartości aktywów finansowych w kwocie 146 mln zł – dokładnie chodziło o wierzytelności przysługujące Grupie od podmiotów prawdopodobnie powiązanych osobowo

Powyższa tabela pokazuje, że Gant Development bardzo szybko zwiększył skalę działalności na fali trwającego w latach 2006-2007 hossy mieszkaniowej. Firma przebranżowiła się (z sieci kantorów) i pozyskała finansowanie poprzez IPO, a także kredyty bankowe, które posłużyły zakupom ziemi. Grunty z

**Inwestorzy  
wymagają  
podnoszenia  
marż i/lub  
zabezpieczeń  
emisji**



często nieuregulowaną sytuacją prawną były kupowane po bardzo wysokich cenach z przeświadczeniem, że ceny mieszkań będą dalej gwałtownie rosły. Takie podejście powodowało, że realizacja projektów opóźniała się. Deweloper nie mając mieszkań gotowych do przekazania nie generował gotówki, a mimo to musiał obsługiwać zadłużenie bankowe. Ponadto mieszkania jeszcze na etapie „dziury w ziemi” były sprzedawane z niskim początkowym wkładem własnym klientów, co spowodowało, że w momencie załamania cen mieszkań w 2008 r. nastąpiła fala rezygnacji klientów. Obok aspektów czysto operacyjnych i biznesowych, spółka prowadziła agresywną księgowość zawyżając wartości aktywów. Wszystkie powyższe czynniki przełożyły się na zaprzestanie obsługi zadłużenia obligacyjnego od 2013 r. i upadłość likwidacyjną ogłoszoną przez sąd w 2014 r.

**Sytuacja firm deweloperskich w 2008 i 2018 r.**

Wraz z trwającą od kilku lat hossą na rynku deweloperskim i jej szczytem na przełomie 2017/2018 roku często rodzi się pytanie, czy wśród giełdowych deweloperów i deweloperów emitujących obligacje nie powtórzy się sytuacja Ganta. Oczywiście, obecnie jedne spółki radzą sobie lepiej inne gorzej i nie wykluczamy, że w wyniku pogorszenia sytuacji rynkowej, bądź wewnętrznej, któraś z firm może popaść w problemy, ale poniżej postaramy się pokazać ogólną sytuację sektora i co ją odróżnia od tej z 2008 r.

	2018	2008
<b>Finansowanie banku ziemi</b>	Środki własne lub pozyskane z emisji obligacji, praktycznie brak finansowania bankowego	Środki własne (często pozyskane w ramach IPO), kredyty bankowe
<b>Nabywany bank ziemi</b>	Rosnące ceny gruntów, ale skala zakupów dostosowana do skali sprzedaży, płatność często po uzyskaniu przez sprzedającego odpowiednich zgód administracyjnych	Dążenie do jak najszybszego powiększenia banku ziemi, aby „pompować” przyszłe wyniki pod IPO, polskie spółki konkurowały o grunty z deweloperami z Irlandii, Hiszpanii i Izraela, na wielu nabytych wówczas gruntach do dziś nic nie powstało, sporo zostało przejętych przez banki finansujące
<b>Doświadczenie deweloperów</b>	Większość deweloperów ma za sobą doświadczenia z okresu załamania wolumenów i cen sprzedaży, dzięki czemu jest w stanie lepiej zarządzać ofertą i zakupami gruntów	Spółki deweloperskie dopiero powstawały, widząc swoją szansę w trwającej hossie (również na giełdzie), szybko zaczęły powiększać banki ziemi, brakowało doświadczenia (np. Gant był wcześniej siecią kantorów, LC Corp powstał w 2006, a w 2007 r. wszedł na giełdę)
<b>Harmonogramy płatności</b>	W zdecydowanej większości klienci wpłacają środki na zakup zgodnie z harmonogramem budowy, co stabilizuje cash flow operacyjny, systemy 10/90 lub 20/80 należą do rzadkości	Harmonogramy 10/90 oraz 20/80 sprzyjały zakupom spekulacyjnym i przy spadku cen powodowały masowe rezygnacje klientów i pozostawiały dewelopera z koniecznością finansowania budowy kredytem,
<b>Rynek wtórny</b>	Podąża za rynkiem pierwotnym, ale widoczna jest duża dysproporcja w cenach ofertowych, duża część właścicieli nie sprzedaje mieszkania kupując nowe, oferując je do wynajmu	Duża podaż mieszkań kupowanych po cenach z roku 2006 i 2007, powrót do oferty deweloperów mieszkań z rezygnacji klientów pakietowych

**Firmy deweloperskie obecnie działające na rynku mają w większości wieloletnie doświadczenie i przebrnęły już przez kryzys na rynku nieruchomości**

Większość działających obecnie dużych deweloperów funkcjonuje już od wielu lat i doświadczyła zarówno pęknięcia bańki w 2008 r. i kryzysu budowlanego z 2012-2013 r., dzięki czemu lepiej potrafi sobie radzić ze spowolnieniem koniunktury. Dobrym przykładem jest obecne sterowanie ofertą mieszkań przez deweloperów – w momencie kiedy wzrosły ceny gruntów i robocizny deweloperzy zmniejszyli podaż mieszkań, aby podbić ceny mieszkań i bronić marż. Również skala zakupów gruntów została ograniczona. Z kolei w momencie bumu w latach 2006-2007, kiedy gwałtownie rosły ceny zarówno gruntów jak i

**Obecny rozwój firm deweloperskich jest bardziej zrównoważony i organiczny**

mieszkań powszechne były wśród deweloperów kupowanie gruntów po bardzo wysokich cenach z przekonaniem, że dalszy wzrost cen mieszkań im to skompensuje. Co więcej dekadę temu zakupy gruntów były finansowane kredytami bankowymi – obecnie bank ziemi jest finansowany kapitałami własnymi lub emisją obligacji

Ponadto realizacja projektu jest na ogół finansowana przedpłatami klientów, którzy wpłacają pieniądze proporcjonalnie do stopnia zaawansowania budowy. Wykorzystanie kredytów bankowych (budowlanych) jest na stosunkowo niskim poziomie, dzięki czemu niskie są wskaźniki zadłużenia.

### *Komentarz Michael/Ström DM*

Już w poprzednim raporcie o rynku mieszkaniowym (listopad 2018 r.) pisaliśmy, że pojawia się wiele materiałów prasowych porównujących obecną sytuację na rynku mieszkaniowym do boomu w latach 2006-2007 i następnie gwałtownego załamania w 2008 r.

Porównując sytuację od strony popytowej na pewno obecne warunki rynkowe są o wiele stabilniejsze niż w latach 2006-2008. Po pierwsze dobra sytuacja gospodarcza (wzrost PKB, wzrosty płac, niskie bezrobocie, stabilne zatrudnienie m.in. w sektorach finansowym i IT) powoduje, że wielu Polaków ma zdolność kredytową popartą znacznym wkładem własnym. Dzięki rekordowo niskim stopom procentowym kredyty złotówkowe są stosunkowo tanie i przez to szeroko dostępne. W latach 2006-2008 stopy procentowe w Polsce były wysokie (stopa referencyjna NBP na poziomie 5-6%), ponieważ wzrost PKB napędzany był napływem kapitału zagranicznego po wejściu Polski do UE – wyższe stopy miały zapobiec przegrzaniu gospodarki i wzrostowi inflacji. Dlatego dużą popularnością cieszyły się kredyty frankowe ze względu na niższy LIBOR i w związku z tym niższe raty kredytowe. Ponadto banki często nie wymagały wkładu własnego. Zaciąganie kredytów w obcej walucie spowodowało, że w obliczu kryzysu gospodarczego, kiedy wartość złotówki względem franka spadła, wysokość kredytu do spłaty drastycznie wzrosła. Równoległe wartości kredytowanych mieszkań również znacząco spadła powodując, że u wielu kredytobiorców frankowych poziomy LTV sięgały nawet ponad 200%. Można powiedzieć, że zdolność kredytowa Polaków przed 2008 r. była sztucznie wykreowana poprzez oferowanie tanich kredytów w obcej walucie. Obecnie ta zdolność jest „naturalna”, ponieważ dotyczy kredytów złotówkowych i jest napędzana wzrostem płac i bogaceniem się społeczeństwa. Niemniej należy pamiętać, że przy zaciąganiu kredytu na 20-30 lat stopy procentowe mogą znacząco się zmienić w przyszłości.

Przed 2008 r., brak wkładu własnego oraz standard płatności za mieszkanie 10/90 lub 20/80 powodowały, że wiele osób kupowało mieszkania spekulacyjnie na etapie dziury w ziemi i odsprzedawało nawet jeszcze przed zakończeniem budowy licząc na wzrost wartości mieszkania w tym okresie i praktycznie nie ryzykując własnych pieniędzy. Póki ceny mieszkań szybko rosły, taki model biznesowy doskonale się sprawdzał, ale gdy wzrosty wyhamowały nastąpiła fala rezygnacji powodując problemy płynnościowe deweloperów. Obecnie nie jest to możliwe, ponieważ płatności za mieszkanie są dokonywane w większości przypadków proporcjonalnie do postępów budowy.

Nie wykluczamy, że obecna dwucyfrowa dynamika wzrostu cen mieszkań spowoduje spadek popytu, ale postrzegamy to jako normalną grę rynkową i równowagę się popytu i podaży. W 2008 r. głównym powodem załamania popytu w Polsce (a w następstwie gwałtownym spadkiem cen mieszkań, a także problemami finansowymi deweloperów), było nagłe ograniczenie dostępu do taniego finansowania bankowego spowodowanego globalnym kryzysem gospodarczym, który wstrzymał akcję kredytową – po wybuchu kryzysu praktycznie nie udziela się już frankowych kredytów hipotecznych. Dodatkowo sam

**Obecna hossa na rynku mieszkaniowym znacząco różni się od tej z lat 2006-2008**

**Zdolność kredytowa Polaków rośnie dzięki wzrostowi płac, a nie dzięki oferowaniu kredytów w walucie z niższą stopą procentową**

**Obecny wzrost popytu nie ma charakteru spekulacyjnego**

globalny kryzys był w głównej mierze spowodowany bańką na rynku nieruchomości w USA. Obecnie widzimy możliwość ograniczenia akcji kredytowej, co komunikują same banki, ale nic nie wskazuje na tak gwałtowne załamanie jak w 2008 r.

Dane za 1Q19 pokazują pewne odbicie w poziomach sprzedaży względem 2 i 3 kwartału 2018 r. – według raportu REAS na sześciu głównych rynkach (Warszawa, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań, Łódź) sprzedano 16,5 tys. mieszkań w 1Q19, czyli o 10% mniej niż w 1Q18, ale o 16% więcej niż w najgorszym w ostatnich trzech latach 3Q18. Pewien wpływ na odbicie ma wprowadzenie w 4Q18 ponad 20 tys. mieszkań do oferty, czyli najwięcej w okresie, który obejmują dane, czyli od 2011 r. Wzrost oferty mógł być częściowo spowodowany zakończeniem okresu wyborów samorządowych (październik 2018 r.), które blokowały wiele decyzji administracyjnych i ograniczały uzupełnianie oferty, a co za tym idzie również sprzedaż.

Zwracamy uwagę, że w środowisku rosnących cen gruntów i kosztów budowy oferta deweloperów jest uzupełniana, a nie powiększana – od połowy 2014 r. oscyluje w okolicy 50 tys. (na 6 głównych rynkach), a w 2018 r. w momencie spadków sprzedaży została odpowiednio zredukowana, aby bronić marż, podczas gdy w latach 2006-2007 gwałtownie rosła. W naszej opinii ryzyko, że nadpodaż mieszkań doprowadzi do załamania cen i kryzysu na rynku nieruchomości jest obecnie znikome. Firmy starają się kontrolować wielkość podaży, przez co wyższe koszty są skuteczniej przerzucane na klientów. Nauczeni doświadczeniem z lat 2008-2009 bardziej rozsądnie dostosowują oferty, uważniej kupują grunty i nie „gonią” za rekordowymi wolumenami. Lepiej sprzedawać wolniej, ale po wyższych cenach.

Pomimo rosnących cen mieszkań, popyt na nie wciąż jest wysoki, głównie dzięki niskim kosztom kredytów hipotecznych. Dopóki NBP będzie utrzymywał stopy procentowe na obecnym poziomie nie należy spodziewać się gwałtownego spadku popytu. W ostatnim czasie w obliczu rosnącej inflacji pojawiają się głosy, aby podnosić stopy, ale większość RPP jest gołębia i skłania się nawet ku obniżkom. Trudno na ten moment przewidzieć działania NBP, bo i wiele zależy od zmian stóp procentowych w UE, a EBC na ten moment zapowiada raczej luzowanie polityki monetarnej.

Wśród wskaźników, które uważamy za lampki ostrzegawcze należy wymienić względny spadek siły nabywczej w przypadku zakupu mieszkań. Pomimo ponad 7% wzrostów płac r/r., przeciętna pensja pozwala na zakup mniejszej liczby metrów kwadratowych mieszkania. Drugim takim wskaźnikiem jest wzrost udziału kredytów o LTV powyżej 80% wśród nowo udzielonych kredytów, co trochę nawiązuje do pierwszego sygnału o spadku siły nabywczej. Uważamy, że wolniej rosnące oszczędności na wkład własny w porównaniu do wzrostu cen mieszkań spowodowały zwiększenie średniego poziomu LTV. Może to być zapowiedź wyhamowania akcji kredytowej i spadku popytu na mieszkania.

Inne ewentualne zagrożenia dla sektora mieszkaniowego upatrujemy w czynnikach zewnętrznych, w tym głównie w trwającej wojnie handlowej, czy toczącym się procesie Brexitu, które mogą spowodować istotne spowolnienie gospodarcze, a także w ewentualnych problemach sektora bankowego, chociażby w związku z nierozwiązaną kwestią kredytów frankowych.

W naszej opinii, jeżeli nie dojdzie do jakichś nieprzewidzianych zdarzeń, takich jak drastyczne zmiany prawne, albo globalny kryzys gospodarczy spowodowany wojnami handlowymi, to raczej nie powinno dojść do nagłego załamania na miarę tego z 2008 r. Okres największej hossy mamy najprawdopodobniej za sobą, ale przejście z fazy boomu do fazy równowagi rynkowej następuje łagodnie. W naszej opinii nie należy się spodziewać gwałtownego spadku cen mieszkań, a wyhamowania tempa ich wzrostu i stabilizacji.

**Oferta sprzedaży jest dostosowywana do popytu i w celu utrzymania marż**

**Widoczne są pierwsze objawy końca hossy na rynku mieszkaniowym**

**W naszej opinii ryzyko nagłego kryzysu na rynku mieszkaniowym jest stosunkowo niskie**



<b>Czynnik</b>	<b>Skutek</b>
<b>Zmiany demograficzne i makroekonomiczne</b>	
Bogacenie się społeczeństwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poprawa zdolności kredytowej</li> <li>Wyższy popyt na zakup mieszkań, w tym zakup mieszkań na wynajem</li> <li>Wzrost aspiracji mieszkaniowych, widoczny w oczekiwaniach odnośnie standardu i wielkości</li> </ul>
Spadek liczby ludności	<ul style="list-style-type: none"> <li>Spadek liczby potencjalnych nabywców mieszkań (grupa wiekowa 20-35)</li> </ul>
Starzenie się społeczeństwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Popyt na większe mieszkania w starszych grupach wiekowych, oraz na mieszkania dostosowane dla seniorów</li> </ul>
Wzrost liczby małych gospodarstw domowych 1-i 2 osobowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zmiana struktury popytu na mieszkania w kierunku wzrostu popytu na małe mieszkania</li> </ul>
Zmiany kulturowe i wzrost poziomu wykształcenie społeczeństwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wzrost aspiracji mieszkaniowych, widoczny w oczekiwaniach odnośnie standardu i wielkości jak i coraz częstszym dążeniu do samodzielnego zamieszkiwania przez coraz młodsze osoby</li> </ul>
Rozwój turystyki	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wzrost popytu na wynajem krótkoterminowy i budownictwo hotelowe</li> </ul>
Rozwój sektora usług i wzrost podaży powierzchni biurowej	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nowe miejsca pracy przyciągają ludność do miast kreując popyt na zakup i wynajem mieszkań zwłaszcza w dzielnicach w sąsiedztwie zagłębi biurowych</li> </ul>
Brak wykwalifikowanej siły roboczej	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ograniczenie rozwoju sektora usług, które może wyhamować napływ ludności do miast</li> </ul>
<b>Czynniki globalne (Brexit, wojna handlowa)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ewentualne globalne spowolnienie może wyhamować wzrost gospodarczy w Polsce i zwiększyć bezrobocie</li> <li>Perturbacje na rynku finansowym mogą ograniczyć finansowanie dla deweloperów</li> </ul>
<b>Problemy sektora finansowego</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ograniczenie finansowania dla deweloperów</li> <li>Wzrost kosztów pozyskania finansowania przez deweloperów</li> </ul>
<b>Nierozwiązana kwestia kredytów frankowych</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Możliwy kryzys sektora bankowego</li> <li>Ograniczenia akcji kredytowej przez banki</li> </ul>
<b>Ewentualna podwyżka stóp procentowych</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wzrost kosztów kredytów hipotecznych skutkujący mniejszą zdolnością kredytową i mniejszym popytem na mieszkania</li> <li>Wzrost kosztów finansowych deweloperów</li> </ul>
<b>Zmiany prawne</b>	
Prawo budowlane	<ul style="list-style-type: none"> <li>Uproszczenie procedur przy ubieganiu się o pozwolenie o budowę, odstąpienie od przepisów techniczno-budowlanych, zgłaszaniu robót budowlanych</li> <li>Ograniczenie możliwości stwierdzenia nieważności decyzji o pozwoleniu na budowę wpłynie pozytywnie na rynek zakupu gruntów</li> </ul>
Ustawa o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego	<ul style="list-style-type: none"> <li>Możliwe delikatne zwiększenie popytu na rynku najmu bądź zakupu mieszkań, ponieważ część osób nie będzie spełniała kryteriów najmu mieszkań gminnych</li> </ul>
Ustawa o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Większa dostępność gruntów</li> </ul>
<b>Czynniki na rynku deweloperskim</b>	
Dalszy wzrost cen gruntów i robót budowlanych	<ul style="list-style-type: none"> <li>Możliwy wzrost cen mieszkań</li> <li>Możliwy spadek marży deweloperów</li> </ul>
Ograniczona ilość gruntów w dużych miastach	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rosnące ceny gruntów przerzucane na klientów poprzez podnoszenie cen mieszkań</li> <li>Powstawanie nowych dzielnic mieszkalnych na obrzeżach miast</li> </ul>
Wzrost cen mieszkań	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zbyt szybki wzrost cen mieszkań przekraczający wzrost wynagrodzeń może spowodować spadek popytu na mieszkania</li> <li>Możliwość powstania bańki spekulacyjnej</li> </ul>
Zadłużenie firm deweloperskich	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ryzyko utraty płynności przez firmy deweloperskie</li> <li>Przerzucanie kosztów finansowania na klientów poprzez podnoszenie cen mieszkań</li> </ul>



### *Zastrzeżenia prawne*

NINIEJSZY MATERIAŁ MA CHARAKTER OPINII JEGO AUTORA I NIE MOŻE STANOWIĆ PODSTAWY PODJĘCIA DECYZJI INWESTYCYJNEJ, A AUTOR MATERIAŁU NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI TAKICH DECYZJI PODJĘTYCH NA JEGO PODSTAWIE. MATERIAŁ STANOWI INFORMACJĘ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 18 LIPCA 2002 R. O ŚWIADCZENIU USŁUG DROGĄ ELEKTRONICZNĄ (T.J: DZ. U. 2017 R. POZ. 1219 ze zm.). MATERIAŁ JEST PUBLIKACJĄ HANDLOWĄ DLA CELÓW DYREKTYWY MiFID II I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLERSKI S. A. (DALEJ „DOM MAKLERSKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JEROZOLIMSKICH 134, 02-305 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL.

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

### *Dane kontaktowe*

WOJCIECH BARTOSIK  
ANALITYK  
W.BARTOSIK@MICHAELSTROM.PL  
+48 533 395 398

MICHAEL/STRÖM  
DOM MAKLERSKI S. A..  
AL. JEROZOLIMSKICH 134  
02-305 WARSZAWA  
KONTAKT@MICHAELSTROM.PL  
TEL. +48 22 128 59 00  
FAX. +48 22 128 59 89