

# Wpływ inwestycji instytucjonalnych na rynek mieszkaniowy

Rekomendacje dla Polski



# Spis treści

## Wprowadzenie

1. **Przepływy kapitałowe a rynek mieszkaniowy**
  - 1.1. Synchronizacja zmian cen mieszkań
  - 1.2. Pandemia a interwencje fiskalne
  
2. **Kapitał zagraniczny a rynek mieszkaniowy**
  - 2.1. Zmiany cen i dostępności mieszkań
  - 2.2. Napływ kapitału zagranicznego na rynki nieruchomości
  - 2.3. Wpływ kapitału zagranicznego na rynki mieszkaniowe Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Irlandii
  
3. **Doświadczenia wybranych miast z inwestorami instytucjonalnymi**
  - 3.1. Berlin – największy europejski rynek najmu
  - 3.2. Londyn – inwestorzy instytucjonalni w natarciu
  - 3.3. Wybrane miasta europejskie a inwestorzy instytucjonalni
  
4. **Polski rynek mieszkaniowy a inwestorzy instytucjonalni**
  
5. **Instrumenty polityki publicznej ograniczające negatywny wpływ inwestycji instytucjonalnych na rynek najmu mieszkań**
  - 5.1. Regulacje umów najmu
  - 5.2. Dodatkowe opłaty i podatki nakładane na nierezydentów kupujących nieruchomości
  - 5.3. Czasowe rozwiązania ochrony najemców związane z pandemią
  
6. **Rekomendacje dla Polski**

Spis wykresów

Spis tabel

Bibliografia



# — Szanowni Państwo,

Podjęty temat raportu, czyli inwestorzy instytucjonalni na rynku mieszkań na wynajem w Polsce, jeszcze kilka lat temu byłby tematem dosyć abstrakcyjnym. Wszystko dlatego, że na naszym terytorium takie zwierzęta jak inwestorzy instytucjonalni prawie nie występowały. Okazało się jednak, że sprzyjający ekosystem stworzył warunki do ich szybkiego rozwoju, a gatunek obcy w naszych warunkach stał się nie tylko dostrzegalnym, ale i ważnym. Czy stanie się gatunkiem inwazyjnym? I co możemy zrobić, aby oswoić go w sposób przewidywalny i zgodny z naszymi interesami?

Te porównania inwestorów instytucjonalnych do gatunków inwazyjnych nie przesądzają bowiem, czy będą oni ważnym i korzystnym elementem rynku, czy doświadczymy negatywnych efektów ich działalności jak to miało miejsce w niektórych miastach na świecie. Rola europejskich i globalnych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku mieszkań na wynajem rośnie i będzie rosła w przyszłości dopóki funkcjonuje swoboda przepływu kapitału, na której opiera się ład europejski. Możemy spodziewać się, że rozwój tego rynku w najbliższych latach będzie dynamiczny.

Ten raport nie tylko opisuje dotychczasowy proces napływu kapitału na rynek mieszkań na wynajem i przeprowadza szacunek wielkości tego rynku w perspektywie 2025 roku. Znajdziecie tu też Państwo przegląd doświadczeń innych krajów i miast, które z podobnym zjawiskiem już się zetknęły. Przyglądamy się też efektom tych procesów i skutkom stosowanych regulacji. Uwzględnienie napływu kapitału na polski rynek wiąże się zarówno z polityką makroostrożnościową, jak i szeroko pojętą dostępnością do mieszkania w wymiarze społecznym. Warto wiedzieć, że państwa podejmowały różne działania i regulacje, aby ograniczać niepożądane zjawiska na rynku mieszkaniowym, takie jak ograniczenia dostępności mieszkań, nadmierne fluktuacje cen, czy rosnące ryzyko na rynkach finansowych. Raport zamykają propozycje rekomendowanych narzędzi regulacyjnych. Rekomendacje te przyjęte zostały przez Radę Programową II edycji Europejskiego Kongresu Finansowego.

Przy ich tworzeniu przyświecała nam idea, aby regulacje sprzyjały inwestycjom w tym sektorze. Nie mniej ważne było jednak też to, aby ograniczać negatywne zjawiska, które mogą towarzyszyć obserwowanemu napływowi kapitału do sektora mieszkań na wynajem ze strony dużych wyspecjalizowanych instytucji. Poniższy raport holistycznie uwzględnia spojrzenie społeczne, biznesowe oraz rynkowe.



Michał Cebula, Prezes HRE Think Tank

# Przepływy kapitałowe a rynek mieszkaniowy

Konwergencja poziomu rozwoju narodowych gospodarek krajów należących do Unii Europejskiej do poziomu gospodarek krajów najwyżej rozwiniętych przyspieszyła po roku 2004, czyli po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Odnosi się ona do najbardziej ogólnych kategorii ekonomicznych takich jak PKB na mieszkańca, poziom dochodów i ceny. Jest to oczywisty efekt otwartej gospodarki ze swobodnym przepływem kapitału i pracy.

Połączone rynki kapitałowe umożliwiają przepływ mobilnego kapitału globalnego do niemobilnych aktywów lokalnych, takich jak nieruchomości. Swobodne przepływy kapitałowe mogą wpływać na polski sektor mieszkaniowy przede wszystkim ze względu na wielkość aktywów i cechy takich inwestycji oraz spodziewane dalsze efekty konwergencji gospodarki. Polskie ceny nieruchomości mieszkaniowych są nadal znacznie niższe od odpowiednich cen w Wielkiej Brytanii, Holandii czy we Francji.

*Dostępność i atrakcyjność polskiego rynku sprawia, że zainteresowanie międzynarodowych inwestorów rośnie. Należy podkreślić, że konwergencja cen na rynku mieszkaniowym dotyczy nie tylko takich krajów jak Polska, ale wszystkich krajów z naszego regionu.*

Główną przyczyną jest rosnące zainteresowanie rynkiem nieruchomości mieszkaniowych ze strony rynków finansowych. Jak podaje Financial Times<sup>1</sup> rynkowa giełdowa kapitalizacja europejskich spółek działających w sektorze nieruchomości mieszkaniowych wzrosła z 3,5 mld euro w roku 2006 roku do 85 mld euro w lipcu roku 2021. To wskazuje na tempo napływu kapitału do tego sektora. Niosło to za sobą konsekwencje dla rynku mieszkaniowego. Również dla rynku polskiego, na którym w ostatnich latach ten efekt drastycznie się pogłębia.

## 1.1. Synchronizacja zmian cen mieszkań

Ceny mieszkań i domów stały się bardziej zsynchronizowane, szczególnie w głównych miastach na całym świecie, co sugeruje rosnące znaczenie międzynarodowych przepływów kapitału w kształtowaniu ich cen. Co więcej, od czasu globalnego kryzysu finansowego 2008-2010 synchronizacja cen wzrosła w przypadku gospodarek rozwiniętych i wschodzących<sup>2</sup> (wykres 1). Tę tezę potwierdziły badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Wynika z nich, że co prawda czynniki lokalne nadal odpowiadają za większość zmian cen mieszkań, to jednak wzrosła rola czynników globalnych<sup>3</sup>. Rzecz w tym, że poszukiwania przez globalnych inwestorów dochodowych i bezpiecznych aktywów, stały się często kluczowym czynnikiem wyjaśniającym trendy cenowe na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Ponadto dynamika tych zmian jest coraz bardziej zbliżona do tego, w którym

kierunku podążają ceny innych aktywów finansowych dostępnych w obrocie międzynarodowym.

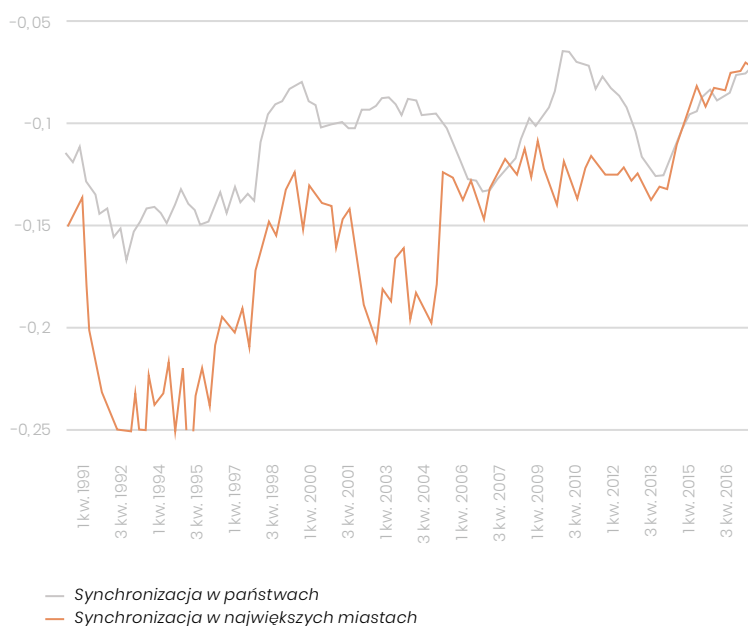
Badania wskazują, że synchronizacja przyspieszyła od lat 70-tych. Nadal występuje znaczna niejednorodność pomiędzy krajami w stopniu synchronizacji. Wiąże się to z krajowymi regulacjami przepływów kapitałowych, oceną czynników ryzyka czy zróżnicowaniem wielkości rynków. Przy tym analiza na poziomie miasta sugeruje, że międzynarodowa synchronizacja cen mieszkań może być napędzana przez rozwój połączeń między dużymi miastami o znaczeniu międzynarodowym, a nie połączeniami na poziomie kraju. Ponadto badania pokazują, że przepływy finansowe wpływają na synchronizację cen nawet po uwzględnieniu zmian wpływu połączeń, a więc rozwoju powiązań handlowych<sup>4</sup>.

Może to powodować, że ceny mieszkań zostaną znacznie oderwane od lokalnych fundamentów rynku, a więc długofalowych relacji podaży i popytu na mieszkania. To też oznacza, że sektor mieszkaniowy może się stać bardziej wrażliwy na korekty stosownie do zmieniających się kierunków przepływów finansowych. Jeśli mechanizm ten faktycznie zyskiwałby na sile, to stanowiłoby to także zagrożenie dla stabilności makroekonomicznej. Wynika to wprost z wpływu rynku mieszkaniowego na zagregowany popyt i konsumpcję oraz na sektor bankowy choćby poprzez kanał zabezpieczeń. Warto pamiętać, że już dotychczasowa historia pokazała, że co czwarty kryzys finansowy miał swoje zarzewie na rynku nieruchomości<sup>5</sup> (choć nie zawsze związany był z napływem kapitału zagranicznego). Jest to jedna z bardzo istotnych cech tego rynku.

### Wykres 1. Synchronizacja ruchu cen mieszkań w krajach rozwiniętych

(mediana synchronizacji: bliżej zera oznacza wyższą synchronizację)

Źródło: International Monetary Found. 2018. *Global Financial Stability Report: a bumpy road ahead*. Washington, DC, s.100<sup>6</sup>



Mieszkalnictwo jest jednym z najważniejszych sektorów gospodarki kluczowych dla stabilności społecznej, gospodarczej i finansowej. Mieszkania są największą klasą aktywów w portfelach gospodarstw domowych. Dostęp do mieszkań ma dalekosiężne implikacje społeczne. Trudno się więc dziwić, że obszar ten staje się coraz ważniejszą motywacją do interwencji politycznej, a zapewnienie mieszkania po przystępnych cenach coraz częściej nie jest pozostawione wyłącznie grze rynkowej.

## 1.2. Pandemia a interwencje fiskalne

W tym kontekście warto podkreślić, że lata 2020–2021 przynoszą niespotykane wcześniej działania fiskalne związane z pandemią. Obejmują one niemal wszystkie gospodarki świata. Wg danych IMF<sup>7</sup> z lipca 2021 roku dodatkowe wydatki publiczne (poza sektorem zdrowia) związane ze wsparciem gospodarki i gospodarstw domowych wynosiły w najważniejszych gospodarkach (w % PKB): we Francji 8,2%; w Niemczech 11,8%; Wielkiej Brytanii 8,7% i w Stanach Zjednoczonych 22,2%. Tak olbrzymie środki, niespotykane nigdy wcześniej w historii, przy utrzymujących się bardzo niskich stopach procentowych oraz podejmowanych działaniach regulacyjnych z zakresu polityki gospodarczej, ograniczyły negatywne skutki pandemii w latach 2020–2021 oraz znacznie podniosły płynność na rynkach finansowych. To wpływa pośrednio na aktywność inwestorów na giełdach oraz na poszukiwanie innych celów inwestycyjnych, w tym na globalnych rynkach nieruchomości. Te ostatnie są powszechnie uznawane za bezpieczną przystań dla kapitału i naturalną alternatywę dla wielu klas aktywów. Część z narzędzi regulacyjnych dotycząca wprost rynku mieszkaniowego omówiona jest w dalszej części raportu.

### Wnioski

1. Sytuacja polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz rosnące znaczenie przepływów finansowych, w tym zinstytucjonalizowanych inwestorów na rynku mieszkaniowym wymagają, aby w tradycyjnej analizie tego rynku szerzej uwzględnić rolę napływu instytucjonalizowanego kapitału oraz potencjalne efekty tych ruchów. Zjawiska takie w globalnym świecie finansów są obecne od wielu lat i mają wpływ na lokalne i narodowe rynki mieszkaniowe i finansowe.

2. Napływ zinstytucjonalizowanego kapitału do naszego kraju w najbliższych latach może znacząco przyspieszyć za względu na zjawisko konwergencji rodzimej gospodarki z gospodarkami krajów UE, ale też olbrzymie publiczne środki finansowe uruchomione na całym świecie. Ich celem było podtrzymanie aktywności gospodarczej i poziomu konsumpcji. Działania te doprowadziły do wzrostu płynności na świecie i wzrostu aktywności inwestycyjnej – także na rynku nieruchomości.

3. Uwzględnienie napływu kapitału na polski rynek wiąże się zarówno z polityką makroostrożnościową, jak i szeroko pojętą dostępnością do mieszkania. Państwa wdrażały różne działania i regulacje, aby ograniczać niepożądane zjawiska, takie jak ograniczona dostępność mieszkań, czy nadmierna fluktuacja cen. Przegląd doświadczeń innych krajów w tym zakresie, dyskusja nad możliwościami zastosowania ich w warunkach polskich oraz sformułowanie wniosków to główne cele niniejszego raportu.



# 2 Kapitał zagraniczny a rynek mieszkaniowy

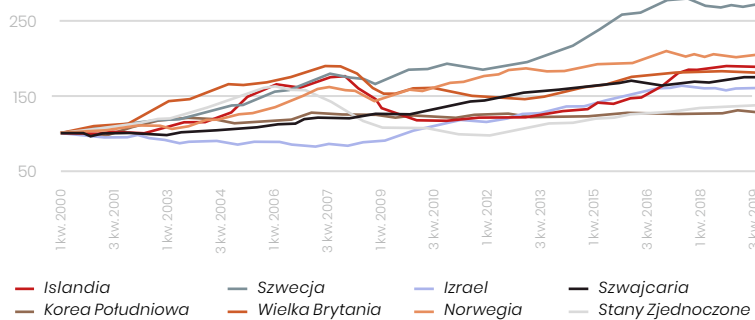
## 2.1. Zmiany cen i dostępności mieszkań

Napływ kapitału zagranicznego na rynek mieszkaniowy następował wraz z usuwaniem barier w przepływach kapitałowych, a więc co najmniej od lat 70-tych XX wieku. Dlatego od wielu lat wyrażane były obawy związane z efektami napływu kapitału na rynki lokalne. Ostatnie trendy cen mieszkań na wielu rynkach światowych tylko wyostrzyły obawy o stabilność finansową i dostępność cenową mieszkań. Te zjawiska mają miejsce co najmniej od połowy ostatniego dziesięciolecia. Pamięć o globalnym kryzysie finansowym i o jego dotkliwych skutkach dla rynków mieszkaniowych tylko te obawy potęgowały. Od co najmniej 2015 roku ceny mieszkań na świecie wykazywały tendencję wzrostową, co wobec umiarkowanego wzrostu wynagrodzeń powodowało, że w wielu krajach przeciętne wynagrodzenie starczało na coraz mniejszą część mieszkania (wykres 2 i 3). Tak działo się na wielu rozwiniętych rynkach, ale nie w Polsce. Gdybyśmy bowiem porównywali naszą sytuację z ostatnich lat do tej z krajów skandynawskich, Hongkongu (SAR), Nowej Zelandii, ale też Słowacji czy Francji, to w Polsce problem ten występuje wciąż w bardzo szczątkowej formie.

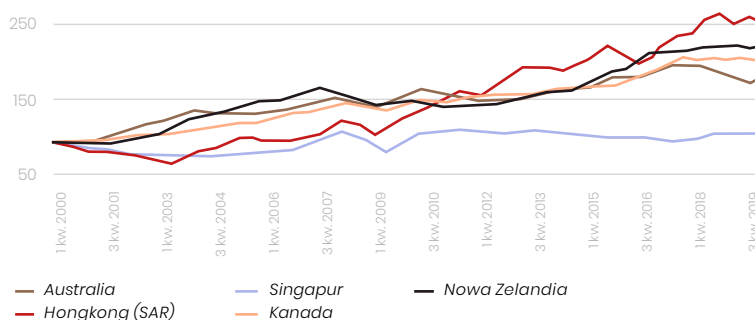
Wykres 2.  
Realne ceny mieszkań

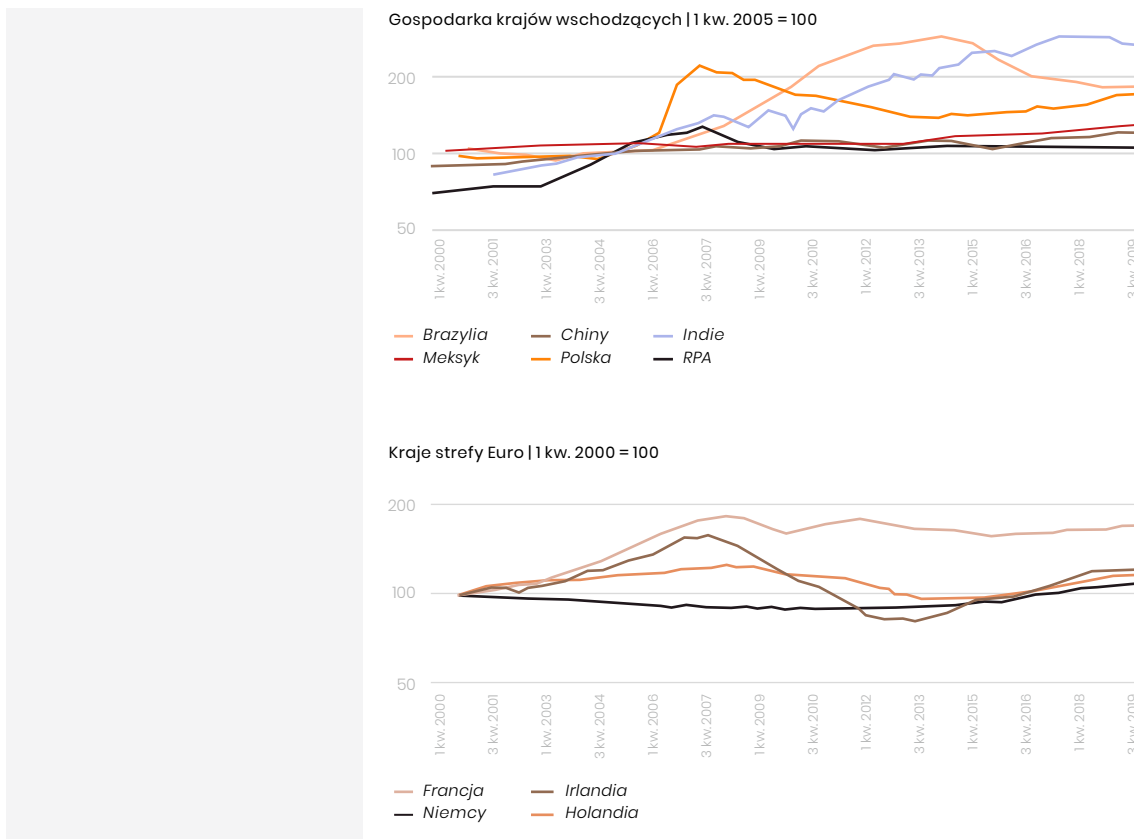
Źródło: Luc Everaert, 2020, *Capital Flow Measures and Housing-Related Issues in Advanced Economies*, IEO Background Paper, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, s. 2, za: IMF Global Housing Watch

Kraje rozwinięte spoza strefy Euro | 1 kw. 2000 = 100



ACHNS | 1 kw. 2000 = 100





Wykres 3.  
Zmiana dostępności mieszkań

Źródło: Luc Everaert. 2020. *Capital Flow Measures and Housing-Related Issues in Advanced Economies*, IEO Background Paper, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, s. 3, za: OECD Analytical House Price database; *Global Property Guide*

Uwaga. Wyniki ponad 0 oznaczają, że ceny nieruchomości rosną szybciej niż wynagrodzenia w okresie od 4 kw. 2018 do 1 kw. 2020

Podczas gdy przeszacowanie cen mieszkań uważa się obecnie za mniejszy problem niż przed kryzysem globalnym z lat 2008–2010, to ocenia się, że ceny mieszkań mogą być ponownie przewartościowane w niektórych krajach<sup>8</sup>, co wpływa na pogarszanie się wskaźników dostępności cenowej mieszkań. Pokazuje to wykres 3, obrazujący zmiany stosunku cen mieszkań do dochodu. Te wskaźniki dostępności są już znacznie gorsze niż na początku wieku w krajach rozwiniętych. Obecne poziomy dochodów i cen mieszkań oznaczają, że za przeciętny dochód można kupić mniejsze mieszkanie niż 20 lat temu.

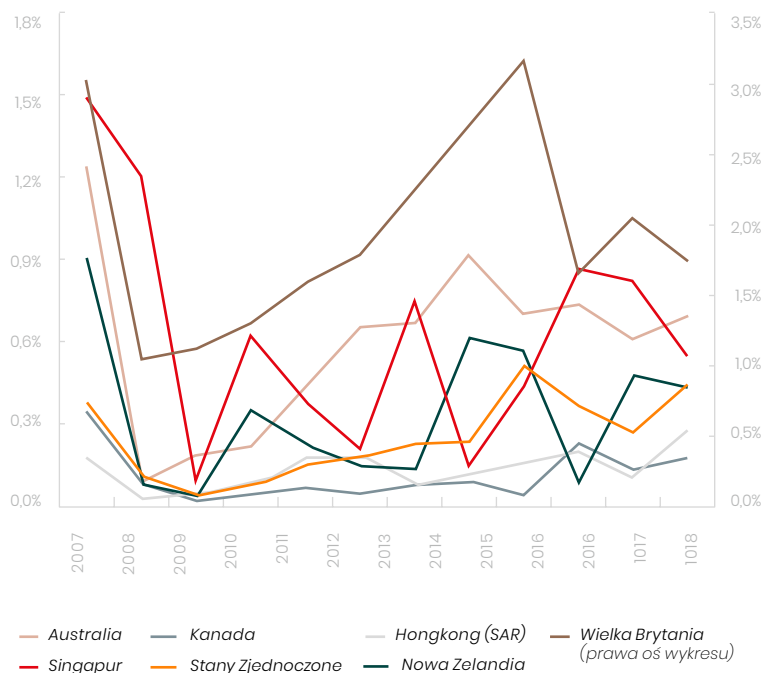
## 2.2. Napływ kapitału zagranicznego na rynki nieruchomości

Badania prowadzone przez IMF<sup>9</sup> wskazują na ryzyko związane z wielkością napływu kapitału zagranicznego na rynki nieruchomości w niektórych krajach. Zjawiska i dane z państw o tradycji anglosaskiej z powodu dostępności i porównywalności były analizowane częściej i w sposób bardziej pogłębiony. Badania dotyczyły lat 2007–2018 i objęły takie kraje jak: Australia, Hongkong (SAR), Nowa Zelandia, Singapur, Wielka Brytania, Kanada i Stany Zjednoczone. Wnioski wskazują, że napływ kapitału na rynek nieruchomości w tych krajach był dość zróżnicowany. W okresie po kryzysie światowym napływ kapitału zagranicznego na rynek nieruchomości w latach 2012–2018 osiągnął najwyższy relatywny poziom 0,9 procent PKB w Australii i Singapurze, 0,6 proc. w Nowej Zelandii i 0,3 proc. PKB w Kanadzie i Hongkongu (SAR) (wykres 4). Dla porównania, szczytowy poziom 3 procent PKB dla Wielkiej Brytanii i 0,5 proc. PKB Stanów Zjednoczonych odnotowano w 2015 r. Najwyższa zmienność napływu kapitału liczona jako jego udział w PKB była w Nowej Zelandii i Singapurze. Gdyby przyjęć średnie wielkości najwyższych napływów dla tych krajów, bez Wielkiej Brytanii, to otrzymalibyśmy wielkość 0,6% PKB. Dla Polski wielkość 0,6% PKB odpowiada kwocie 13,5 mld zł. Dla porównania w roku 2020 szacowane inwestycje w sektorze PRS sięgnęły w Polsce prawie 1,2 mld zł (260 mln euro)<sup>10</sup>, a w pierwszej połowie 2021 roku już około 2,6 mld złotych<sup>11</sup>. W obu przypadkach możemy mieć jednak podejrzenia, że szacunki te najpewniej dalekie są od realnej skali zjawiska.

Jest bowiem prawdopodobne, że ze względu na rosnącą świadomość społeczną negatywnych skutków nadmiernego napływu kapitału inwestycyjnego, nie wszystkie transakcje mogą być podawane do publicznej wiadomości. Mając tę uwagę na względzie, nie można nie zauważyć z jak dynamicznymi zmianami mamy do czynienia. Jak bowiem szacuje firma JLL, w pierwszym półroczu 2021 roku napływ kapitału był już ponad dwukrotnie wyższy (564 mln euro) niż w całym 2020 roku (260 mln euro).

Wykres 4.  
Wielkość napływu  
kapitału zagranicznego  
na rynek nieruchomości  
(w % PKB)

Źródło: Luc Everaert, 2020. *Capital Flow Measures and Housing-Related Issues in Advanced Economies*, IEO Background Paper, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, s. 6 za: Cushman and Wakefield, *Real Estate Capital Analytics*



Badania dotyczące wpływu kapitału zagranicznego na rynek mieszkaniowy są utrudnione ze względu na dostępność szczegółowych danych, delimitację wielkości poszczególnych lokalnych rynków, ale też znaczenie czynników lokalnych wpływających na rynek i możliwość ich uwzględnienia. Musimy bowiem pamiętać, że nie ma jednego rynku mieszkaniowego w danym kraju. Co do zasady rynki mieszkaniowe są rynkami lokalnymi. Dla uproszczenia w dalszej części raportu będzie wykorzystane pojęcie rynku krajowego dla określenia wielu lokalnych rynków mieszkaniowych w danym kraju.

*Polski rynek mieszkaniowy ze względu na stosunkowo krótką historię, swoją głębokość oraz dostępność danych nie może posłużyć jako obiekt badań. Rynki amerykański i brytyjski są do takich działań bardziej odpowiednie, właśnie z tych względów, dla których rynek polski do tego się nie nadaje.*

Z dostępnych raportów i artykułów badających dojrzałe rynki nieruchomości mieszkaniowych można przeprowadzić metaanalizę tego ważnego zagadnienia. Podstawowe pytania dotyczą tego jaki jest wpływ wchodzenia zagranicznego kapitału na rynki mieszkaniowe. Jak zmienia to dynamikę cen i podaż nieruchomości, jakie są elastyczności tych wielkości i jaki jest ogólny wpływ zmian na strukturę rynku.

### **2.3. Wpływ kapitału zagranicznego na rynki mieszkaniowe Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Irlandii**

Przegląd literatury wskazuje, że badacze, którzy pochylali się nad wspomnianymi zagadnieniami przede wszystkim skupiali się na efektach napływu kapitału zagranicznego w sferze cen mieszkań. I tak Filippa Sa w badaniach obejmujących rynki mieszkaniowe Anglii i Walii w latach 1999–2014 wskazuje<sup>12</sup>, że inwestycje realizowane przez kapitał zagraniczny przyczyniają się do wzrostu cen mieszkań we wszystkich segmentach cenowych nieruchomości mieszkaniowych. We wspomnianym badaniu autorka dochodzi do wniosku, że wzrost udziału transakcji przeprowadzonych przez zagranicznych inwestorów o pkt. proc. (liczbowo) skutkuje wzrostem cen nieruchomości o 2,1%.

W przytaczanej publikacji znajdziemy też informację, że inwestycje zagraniczne na rynku mieszkaniowym nie tylko napędzają wzrosty cen drogich domów, ale mają wpływ na podwyżki w segmencie tańszych nieruchomości. Można ten mechanizm przyrównać do fal na wodzie, które powstają po wrzuceniu do niej kamienia. Nawet jeśli zagraniczni inwestorzy skupiliby się na jednej konkretnej lokalizacji, to ceny wzrosłyby nie tylko tam. Podwyżki stawek zaczęłyby rozlewać się bowiem coraz szerzej. Najpewniej mechanizm ten wynika z faktu, że rosnący poziom cen w konkretnym miejscu powoduje, że część osób, które w normalnych warunkach właśnie tam chciałyby kupić nieruchomość, są zmuszone poszukiwać swego miejsca na ziemi gdzieś indziej. Generują więc dodatkowy popyt w innym miejscu. Ten dodatkowy popyt ma oczywiście wpływ na dynamikę cen, co znowu może spowodować efekt wypychania kolejnej grupy potencjalnych nabywców dalej. To zjawisko ma szczególne znaczenie dla rynków, na których podaż mieszkań jest znacznie ograniczona, albo z powodu niedostatecznej liczby gruntów dostępnych pod budowę, albo z powodu przepisów.

Autorka podkreśla jeszcze, że inwestycje zagraniczne nie powodują zwiększenia podaży, czy też nie zachęcają do budowy nowych mieszkań. W efekcie na rynkach lokalnych, w których kapitał zagraniczny był szczególnie aktywny, nastąpiło zjawisko zmniejszania się odsetka gospodarstw domowych posiada-

jących swoje mieszkania na własność. Więcej jest za to najemców. Z modelu stworzonego przez Filipę Sa wynika, że wzrost udziału transakcji realizowanych przez cudzoziemców o 1 pkt. proc. powoduje spadek odsetka właścicieli aż o 5,6 pkt. proc.

Może działać tu prosty mechanizm – zwiększony popyt na nieruchomości powoduje wzrost ich cen, a więc coraz większa część osób dochodzi do wniosku, że nie stać ich na własną nieruchomość i zostają najemcami. Te wnioski są potwierdzane przez inne podobne badania. Na przykład badania prowadzone w King's College wykazały, że inwestycje zagraniczne na brytyjskim rynku nieruchomości mieszkaniowych podniosły średnio ceny o ponad 20% w ciągu ostatnich 15 lat<sup>13</sup>.

W Stanach Zjednoczonych wartość nieruchomości mieszkaniowych kupowanych przez podmioty zagraniczne wzrosła z 66 mld USD w 2010 r. do 153 mld USD w 2017 roku. Te zagraniczne inwestycje mieszkaniowe są postrzegane jako kontrowersyjne, ponieważ bywają odbierane jako podnoszące koszty mieszkaniowe dla lokalnych mieszkańców, pogłębiając istniejące obawy związane z dostępnością mieszkań. Nie dziwne więc, że tematem tym zajęli się ekonomiści. W efekcie różni autorzy stawiają pytania o wpływ popytu zagranicznego na rynki mieszkaniowe – zarówno w obszarze podaży nowych nieruchomości, jak i cen. W jednej z ostatnich prac na ten temat<sup>14</sup> oszacowano wrażliwość rynku mieszkaniowego na przepływy globalnego kapitału. Stwierdzono, że wzrost wartości zainwestowanego kapitału zagranicznego o 1% wartości rynku powoduje wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych na poziomie obszaru objętego kodem pocztowym o 0,27%. Podaż mieszkań jest znacznie mniej elastyczna. Na poziomie powiatu elastyczność podaży wynosi średnio zaledwie 0,004%, przy czym występują w tym względzie znaczne różnice w zależności od lokalizacji. Z przytoczonego badania wynika, że ceny zmieniały się zgodnie z napływem kapitału. Z drugiej natomiast strony ruch kapitału zagranicznego miał nieznaczny wpływ na podaż mieszkań. Innymi słowy, napływ kapitału powodował wzrost cen, ale nie przekładał się na to, że budowano więcej nowych nieruchomości.

W jeszcze innym opracowaniu Bank Rezerwy Federalnej przeanalizował znaczenie roli inwestorów instytucjonalnych, wykorzystując przy tym szczegółowe dane o transakcjach mieszkaniowych<sup>15</sup>. Autorzy stwierdzili, że w okresie po globalnym kryzysie 2008–2010 nastąpił znaczący wzrost wpływu inwestorów instytucjonalnych na rynki nieruchomości mieszkaniowych. Ów trend doprowadził do wzrostu cen domów oraz spadku odsetka gospodarstw domowych posiadających domy na własność. Mamy tu więc identyczne wnioski do tych pochodzących z badań wpływu funduszy zagranicznych na rynki mieszkaniowe w Wielkiej Brytanii.

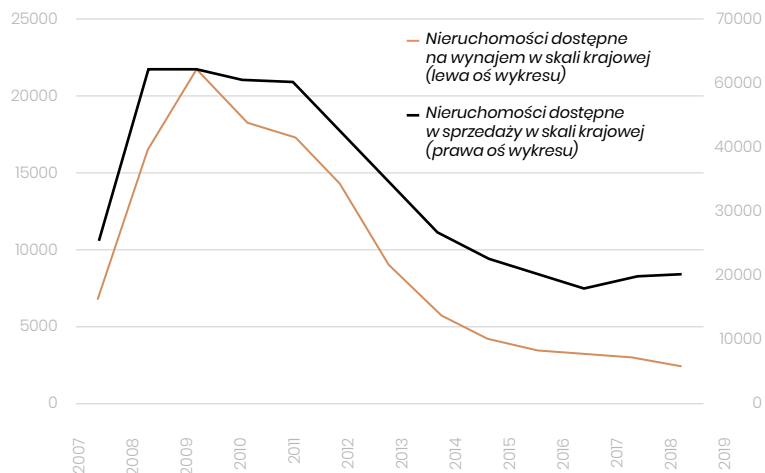
Interesujący jest również przypadek irlandzki. Po załamaniu rynku w czasie globalnego kryzysu 2008–2010 i spadku cen, od roku 2013 następuje powolna odbudowa koniunktury potężona z rosnącą liczbą nowych mieszkań<sup>16</sup>.

Szacuje się jednak, że realny popyt roczny jest wciąż znacznie większy niż liczba mieszkań oddawanych do użytkowania<sup>17</sup>. Powoduje to, że liczba dostępnych mieszkań tak z przeznaczeniem do kupna jak i do najmu stale spada.

To wszystko dzieje się w sytuacji, w której na rynek nieruchomości napływa sporo kapitału. To zno-

**Wykres 5.**  
Nieruchomości na sprzedaż i wynajem w Irlandii w latach 2007-2019 (szt.)

Źródło: Maria Jose Doval Tedin i Violaine Faubert. 2020. *Housing Affordability in Ireland, Economic Brief 061 European Commission*, s. 6

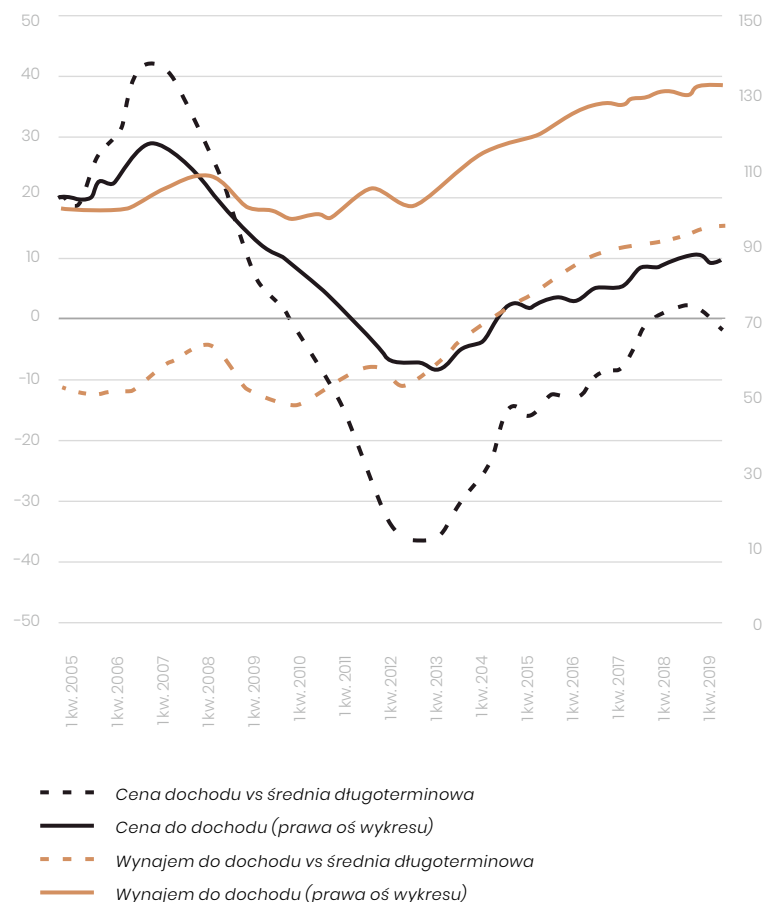


wu sugeruje, że sam napływ kapitału nie jest wystarczającym motywatorem, aby doprowadzić do adekwatnego przyrostu liczby nowych inwestycji mieszkaniowych.

Jak bowiem wynika z raportu, rola funduszy na irlandzkim rynku mieszkaniowym rośnie. Wprost formułowana jest tu ocena, że koncentracja aktywności funduszy na rynku gruntów może zaszkodzić dostępności mieszkań. Jeszcze przed kryzysem kupcami ziemi były firmy rodzinne zajmujące się budową

**Wykres 6.**  
Dostępność mieszkań w Irlandii w latach 2005-2019

Źródło: Maria Jose Doval Tedin i Violaine Faubert. 2020. *Housing Affordability in Ireland, Economic Brief 061 European Commission*, s. 3



domów. Obecnie ziemia jest często inwestycją firmy, takiej jak fundusze inwestycyjne, spółki akcyjne lub podobnego rodzaju przedsiębiorstwa, z których wielu to inwestorzy zagraniczni. Ich motywacją niekoniecznie jest budowa nowych nieruchomości, a może być jedynie spekulacja działkami nadającymi się pod budowę. W efekcie na przestrzeni lat dostępność mieszkań i domów znacznie spadła. Dotyczy to zarówno nieruchomości na własność jak i w znacznie większym stopniu tych na wynajem. Stąd rosnąca rola inwestorów i ich obecne zainteresowanie rynkiem najmu. W drugim kwartale 2020 r. około 47 000 mieszkań planowano do wybudowania lub było już budowanych z przeznaczeniem na wynajem.

Mógł tu zadziałać mechanizm, zgodnie z którym nadmierny napływ kapitału na rynek nieruchomości tak podniósł ceny, że coraz większa część społeczeństwa zmuszona została do najmu. W efekcie rosnąca liczba mieszkań i domów budowanych na wynajem nie wystarcza, aby zaspokoić rosnący popyt ze strony potencjalnych lokatorów.

## **Wnioski**

1. Powyższa dyskusja i przytoczone przykłady wskazują na kilka zjawisk. Po pierwsze, wzrasta intensywność i wpływ inwestorów instytucjonalnych oraz kapitału zagranicznego na rynki mieszkaniowe.
2. Po drugie, napływ kapitału, a więc wzrost popytu prowadzi do wzrostu cen, co jest oczywiste z punktu widzenia praw ekonomii. Dotyczy to szczególnie sytuacji, w których z różnych powodów podaż nowych mieszkań jest ograniczona lub nie można jej szybko dostosować do bieżącego popytu.
3. Po trzecie, pośrednim efektem napływu kapitału jest spadek udziału gospodarstw domowych jako właścicieli mieszkań, co oznacza, że więcej jest mieszkań wynajmowanych na lokalnym rynku. Należy jednak dodać, że znaczenie czynników lokalnych kształtujących popyt i podaż na rynkach mieszkaniowych pozostaje wciąż decydujące dla zjawisk na tych rynkach. Z drugiej strony, również należy podkreślić, że wpływ zinstytucjonalizowanego kapitału zagranicznego na rynki mieszkaniowe rośnie i jest coraz bardziej odczuwalny.
4. Dostępność mieszkań maleje. Szczególnie dotyczy to rynku mieszkań na wynajem ze względu na rosnący popyt na najem, za którym nie nadąża podaż. Ze względu na rosnące ceny zakupu nieruchomości coraz większa część społeczeństwa wypychana jest bowiem na rynek najmu.

# Doświadczenia wybranych miast z inwestorami instytucjonalnymi

## 3.1. Berlin – największy europejski rynek najmu

### Struktura rynku berlińskiego

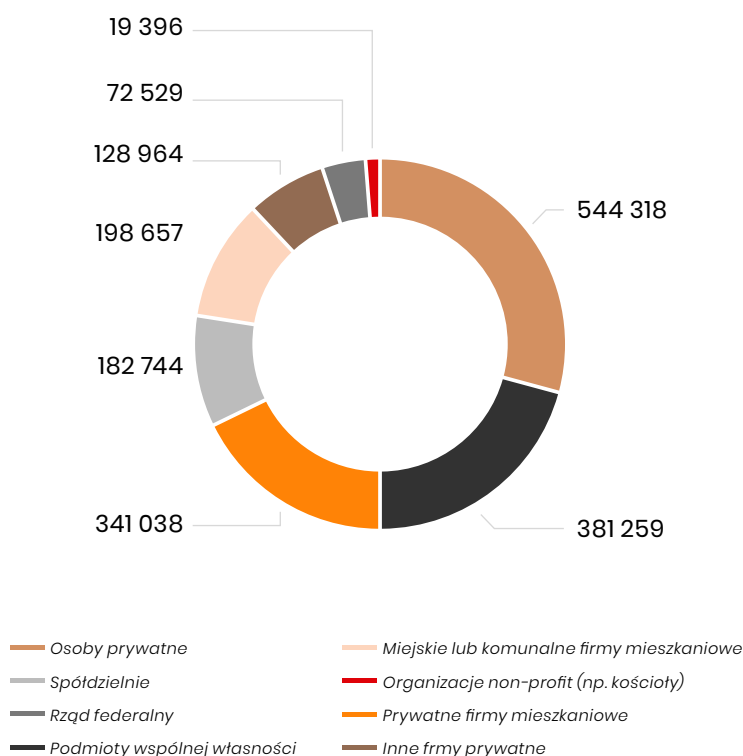
Niemiecki model rynku mieszkaniowego odbiega od innych rynków europejskich. Główną jego cechą jest bowiem tradycyjny, bardzo silny sektor mieszkańców na wynajem.

Na tle Niemiec sytuacja rynku mieszkaniowego w Berlinie jest jeszcze bardziej zdominowana przez najem. Szacuje się, że w 2017 roku tylko około 15% zasobu stanowiły mieszkania własnościowe zajmowane przez właścicieli. Pozostałe 85% to mieszkania na wynajem. Z kolei mieszkania wynajmowane w 71% należą do prywatnych właścicieli, 18% stanowią lokale komunalne, a 11% posiadają spółdzielnie mieszkaniowe<sup>18</sup>.

Prywatny zasób mieszkań na wynajem jest bardzo zróżnicowany i zdominowany przez właścicieli posiadających niewielką liczbę mieszkań. Podmiotów, z których każdy posiada ponad 3 000 mieszkań jest w Berlinie

Wykres 7.  
Struktura rynku mieszkaniowego w Berlinie

Źródło: opracowanie własne na podstawie Van Heerden, S, Barranco, R., and C. Lavallo (red.). *Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities.* EUR 30224 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2020





jedenaście. Szacuje się, że 15% mieszkań w Berlinie należy do takich firm prywatnych, m.in. do firm ubezpieczeniowych, funduszy, banków. Razem są oni operatorami około 245 000 wszystkich takich mieszkań<sup>19</sup>.

Dwa największe prywatne podmioty pod względem liczby mieszkań w Berlinie to: Deutsche Wohnen SE (111,5 tys. lokali; około 7% rynku) i Vonovia SE (42 tys. mieszkań; około 2,5%). Są to jednocześnie dwa największe tego typu podmioty w Niemczech. Obie firmy są notowane na frankfurckiej giełdzie i wchodzi do indeksu DAX-30, jako jedne z największych i najwyżej skapitalizowanych spółek niemieckich. Nota bene Deutsche Wohnen zastąpił w czerwcu 2020 Lufthansę jako podmiot wchodzący w skład tego indeksu. Firmy te przez lata gromadziły portfele mieszkań m.in. kupując je od władz lokalnych lub przejmując mniejsze podmioty. Na przykład Berlin w 2004 roku sprzedał na rynku mieszkaniową spółkę GSW, którą dziewięć lat później nabył właśnie Deutsche Wohnen SE. Spółka GSW miała w portfolio 65 000 mieszkań.

Z kolei właścicielami obu tych największych operatorów mieszkaniowych w Berlinie są fundusze i banki. Największymi udziałowcami Deutsche Wohnen są podmioty zagraniczne: Massachusetts Financial Services Corporation, BlackRock Inc. i Norges Bank. BlackRock ma również znaczący udział w akcjonariacie Vonovia, podobnie jak Norweski Rządowy Fundusz Emerytalny<sup>20</sup>. Obie te ostatnie instytucje to największe podmioty w swojej klasie na świecie mające w swoich portfelach aktywa korporacji z całego świata.

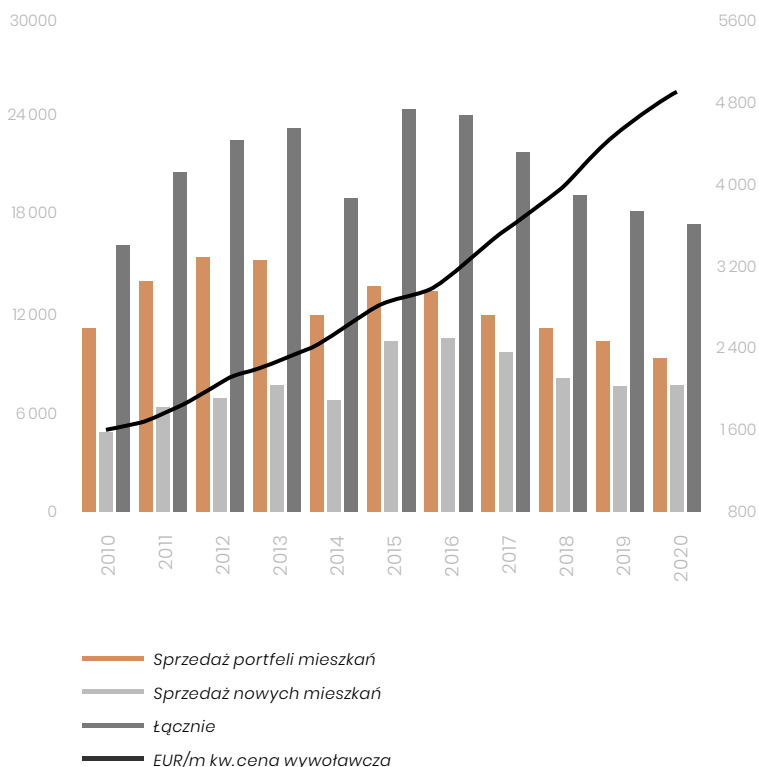
### Zmiany na rynku najmu i mieszkań własnościowych

W związku z dynamicznym rozwojem miasta, rosnącą liczbą mieszkańców czy gospodarstw domowych szybko wzrasta w Berlinie też popyt na mieszkania. Przeprowadzone szacunki wskazywały, że Berlin potrzebował

Wykres 8.  
Sprzedaż mieszkań  
i średnia cena mieszkań  
w Berlinie w latach  
2010-2021

Źródło: <https://guthmann.estate/en/market-report/berlin/>  
dostęp: 22.08.2021

Uwagi: Sprzedaż mieszkań  
w szt. – lewa oś; Średnia cena  
w EUR/1 m kw. – prawa oś



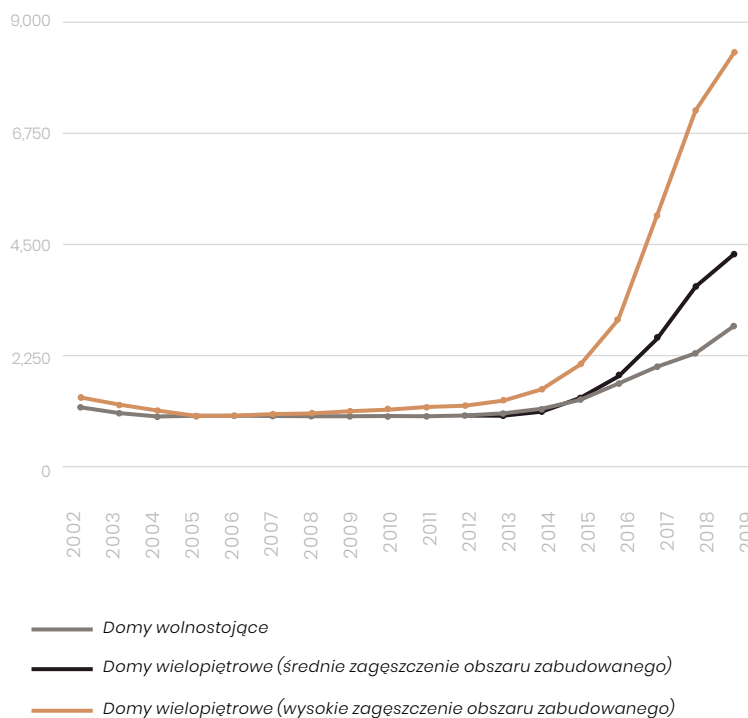
w ostatniej dekadzie dodatkowo około 20 000 nowych lokali rocznie. Sektor publiczny i wolny rynek nie był w stanie łącznie dostarczyć takiej liczby mieszkań. Obecnie deficyt mieszkaniowy w Berlinie szacowany jest, wg danych Guthmann na 205 000 jednostek. Efektem jest rzecz jasna rosnąca cena nieruchomości na sprzedaż. Według analiz rynkowych Guthmann średnia cena za metr kwadratowy wzrosła z 1 700 euro w 2011 do ponad 5 000 w roku 2021. Ceny za nowe mieszkania deweloperskie są jeszcze wyższe. Mediana cen osiągnęła w 2021 roku poziom ponad 7 500 euro za metr kwadratowy takiego lokalu. Jest to wciąż dużo mniej niż w Londynie, Hongkongu (SAR) czy Paryżu, ale wzrost jest bardzo dynamiczny.

Należy zauważyć, że znaczny wzrost cen mieszkań nie spowodował wzrostu liczby transakcji. Efekt był wręcz odwrotny. Od roku 2015 liczba sprzedanych mieszkań spadła z 24 600 do 17 500 w roku 2020. Bardziej spadała liczba mieszkań sprzedawanych w pakietach niż pojedynczych transakcji. Wiązać się to może ze wzrastającym naciskiem na regulacje (w tym wprowadzenie tzw. hamulca na ceny najmu, o czym poniżej) i zwiększeniem ryzyka takich inwestycji. Przy tym w ostatnich latach malała nie tylko skala zakupów pakietowych, ale też pojedynczych transakcji.

Wysokie ceny mieszkań i niska ich podaż spowodowały drastyczne wzrosty cen ziemi. Najbardziej drożały tereny pod budownictwo wielorodzinne. Po wielu latach stagnacji od mniej więcej 2015 roku ceny gruntów gwałtownie rosły (Wykres 9).

Wykres 9.  
Oficjalna wycena gruntów  
w Berlinie (EUR/m kw.)  
dla niezabudowanych  
obszarów (2005=1,000)

Źródło: Van Heerden, S, Barranco, R., i C. Lavallo (red.). *Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities.*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2020, s. 29.

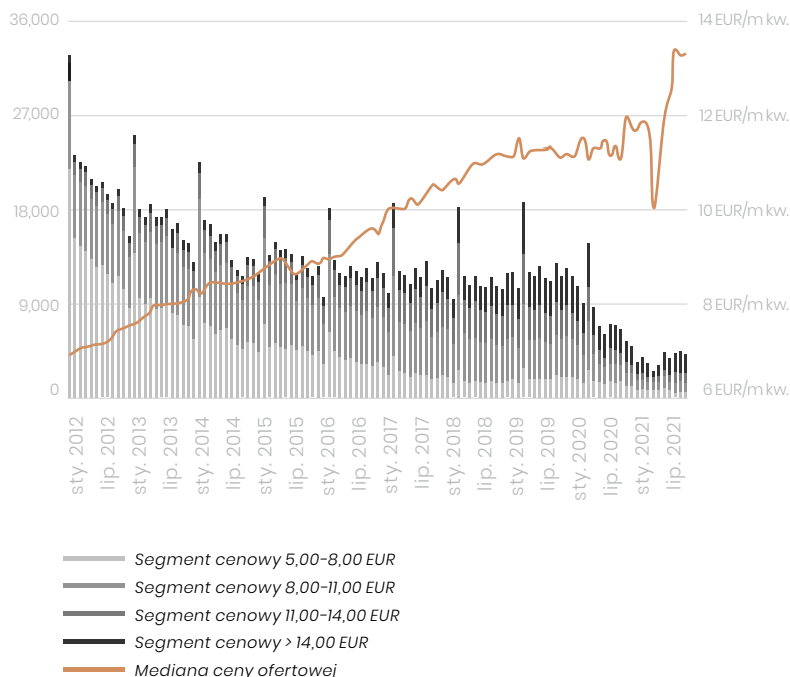


Obserwowane zjawiska powodowały zmiany na rynku mieszkań i chroniczne niedopasowanie podaży do popytu. Ceny najmu znacząco wzrosły. Doszło też do znaczącego spadku liczby transakcji i to we wszystkich zakresach cenowych. Należy dodać, że wprowadzane regulacje mające na celu ograniczanie wzrostu cen okazały się niewystarczające, a być może nawet przeciwskuteczne, powodując jeszcze większy spadek dostępności mieszkań (o czym poniżej i w pkt 5).

Wykres 10.  
Liczba ofert i ceny  
najmu w Berlinie  
w latach 2012-2021

Źródło: <https://guthmann.estate/en/market-report/berlin/do-step:22.08.2021>

Uwagi: Liczba ofert według segmentów cenowych – lewa oś;  
Ceny najmu – prawa oś



### Znaczenie inwestorów instytucjonalnych i regulacje rynku najmu

Jak wskazano wyżej, na pierwszy rzut oka pozycja instytucjonalnych inwestorów na berlińskim rynku mieszkaniowym nie jest jednoznacznie dominująca. Szacunki wskazują, że największe podmioty są operatorami około 15% zasobu mieszkań na wynajem. Uważa się je jednak za wyznaczające trendy na rynku najmu. Dodatkowo takie podmioty jak Deutsche Wohnen i Vonovia muszą zmierzyć się z wrogą im opinią publiczną. Sprawa jest tutaj bardziej fundamentalna, bowiem wynika ze starcia merkantylnej mentalności anglosaskiej i wartości społecznej gospodarki rynkowej charakterystycznej dla Niemiec. Inaczej można to zjawisko ująć jako krytykowanie mentalności akcjonariuszy i niewystarczające dbanie o najemców oraz zasób mieszkaniowy. Przypomnijmy, że znaczącymi właścicielami tych podmiotów są fundusze zagraniczne, głównie amerykańskie, które działają na rzecz akcjonariuszy.

Tradycyjne metody ograniczania wzrostu cen najmu wynikające z regulacji nie były wystarczające. Duzi inwestorzy je omijali. Najczęściej do tego celu wykorzystywano przepisy umożliwiające podwyżki czynszów przy dużych remontach, czy ulepszeniach (np. budowie windy). Przykładowo brytyjski fundusz Talliesin domicylowany na wyspie Jersey zamierzał podnieść stawki czynszów o 80%, co było związane z planowaną wymianą okien i termoizolacją<sup>21</sup>.

Przykłady negatywnych dla najemców działań niektórych dużych podmiotów korporacyjnych spowodowały zdecydowane reakcje Senatu Berlina i podejmowanie posunięć regulacyjnych jak i bezpośrednie interwencje na rynku. Do tych ostatnich można zaliczyć odkupienie przez Berlin około 6 000 wcześniej sprywatyzowanych mieszkań od przedsiębiorstwa izraelskiego notowanego na giełdzie luksemburskiej o nazwie Ado Properties. Tę transakcję Berlin zamknął ze stratą w porównaniu do ceny sprzedaży tego pakietu mieszkań w roku 2004. Berlin jest jednym z 16 landów, ma on więc więcej kompetencji w zakresie kształtowania regulacji dotyczących mieszkalnictwa niż inne niemieckie miasta. Dotyczy to takich zagadnień jak regulacje czynszu,

zagospodarowanie przestrzenne czy mieszkalnictwo socjalne. Należy jednak podkreślić, że nawet działania władz Berlina są ograniczone przez prawo federalne Niemiec. Prawo najmu w Niemczech jest bowiem prawem federalnym.

Podejmowane przez Berlin działania dotyczące najmu mają najczęściej za cel zwiększenie dostępności mieszkań i nie są nastawione na ograniczanie roli inwestorów instytucjonalnych. Na przykład, aby zwiększyć wykorzystanie mieszkań Senat Berlina przyjął w 2014 roku regulację mającą na celu zapewnienie, że mieszkania mają służyć wyłącznie do stałego zamieszkania. W efekcie na portalu Airbnb możliwe było wynajmowanie tylko pojedynczych pokoi, a nie całych mieszkań. W 2018 roku te regulacje zostały zaostrzone tak, aby wakaty pustych mieszkań dłuższe niż trzy miesiące nie występowały.

Ponadto federalny Kodeks Budowlany daje miastom możliwość zdefiniowania obszarów ochrony społecznej. Głównym celem tego instrumentu jest to, aby zróżnicowana pod względem społecznym czy ekonomicznym populacja dzielnicy nie ulegała drastycznym zmianom. Dwanaście dzielnic Berlina korzysta z tych regulacji. Na tych obszarach właściciele, czyli potencjalni inwestorzy, będą potrzebować dodatkowych zgód, jeśli zamierzają zmienić np. sposób użytkowania mieszkania.

Do 2020 roku najgłośniejszą regulacją stosowaną w Berlinie był tzw. hamulec na stawki czynszu Mietpreisbremse. Regulacja wprowadzona przez Bundestag została po raz pierwszy zastosowana w Berlinie. Ustawa ta nie nakazała, a jedynie umożliwiła poszczególnym landom wprowadzenie dodatkowych ograniczeń na podwyżki czynszów. Od czerwca 2015 roku przy podpisywaniu nowych umów najmu w Berlinie czynsz nie mógł być wyższy o więcej niż 10% od porównywalnego czynszu podobnych lokali. Po wprowadzeniu tych regulacji czynsze nadal rosły, a w centrum Berlina wzrosty sięgały 10% rocznie. Przed wprowadzeniem tej regulacji było to 1-2%<sup>22</sup>.

Ponieważ czynsze nadal rosły, berliński Senat przyjął regulację o zamrożeniu wysokości stawek czynszu na pięć lat od połowy 2020 roku. W myśl regulacji stawki wróciły do poziomu z czerwca 2019 roku. Ponadto wysokość czynszu została ograniczona do 9,80 euro za metr kwadratowy miesięcznie. Przewidziano, że od 2022 r. czynsze będą mogły być podwyższane o 1,3% każdego roku ze względu na inflację. Nowo zbudowane mieszkania, czyli oddane po 2014 r., były wyłączone z tej regulacji.

Ostatecznie niemiecki Trybunał Konstytucyjny w kwietniu 2021 roku uznał, że przepisy te są niezgodne z konstytucją. Oznacza to m.in., że lokatorzy będą musieli zwrócić wstecz niezapłacony w pełni czynsz, jeśli ich pierwotna umowa przewidywała wyższe stawki, a czynsz został obniżony po wprowadzeniu regulacji.

### **3.2. Londyn – inwestorzy instytucjonalni w natarciu**

Globalny kryzys finansowy z lat 2008-2009 wpłynął na rynek mieszkaniowy Londynu, w tym rynek mieszkań na wynajem powodując w szczególności obniżenie realnych cen i stawek czynszu. Okazało się, że ten wpływ był stosunkowo głęboki i długotrwały na rynku sprzedaży mieszkań. Mieszkania staniały o około 20%, a powrót do stawek sprzed kryzysu nastąpił po czterech-pięciu latach. W przypadku najmu spadek był niewielki i wysokość czynszu osiągnęła poziom sprzed kryzysu po 1,5 roku. Po tych korektach ceny nieruchomości w Londynie znowu zaczęły rosnąć osiągając w czerwcu 2021 roku przeciętną wysokość 510 299 funtów<sup>23</sup>.

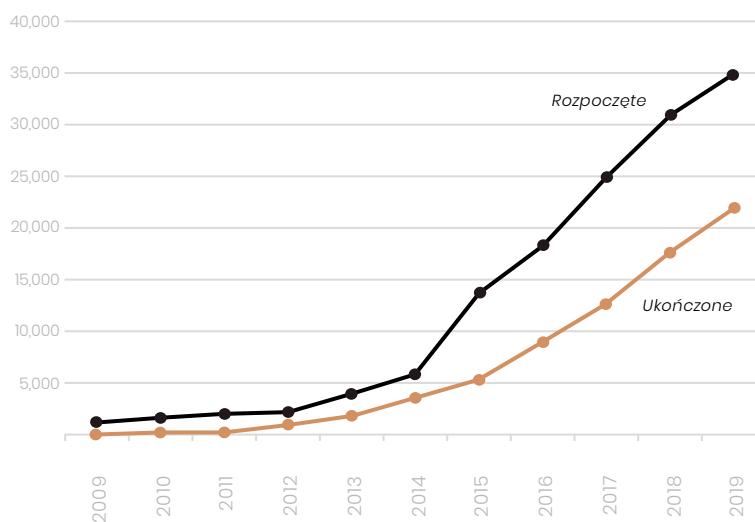
To dwa razy więcej niż w momencie dołka cenowego w czasie kryzysu. Wysokość stawek najmu również wzrastała w tym okresie, ale wzrost ten wyniósł około 25%.

Relatywne obciążenie kosztami mieszkania gospodarstw domowych będących najemcami jest wyższe niż właściciele mieszkań spłacających kredyt hipoteczny. Mediana kosztów mieszkania ujmowana jako udział tych kosztów w dochodach gospodarstwa domowego korzystającego z najmu wynosiła w ostatnim dziesięcioleciu od 30% do 37%. Mediana tak samo ujmowanych kosztów mieszkania gospodarstw domowych spłacających kredyt mieściła się w przedziale od 16 do 18%<sup>24</sup>. Dla pełnego obrazu warto dodać, że znaczenie rynku lokali na wynajem rośnie. Obecnie 27% gospodarstw domowych to najemcy płacący stawki rynkowe. W 2000 roku stanowili oni 15% brytyjskich gospodarstw domowych.

Rynek PRS<sup>25</sup> rozwija się dynamicznie w ostatnim dziesięcioleciu, szczególnie od roku 2014–2015, kiedy również rynek mieszkaniowy powrócił do przedkryzysowych cen. Wykres 11 pokazuje, że w drugiej połowie ostatniego

Wykres 11.  
Skumulowana liczba mieszkań na wynajem w Londynie od roku 2009 do 2019 (projekty zakończone i w trakcie realizacji).

Źródło: Georgie Cosh and James Gleeson, 2020. *Housing in London 2020, The evidence base for the London Housing Strategy*, Greater London Authority za: [https://www.london.gov.uk/sites/default/files/housing\\_in\\_london\\_2020\\_v2.pdf](https://www.london.gov.uk/sites/default/files/housing_in_london_2020_v2.pdf)



dziesięciolecia dynamika zakończonych i rozpoczętych projektów PRS była bardzo wysoka. Sektor ten opiera się na inwestorach instytucjonalnych, deweloperach, władzach lokalnych oraz stowarzyszeniach non-profit.

Nowe projekty PRS podejmowane są m.in. przez inwestorów instytucjonalnych. Nie posiadamy szczegółowych danych dotyczących aktywności takich podmiotów w ostatnich latach. Badania dotyczące wpływu kapitału zagranicznego na rynek mieszkaniowy wskazują, że gminy Londynu były tymi lokalizacjami, w których występowała relatywnie największa liczba transakcji z udziałem kapitału zagranicznego i miały one największą wartość. W cytowanych już badaniach<sup>26</sup> autorka wskazuje, że spośród gmin Anglii i Walii, trzy gminy Londynu zajmują trzy pierwsze miejsca w takim zestawieniu. I tak w następujących gminach Londynu udział kapitału zagranicznego w transakcjach kupna był następujący: Westminster 27,2%, Kensington & Chelsea 23,5 %, Greenwich 14,4%. Wnioski z tych badań wskazują, że wzrost udziału kapitału zagranicznego na rynku powoduje wzrost cen mieszkań we wszystkich segmentach cenowych nieruchomości mieszkaniowych, a więc również w segmencie

tańszych nieruchomości. W tych lokalizacjach relatywnie więcej gospodarstw domowych wynajmuje mieszkania, a mniej posiada swoje mieszkania na własność.

Zapowiedzi zwiększonej aktywności inwestorów instytucjonalnych na rynku PRS są bardzo widoczne. Doskonałym przykładem są zapowiedzi Lloyds Banking Group (największy dostawca kredytów hipotecznych), że do 2030 roku planuje on kupić 50 000 mieszkań w Wielkiej Brytanii.<sup>27</sup> Choć jest to pojedynczy przykład, to wpisuje się on w trend dynamicznego rozwoju sektora PRS.

### 3.3 Wybrane miasta europejskie a inwestorzy instytucjonalni

Rosnąca aktywność inwestorów instytucjonalnych na rynku nieruchomości mieszkaniowych została dostrzeżona w wielu miastach europejskich. Obserwacje rynkowe i wpływ takich podmiotów na rynek mieszkaniowy spowodował, że podjęto pogłębione badania wybranych miast europejskich związane z rosnącą finansjalizacją mieszkalnictwa<sup>28</sup>.

W jednej z ostatnich prac na ten temat pt. *Who owns the city?*, autorzy w konkluzjach stwierdzają m.in., że: „Większość studiów miejskich sugeruje, że finansjalizacja w mieszkalnictwie (w różnych formach) ma negatywny wpływ na dostępność mieszkań, szczególnie dla klas niższej i średniej”.<sup>29</sup> We wspomnianym opracowaniu pojawiają się przykłady kilku miast, w których zdiagnozowano postępującą finansjalizację (Amsterdam, Barcelona, Berlin, Madryt, Sztokholm). Przy tym autorzy zwracają uwagę na fakt niedostatecznych zasobów danych i podkreślają, że konieczne jest lepsze badanie rynków i zbieranie bardziej szczegółowych informacji także z innych krajów, aby rzetelnie przyjrzeć się problemowi. Dodają przy tym, że różne formy postępującej finansjalizacji mogą mieć różne implikacje, np. wpływ małego inwestora kupującego mieszkanie,

Tabela 3.1. Udział inwestorów instytucjonalnych na rynku mieszkaniowym w miastach europejskich

Miasto	Średni udział inwestorów instytucjonalnych w wielorodzinnych inwestycjach mieszkaniowych w latach 2013–2019 (%)	Udział inwestorów instytucjonalnych w wielorodzinnych inwestycjach mieszkaniowych w roku 2019 (%)	Udział kapitału zagranicznego w inwestycjach wielomieszkaniowych w roku 2019 (kraje pochodzenia kapitału) (%)
Amsterdam	46	67	32 (Niemcy, Wlk. Brytania)
Barcelona	87*	74	69 (USA, Francja)
Berlin	79	59	4 (Wlk. Brytania, Francja)
Sztokholm	54	73	56 (Niemcy, Norwegia)
Madryt	75*	80	Bd (USA, Wlk. Brytania)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Van Heerden, S., Barranco, R., and C. Lavalle (red.). 2020. *Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities*, Publications Office of the European Union

\*średnia dla lat 2017–2019

aby je wynajmować różni się od inwestora instytucjonalnego, uważającego projekt mieszkaniowy za pewną odrębną klasę aktywów.

Podkreślić należy, że współzależności na rynku mieszkaniowym są złożone. Na system mieszkaniowy składa się wielka ilość czynników, które bezpośrednio lub pośrednio mogą na siebie wpływać i/lub wzmacniać się nawzajem. Dane wskazują, że rola inwestorów instytucjonalnych w latach 2013-2019 wzrosła<sup>30</sup>. Ilustruje to tabela 3.1.

Badania pokazały również, że inwestorzy instytucjonalni byli aktywni na zagranicznych rynkach mieszkaniowych. Ich znaczenie również rosło w analizowanym okresie tj. w latach 2013-2019. Jednocześnie władze publiczne, dostrzegając problem malejącej dostępności mieszkań np. z powodu rosnących czynszów najmu, podejmowały działania, aby to zjawisko ograniczyć. Były to na przykład regulacje ograniczające najem krótkoterminowy, czy działania wspierające mieszkalność społeczną. Natomiast nie podejmowano działań skierowanych na inwestorów instytucjonalnych. Wskazuje się również, że władze publiczne nie mają dostatecznej wiedzy i baz danych o realnych transakcjach, a nawet ogólnych danych o rynku mieszkań, np. realnej liczbie mieszkańców czy gospodarstw domowych oraz zasobie wykorzystywanym faktycznie do stałego zamieszkiwania.

## Wnioski

1. Przegląd doświadczeń związanych z aktywnością inwestorów instytucjonalnych na wiodących rynkach nieruchomości mieszkaniowych w Europie wskazuje, że nie są oni głównymi operatorami mieszkań, ale ich znaczenie bardzo szybko rośnie. Ten proces jest szczególnie widoczny po roku 2015.
2. Zagraniczni inwestorzy instytucjonalni są aktywni na różnych rynkach europejskich niezależnie od miejsca swojej siedziby.
3. Główne efekty zwiększonej liczby i wartości transakcji z udziałem kapitału zagranicznego na rynku mieszkań to: wzrost cen we wszystkich segmentach rynku, zmniejszenie dostępności cenowej mieszkań, wzrost znaczenia najmu.
4. Podejmowane narzędzia ograniczające wzrost cen mieszkań i stawek najmu wolnorynkowego okazywały się nieskuteczne. Nie były one wprost nastawione na ograniczenie aktywności inwestorów instytucjonalnych, a raczej na potencjalne efekty ich działalności.
5. Władze publiczne i uczestnicy rynku często nie mają dostatecznej wiedzy i baz danych o realnych transakcjach, a nawet ogólnych danych o rynku mieszkań, np. faktycznej liczbie mieszkańców czy gospodarstw domowych oraz zasobie wykorzystywanym realnie do stałego zamieszkiwania.

# 4 Polski rynek mieszkaniowy a inwestorzy instytucjonalni

Przez wiele lat po transformacji ustrojowej inwestorzy instytucjonalni nie byli w Polsce znaczącymi uczestnikami rynku mieszkaniowego. Wynikać to mogło głównie z tego, że rodzimy rynek najmu jest stosunkowo płytki i zdominowany przez rozproszonych właścicieli mieszkań. Kluczowa jest przy tym tradycyjna preferencja Polaków dążenia do własności mieszkania. Inwestorzy instytucjonalni rynku PRS, a więc takie podmioty jak fundusze, spółki specjalnego przeznaczenia, czy private equity, zwykle inwestują na rynku mieszkaniowym w gotowe lub zaawansowane projekty nastawione na wynajem.

Jeśli pierwsze transakcje pakietowych zakupów mieszkań przez zagraniczne podmioty miały miejsce w połowie ubiegłego dziesięciolecia<sup>31</sup>, to dopiero od około dwóch lat, czyli od roku 2019 obserwujemy wzmożoną aktywność inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku mieszkaniowym. Co więcej, pandemia COVID-19 nie tylko nie zahamowała tego zjawiska, a wręcz przeciwnie. Lata 2020 i 2021 przyniosły znacznie większe zainteresowanie i skokowy wzrost wartości transakcji. Według szacunków JLL wartość inwestycji segmentu PRS wyniosła w 2020 roku 260 mln euro, czyli około 1,2 mld złotych<sup>32</sup>. W pierwszym półroczu 2021 wynik był już ponad dwukrotnie wyższy niż w całym 2020 roku. JLL szacuje bowiem wartość inwestycji z segmentu PRS w pierwszej połowie 2021 roku na około 2,6 mld złotych (564 mln euro, w tym 34 mln przypadły na akademiki)<sup>33</sup>.

Jedną z pierwszych dużych transakcji był zakup 56% akcji Echo Investment przez wiodącego dewelopera węgierskiego tj. firmę Wing w roku 2019. Obie firmy notowane były wówczas na giełdach. Docelowo Wing objął 66% akcji Echo Investment. Polska spółka w części swojej działalności zajmowała się również budownictwem na wynajem. W tym samym roku niemiecki fundusz TAG Immobilien przejął wrocławskiego dewelopera Vantage za 85 mln euro, a następnie wycofał tę firmę z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w kwietniu 2020 roku. Docelowo TAG Immobilien zamierza wybudować w Polsce od 8 000 do 10 000 mieszkań na wynajem. TAG Immobilien zarządza w Niemczech portfelem około 85 000 mieszkań o łącznej wartości 4,8 mld euro, m.in. w Hamburgu, Berlinie, Lipsku, Dreźnie i Dusseldorfie.

Konrad Płochocki, dyrektor generalny i główny ekspert Polskiego Związku Firm Deweloperskich podkreśla, że transakcja Vantage Development i TAG Immobilien to nie jest przypadek. Nastąpił zwrot i duży gracz międzynarodowi powiedzieli wprost, że są gotowi kupować projekty będące jeszcze w budowie – zaznacza Płochocki. Ta transakcja jest nabyciem firmy deweloperskiej, która ma swoją historię giełdową. Jest poukładana, transparentna i dobrze zarządzana. To potwierdza dojrzałość rynku deweloperskiego i długoterminowy potencjał<sup>34</sup>.

Dotychczas największą transakcją na rynku przejęć w tym obszarze jest kupno w lutym 2021 roku Budimex Nieruchomości przez konsorcjum polsko-czeskie, tj. Cornerstone Partners oraz Crestyl. Wartość transakcji szacuje się na 1,5 mld złotych<sup>35</sup>.



Należy dodać, że obok transakcji przejęć firm deweloperskich obserwujemy zwiększoną aktywność zakupów pakietowych mieszkań lub projektów (budyneków) w trakcie budowy. Najaktywniejszym podmiotem na tym rynku w Polsce jest Heimstaden Bostad, wiodący operator i właściciel nieruchomości mieszkaniowych z siedzibą w Malmö (Szwecja). Według danych spółki jest ona właścicielem 114 000 mieszkań o wartości 179 mld koron szwedzkich (ok. 80,5 mld zł). Ostatnie transakcje obejmują zakup 647 mieszkań od Marvipol za 380,9 mln zł, 2 496 lokali od Budimex za 1,4 mld zł, oraz 640 lokali od Eiffage za 65 mln euro. Wszystkie te transakcje miały miejsce w ciągu sześciu miesięcy od grudnia 2020 roku.

Zapowiedzi i już ogłoszone plany rozwoju segmentu PRS przez wiodące grupy kapitałowe wskazują, że ten segment rynku czeka w najbliższych latach dynamiczny rozwój. W tabeli 4.1 zawarte jest zestawienie przeprowadzonych transakcji, których zawarcie zostało publicznie ogłoszone.

*Tabela 4.1. Największe transakcje przejęć i zakupów pakietowych na rynku mieszkań na wynajem (stan na sierpień 2021)*

<b>Podmiot kupujący/ przejmujący</b>	<b>Miejsce pochodzenia/ siedziba</b>	<b>Transakcja (data, kwota)</b>	<b>Rodzaj transakcji (liczba lokali przejmowanych)</b>	<b>Od kogo</b>
Heimstaden Bostad	Malmö	12.2020 65 mln euro	640	Eiffage (Francja)
Heimstaden Bostad	Malmö	02.2021 381 mln zł	647	Marvipol (Polska)
Heimstaden Bostad	Malmö	05.2021 1,4 mld zł	2496	Budimex Nieruchomości (Polska)
TAG Immobilien	Hamburg	11.2019 85 mln euro	Przejęcie firmy Vantage	Vantage (Polska)
Catella Wohen Europa	Monachium (grupa z siedzibą w Sztokholmie)	2016	72 (ul. Złota 44)	BBI Development (Polska)
Catella Wohen Europa	Monachium (grupa z siedzibą w Sztokholmie)	06.2018	175	Matexi (Belgia)
Catella Wohen Europa	Monachium (grupa z siedzibą w Sztokholmie)	12.2019 20 mln euro	154 + 139 (akademik)	Hines (USA)
Cornerstone Partners i Crestyl	Warszawa, Praga	07.2020 1,5 mld zł	Przejęcie firmy Budimex Nieruchomości	Budimex (Polska)
Aurec Capital Poland	Warszawa (grupa z siedzibą w Izraelu)	04.2020 100 mln zł	200	Matexi (Belgia)
LRC Poland	Warszawa (grupa z siedzibą w Larnace)	11.2019	900	Golub Gethouse (USA)

Nieujawniony inwestor z sektora PRS	Nieznany	03.2021 154 mln zł	300	Dekpol (Polska)
Wing	Budapeszt	11.2019-04.2020 Okolo 1,2 mld zł (strony nie ujawnily wartosci transakcji)	Przejecie 66% akcji Echo Investment*	PIMCO-Oaktree-Griffin Real Estate

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji ze spółek, portali branżowych oraz „Budowane na wynajem – perspektywy rozwoju rynku najmu w Polsce” ThinkCo, Warszawa 2020

\*Echo Investment jest deweloperem, który pośrednio działa również na rynku PRS

Dynamiczny rozwój rynku PRS i aktywność inwestorów instytucjonalnych idą w parze z ogłaszanymi przez wiele podmiotów planami i zamierzeniami. ThinkCo szacował w 2020 roku, że najem instytucjonalny obejmował wówczas 3 873 mieszkań, dalszych 7 362 było w budowie, a zapowiedzi wskazywały, że do roku 2025 rynek ten powiększy się o kolejne 25 865 lokali. Dane te pozwalały wówczas oszacować, że wielkość tego rynku będzie obejmowała ogółem 37 100 mieszkań<sup>36</sup>.

Ujawnione zamierzenia najważniejszych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku najmu mieszkań obejmują obecnie następujące ilości mieszkań:

- TAG Immobilien: 10 000,
- Heimstaden Bostad: 4 000,
- Aurec Capital: 2 000,
- Resi Capital (Cavatina): 5 000,
- Eiffage Immobilier: 2 753,
- Inspirentals (Golub GetHouse): 3 000,
- Nordic Real Estate Partners: 10 000,
- Catella: 2 000,
- Resi4rent: 7 500,
- LRC: 3 800,
- Zeitgeist Assets Management: 800.

To zestawienie jest z pewnością niepełne, bo nie wszystkie plany korporacyjne są ujawniane. Pokazuje ono, że co najmniej 50 000 lokali będzie na rynku PRS w roku 2025. Zauważmy, że ten szacunek jest o ponad 30% wyższy niż sporządzony zaledwie rok temu. Dlatego realnie można oczekiwać, że rynek najmu instytucjonalnego do roku 2025 może osiągnąć w Polsce wielkość pomiędzy 70 000, a 80 000 mieszkań. To znaczy, że w perspektywie najbliższych 4 lat w ręce inwestorów instytucjonalnych trafi co najmniej półroczna produkcja nowych mieszkań, którą są w stanie dostarczyć wszyscy deweloperzy w kraju.

## Wnioski

1. W ostatnich latach polski rynek mieszkaniowy stał się obiektem zainteresowania wielu zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Zainteresowanie to przełożyło się na rosnącą liczbę i wartość transakcji. Oficjalne informacje sugerują, że w pierwszej połowie 2021 roku inwestorzy instytucjonalni ściągnęli z rynku mieszkania odpowiadające minimum 20% transakcji nowymi mieszkaniami na 7 największych rynkach<sup>37</sup>.
2. Obiektem przejęć były w szczególności spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie ze względu na przejrzystość i poziom zarządzania.
3. Istotnym obszarem działań były również zakupy pakietów mieszkań lub całych projektów deweloperskich w trakcie budowy.
4. Podmiotami przejmującymi były zarówno największe firmy deweloperskie z regionu, jak i fundusze zagraniczne specjalizujące się w zarządzaniu mieszkaniami na wynajem oraz firmy private equity.
5. Należy zauważyć, że jeśli pierwsze transakcje kilka lat temu dotyczyły pakietów gotowych mieszkań, to obecnie przejęcia dotyczą całych firm z ich portfelami projektów na różnym etapie zaawansowania, banków ziemi i zespołów ludzkich.
6. Głównych przyczyn tej zwiększonej aktywności można upatrywać w stosunkowo mało dojrzałym polskim rynku mieszkań na wynajem, dobrych perspektywach jego rozwoju, czy atrakcyjności cenowej polskiej mieszkaniówki. Trzeba bowiem mieć świadomość, że rodzimy sektor kusi zagranicznych inwestorów znacznie wyższymi rentownościami niż te, które obowiązują na dojrzałych rynkach PRS na Zachodzie. Ekspansja inwestorów wynika ponadto z szukania okazji inwestycyjnych przez instytucje. Apetyt ten wprost stymulowany jest nadpłynnością na rynkach finansowych.
7. Można realnie szacować, że rynek najmu instytucjonalnego osiągnie w roku 2025 wielkość pomiędzy 70, a 80 tysięcy mieszkań. Przy szacunkowej wielkości całego rynku najmu (1,3 mln mieszkań) stanowić to może około 6% rynku mieszkań na wynajem.

# — Instrumenty polityki publicznej ograniczające negatywny wpływ inwestycji instytucjonalnych na rynek najmu mieszkań

Swobodny przepływ kapitału jest jednym z filarów, na których opiera się Unia Europejska, a przepływ kapitału do przedsięwzięć i miejsc, które dają wyższe stopy zwrotu zwiększa ogólny stan dobrobytu. Rynek mieszkaniowy, w tym rynek najmu mieszkań nie był i nie jest jednak pozostawiony swobodnej grze rynkowej. Ma on bowiem zaspokoić podstawowe potrzeby mieszkańców w sposób stabilny. Jest to domeną polityki krajowej, choć niektóre traktatowe przepisy ograniczają możliwości stosowania części narzędzi regulacyjnych.

## 5.1. Regulacje umów najmu

Rynek najmu był obiektem szczegółowych regulacji od wielu lat, a regulatorzy w zróżnicowany sposób próbowali osiągnąć równowagę interesów najemców, praw właścicieli i sektora publicznego. Wymienia się siedem głównych obszarów interwencji w tym obszarze<sup>38</sup>:

- Kontrola poziomu cen najmu opisująca stopień elastyczności w ustalaniu poziomów stawek dla nowych kontraktów;
- Kontrola wzrostu czynszów określająca metody aktualizacji czynszów w ramach ustalonych okresów;
- Formalizm procesowy i sprawność postępowania sądowego. Ten obszar obejmuje różne sfery postępowania przed sądami: wymagania dotyczące zaangażowania certyfikowanych profesjonalistów (pełnomocnicy, sędziowie, prawnicy, arbitrzy itp.), prymat dowodów ustnych nad pisemnymi, zasady przedstawiania dowodów, kontrola przez wyższe instancje itp.;
- Wymagania dotyczące wnoszenia i zwalniania depozytu od najemców, w celu sformalizowania kontraktu najmu;
- Wprowadzanie konkretnego katalogu sytuacji uzasadniających eksmisję lokatorów. Dają one prawo do zajęcia mieszkania np. przy okazji remontu, pilnej potrzeby, dają prawo do sprzedaży wynajmowanego lokum lub zezwalają na eksmisję jedynie uciążliwych najemców;
- Określenie prawnych zasad powiadamiania o eksmisji i przeprowadzania samego procesu. Określają one np. ramy czasowe, w jakich właściciel może dostać swoją nieruchomość, a najemca/lokator znaleźć inny, odpowiedni lokal;

- Określenie czasu trwania kontraktów np. minimalnego okresu umowy najmu.

To grupowanie nie wyczerpuje wszystkich działań władz publicznych w obszarze najmu mieszkań. W szczególności wiele krajów i władz lokalnych wspomaga bezpośrednio niektórych najemców, czy jest bezpośrednim operatorem mieszkań i decyduje o zasadach ich nierynkowego przyznawania. Rzecz jasna w takich przypadkach kontraktowe normy i wysokości stawek najmu są również ustalane przez władze publiczne. Zwykle prowadzi to do długich okresów oczekiwania na podpisanie takich umów przez aplikujących, bo stawki są ustalane znacznie poniżej poziomów rynkowych. Na przykład w Sztokholmie czas oczekiwania na mieszkanie komunalne wynosił 10 lat, a kolejka liczyła pod koniec 2018 roku ponad 636 000 osób<sup>39</sup>.

Innym narzędziem są regulacje związane z zagospodarowaniem przestrzennym. Na przykład w Wielkiej Brytanii tzw. sekcja 106 wymaga, aby każdy projekt deweloperski obejmował określoną liczbę mieszkań socjalnych. Uważa się, że jest to największy pojedynczy sposób tworzenia nowych przystępnych cenowo mieszkań, a w 2019 roku przez tą regulację (Sekcję 106)<sup>40</sup> wybudowano prawie 28 000 mieszkań<sup>41</sup>.

Niektóre kraje wspierają właścicieli mieszkań przez system podatków dochodowych. Na przykład w Portugalii preferencje dotyczą osób, które wynajmują swoje mieszkania po niskich stawkach na dłuższe okresy. Preferencje mogą m. in. przybierać formę przyspieszonej amortyzacji wynajmowanego mieszkania lub różnych ulg i odliczeń.

Najbardziej popularnym narzędziem regulacyjnym na rynku najmu jest ograniczanie swobody ustalania stawek najmu, a więc nakładanie maksymalnych stawek czynszu lub tempa jego zmian w czasie. Mimo, że skuteczność tego narzędzia jest jednoznacznie negatywna (ogranicza liczbę nowych mieszkań budowanych na wynajem, a więc prowadzi do zaognienia problemu niewystarczającej podaży), to władze w wielu przypadkach stosują je. Zwykle działa się to na poziomie miast. Z takimi ruchami mierzymy się od połowy poprzedniej dekady. Wiązać to należy z odwróceniem trendu zwiększania się odsetka właścicieli mieszkań, który był widoczny w krajach wysokorozwiniętych do czasu globalnego kryzysu lat 2008–2010<sup>42</sup>. W ostatnich latach wyraźnie rosta rola najmu. Wcześniej – w ciągu ostatnich trzech dekad – wskaźniki posiadania nieruchomości na własność systematycznie rosły. Duży wpływ na to miały zachęty podatkowe i regulacyjne faworyzujące własność.

Do listy krajów i miast, w których zastosowano ograniczenia wzrostu stawek czynszu można zaliczyć: Paryż, który ponownie wprowadził limit w 2019, Kalifornię (2019), Oregon (2018), Berlin (2015). Nowe regulacje pojawiły się natomiast w Portugalii, Szkocji i Irlandii. W Kalifornii limit wzrostu stawek najmu wynosi 5% plus inflacja, w Oregonie 7% plus inflacja. Z drugiej strony spośród krajów Unii Europejskiej nadal dziesięć państw członkowskich nie ma żadnych istotnych regulacji dotyczących czynszu w prawie najmu: Bułgaria, Chorwacja, Finlandia, Grecja, Węgry, Łotwa, Litwa, Rumunia, Słowacja i Słowenia.

## **5.2. Dodatkowe opłaty i podatki nakładane na nieryzydentów kupujących nieruchomości**

Z kolei w niektórych krajach wprowadzono w ostatnich dziesięciu latach dodatkowe opłaty związane z napływem kapitału na rynek mieszkaniowy. Celem było ograniczenie tego napływu i stabilizacja cen nieruchomości mieszkaniowych.

Sześć australijskich stanów wprowadziło w latach 2015–2019 dodatkową opłatę przy zakupie nieruchomości przez cudzoziemców w wysokości początkowo 3–4% do docelowo 7–9%. Dodatkowo w Nowej Południowej Walii wprowadzono w 2017 roku podatek od wartości ziemi kupowanej przez cudzoziemców w wysokości 0,75%. Stawka ta została podniesiona rok później do 2%. Te opłaty są dodatkowymi w stosunku do istniejących uprzednio i wnoszonych przez wszystkich kupujących.

W Kanadzie dodatkowe podatki wprowadzono w dwóch z dziesięciu prowincji. W Kolumbii Brytyjskiej dodatkowy podatek od przeniesienia własności w wysokości 15% wprowadzono w 2016 roku dla obszaru Vancouver. Stawkę tę podniesiono do 20% w roku 2018. W tym samym czasie nałożony został podatek od niezamieszkałych domów i mieszkań w wysokości 1% wartości nieruchomości. W Ontario wprowadzono w 2017 roku spekulacyjny podatek dla nierezydentów w wysokości 15 procent<sup>43</sup>.

W Hongkongu (SAR) nałożono opłatę skarbową na obcokrajowców w 2012 roku w wysokości 15%. Tę regulację rozciągnięto na podmioty, a następnie wprowadzono specjalny podatek spekulacyjny w wysokości od 10 do 20% wartości transakcji, jeśli upłynęło mniej niż 3 lata od zakupu nieruchomości. W 2016 roku podniesiono z 8,5% do 15% opłatę skarbową nakładaną na kupujących drugie i kolejne mieszkania<sup>44</sup>.

Singapur wprowadził dodatkową opłatę skarbową w wysokości 10% w roku 2011 na nierezydentów – osoby fizyczne i podmioty prawne. Stawka ta została podniesiona do 15% w roku 2013<sup>45</sup>. W czerwcu 2018 roku dodatkowe opłaty skarbowe podwyższono do poziomu: 20% dla cudzoziemców, 25% dla podmiotów prawnych, 30% dla deweloperów<sup>45</sup>.

Nowa Zelandia w roku 2018 wprowadziła zakaz nabywania nieruchomości przez obcokrajowców. Wyjątkiem byli Australijczycy i Singapurczycy, co wynikało z obowiązujących bilateralnych umów handlowych<sup>46</sup>.

### **5.3. Czasowe rozwiązania ochrony najemców związane z pandemią**

Kryzys związany z pandemią COVID-19, przy okazji gwałtownego spadku aktywności gospodarczej, spowodował stosunkowo szybką i zdecydowaną reakcję władz publicznych. Nakierowana była ona na wsparcie poziomu konsumpcji gospodarstw domowych, zapewnienie płynności i utrzymanie w jak najlepszej kondycji działających podmiotów gospodarczych. Dotyczyło to w wielu krajach również obszaru związanego z nieruchomościami mieszkaniowymi. Obok narzędzi związanych z kredytami hipotecznymi wprowadzono wiele rozwiązań nakierowanych na rynek najmu.

Sytuacja pandemii COVID-19 spowodowała również wprowadzenie w wielu krajach czasowych rozwiązań związanych z samymi najemcami. W poniższej tabeli zestawiono najważniejsze narzędzia chroniące najemców i kraje, w których je wprowadzono.

Tabela wskazuje, że najbardziej powszechny był wprowadzony czasowy zakaz eksmisji z powodu nie opłacania czynszu. Należy dodać, że wyżej wskazane narzędzia mają charakter czasowy, a ich skuteczność może być oceniona dopiero za dwa-trzy lata. Po tym czasie efektywność i skuteczność ich wprowadzenia zostaną zweryfikowane przez rynek.

Tabela 5.1. Narzędzia ochrony najemców wprowadzone w czasie pandemii COVID-19 w krajach UE

Narzędzia	Kraj
Zakaz eksmisji z powodu nie wnoszenia opłaty	Austria, Belgia, Francja, Niemcy, Irlandia, Luksemburg, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania, Wlk. Brytania
Odroczenie opłat za najem	Austria, Portugalia, Hiszpania
Czasowa redukcja lub zawieszenie opłat dla niektórych gospodarstw domowych	Grecja, Portugalia, Hiszpania
Zamrożenie wysokości opłat	Irlandia, Hiszpania
Reforma wsparcia najemców	Irlandia, Luksemburg, Portugalia, Hiszpania

Źródło: *The State of Housing in Europe. 2021. Housing Europe*, s. 25 za [www.housingeurope.eu](http://www.housingeurope.eu) dostęp 26.08.2021

## Wnioski

1. Rynek mieszkań na wynajem był i jest poddawany różnicowanym regulacjom i/lub bezpośrednim działaniom władz publicznych. Regulacje w szczególności mogą ograniczać swobodę zawierania umów w zakresie wysokości czynszu i jego zmian, ale też zasad eksmisji, możliwości wypowiedzenia umowy czy jej trwania.
2. Wiele krajów i władz lokalnych to posiadacze portfeli mieszkań na wynajem. W takich przypadkach, to władze te decydują o zasadniczych parametrach związanych z najmem (np. stawki, zasady naboru najemców, preferencje).
3. Stosowane są też inne narzędzia wspierające najemców lub podaż mieszkań o niższych czynszach. Mogą to być regulacje dotyczące zagospodarowania przestrzennego, czy bezpośrednio wsparcie finansowe najemców lub właścicieli mieszkań.
4. Najbardziej popularnym narzędziem regulacyjnym na rynku najmu było ograniczanie stawek czynszu rynkowego. Rozwiązanie to stosowane jest w wielu krajach mimo licznych doświadczeń wskazujących na nieskuteczność i szkodliwość tego narzędzia, w szczególności wpływu na ograniczanie podaży nowych mieszkań oraz zwiększanie wahań cen.
5. Wiele krajów wprowadzało dodatkowe daniny (opłaty skarbowe) pobierane przy transakcjach dokonywanych przez zagranicznych inwestorów na rynkach mieszkaniowych. Wprowadzano również podatki od niezamieszkałych mieszkań.

# 6 Rekomendacje dla Polski

Rola europejskich i globalnych inwestorów instytucjonalnych na rodzimym rynku mieszkaniowym rośnie i będzie rosta w przyszłości. Doświadczenia innych krajów oraz obserwacje ostatnich lat z polskiego rynku wskazują, że takiego typu inwestorzy nie zdominują rynku najmu. Mogą mieć jednak znaczny wpływ na sam rynek i powodować wzrost cen mieszkań oraz stawek czynszów. To wszystko prowadzi do negatywnych skutków społecznych.

Regulacje dotyczące rynku mieszkaniowego mają za zadanie doprowadzenie do bardzo różnych efektów – równowagi popytu i podaży, ograniczenia ewentualnych niedoskonałości rynku (takich jak asymetrie informacyjne), zapewnienia przystępnych cen najmu. Działania te mają też wpływ na standardy życia, mobilność czy dochody publiczne.

Tradycyjne regulacje, takie jak zamrażanie lub ograniczanie wzrostów cen, nie przynosiły spodziewanych rezultatów, a ograniczały podaż. Dlatego też należy z dużą ostrożnością podchodzić do tego typu narzędzi.

Narzędzia nakierowane wprost na podwyższenie barier wejścia na rynek nakładane na podmioty zagraniczne inwestujące w nieruchomości nie mogą być w przypadku Polski stosowane. Chodzi o to, że np. dodatkowe opłaty skarbowe byłyby niezgodne z zasadami traktatowymi Unii Europejskiej.

Przeprowadzony przegląd wskazał, że nie zostały wypracowane skuteczne i sprawdzone narzędzia ograniczające negatywne efekty działania inwestorów instytucjonalnych na rynku mieszkaniowym. Poniżej zaprezentowano kilka rozwiązań, które powinny z jednej strony zachęcić do inwestowania na rynku mieszkaniowym, a z drugiej ograniczać negatywne zjawiska na rynku. Rekomendacje te zostały przyjęte przez Radę Programową 11 edycji Europejskiego Kongresu Finansowego.

- Podatek lub opłata od niezabudowanych działek przewidzianych w planie zagospodarowania przestrzennego na cele mieszkaniowe (wielorodzinne) i możliwych do wykorzystania na te cele. Taka danina mogłaby dotyczyć działek niezabudowanych np. w ciągu 6 lat od daty nabycia, a podstawą naliczania mogłaby być cena zakupu. Dochody powinny zasilać budżety gmin, na których terenie ta działka jest położona. Wpływy mogłyby być przeznaczane na prowadzenie polityki mieszkaniowej.

- Wprowadzenie do polskiego porządku prawnego instytucji REITów (FINNów), ale z wykorzystaniem formuły najmu z dojściem do własności. Do źródeł dochodu można by dopisać sprzedaż mieszkań na rzecz najemców. Postulujemy ponadto, aby dochody REITów (FINNów) zwolnić z podatku dochodowego (jeden z głównych przywilejów związanych z zakładaniem REIT/FINN) jedynie w przypadku takich budynków, w ramach których najemcy mają możliwość dowolnej zamiany posiadanej umowy najmu na umowę z dojściem do własności. Taka koncepcja dawałaby tradycyjne korzyści dla inwestora takie jak duża dywersyfi-



kacja lokalizacyjna i sektorowa, wysoka płynność, profesjonalne zarządzanie oraz systematyczna wypłata dywidend. Przy powyższej konstrukcji dodatkowe korzyści powstawałyby również po stronie najemcy. Miałby on bowiem gwarancję zakupu i stabilnej formy mieszkania. Najważniejszą korzyścią byłoby jednak to, że najemcy stopniowo dochodziliby do własności mieszkań. W efekcie REIT, aby utrzymać skalę swojej działalności, musiałby angażować posiadany kapitał w budowę kolejnych osiedli. W ten sposób uniknęlibyśmy mechanizmu, w którym napływ kapitału do mieszkaniówki nie skutkuje wzrostem podaży nowych lokali, a jedynie wzrostem ich cen. Przy spełnieniu dodatkowych warunków i aby osiągnąć odpowiednią skalę, dla powodzenia tego mechanizmu przydatny byłby preferencyjny system finansowania takich inwestycji. Warto rozważyć też szersze włączenie REITów oferujących najem z dojściem do własności do systemu dofinansowania czynszów najmu (Mieszkanie na start).

- Duże transakcje na rynku mieszkaniowym, a więc znaczące zakupy pakietowe, przejęcia spółek deweloperskich z dużymi portfelami budowanych mieszkań i banków ziemi powinien kontrolować i zatwierdzać Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów pod kątem negatywnego oddziaływania na lokalny rynek mieszkaniowy. Przewidujemy, że rozwój rynku mieszkań na wynajem finansowanego przez inwestorów instytucjonalnych może sięgnąć 70–80 tys. w roku 2025 (ponad połowa rocznej produkcji mieszkań deweloperskich). Już częściowe dane za 2021 rok sugerują, że inwestorzy instytucjonalni ściągnęli z rynku mieszkania odpowiadające minimum 20% transakcji nowymi lokalami na 7 największych rynkach<sup>47</sup>. Te inwestycje są skoncentrowane na rynku warszawskim i w kilku dużych miastach. Stąd oddziaływanie tych transakcji jest i będzie znaczące nie tylko w skali lokalnych mikrorynków, ale też w skali całych miast wojewódzkich, a niewykluczone, że także stref podmiejskich. Dowodów zjawiska rozlewania się popytu na sąsiednie rynki dostarczają nam doświadczenia krajów zachodnich.

## *Spis wykresów*

- Wykres 1.** Synchronizacja ruchu cen mieszkań w krajach rozwiniętych
- Wykres 2.** Realne ceny mieszkań
- Wykres 3.** Zmiana dostępności mieszkań
- Wykres 4.** Wielkość napływu kapitału zagranicznego na rynek nieruchomości
- Wykres 5.** Nieruchomości na sprzedaż i wynajem w Irlandii w latach 2007-2019
- Wykres 6.** Dostępność mieszkań w Irlandii w latach 2005-2019
- Wykres 7.** Struktura rynku mieszkaniowego w Berlinie
- Wykres 8.** Sprzedaż mieszkań i średnia cena mieszkania w Berlinie w latach 2010-2021
- Wykres 9.** Oficjalna wycena gruntów w Berlinie dla niezabudowanych obszarów
- Wykres 10.** Liczba ofert i ceny najmu w Berlinie w latach 2012-2021
- Wykres 11.** Skumulowana liczba mieszkań na wynajem w Londynie od roku 2009 do 2019

## *Spis tabel*

- Tabela 3.1.** Udział inwestorów instytucjonalnych na rynku mieszkaniowym w miastach europejskich
- Tabela 4.1.** Największe transakcje przejęć i zakupów pakietowych na rynku mieszkań na wynajem
- Tabela 5.1.** Narzędzia ochrony najemców wprowadzone w czasie pandemii COVID-19 w krajach UE

## *Bibliografia*

- Akbari, Ather H., and Yigit Aydede. 2012. "Effects of Immigration on House Prices in Canada". *Applied Economics*, 44(13): s. 1645-1658.
- Badarınza, Cristian, and Tarun Ramadorai. 2018. "Home Away from Home? Foreign Demand and London House Prices". *Journal of Financial Economics*, 130(3): s. 532-555.
- Bayer, Patrick, Christopher Geissler, Kyle Mangum, and James W. Roberts. 2011. "Speculators and Middlemen: The Strategy and Performance of Investors in the Housing Market". National Bureau of Economic Research, working paper 16784.
- Budowane na wynajem - perspektywy rozwoju rynku najmu w Polsce, ThinkCo, Warszawa 2020, <https://thinkco.pl/skala-ryнку-najmu-w-polsce/> dostęp 25.08.2021.
- Caitlin S. Gorbach, Benjamin J. Keys. 2020. Global capital and local assets: house prices, quantities, and elasticities, NBER Working Paper 27370.
- Chinco, Alex, and Christopher Mayer. 2015. "Misinformed Speculators and Mispricing in the Housing Market". *The Review of Financial Studies*, 29(2): s. 486-522.
- Georgie Cosh i James Gleeson. 2020. Housing in London 2020, The evidence base for the London Housing Strategy, Greater London Authority.

Carlos Cuerpo, Peter Pontuch, Sona Kalantaryan. 2014. Rental market regulation in the European Union, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 515.

Cvijanovic, Dragana, and Christophe Spaenjers. 2018. "We'll Always Have Paris: Out-of-Country Buyers in the Housing Market". Kenan Institute of Private Enterprise Research Paper: s. 18-25.

Czerniak A., Rubaszek M. 2016. „Znaczenie prywatnego rynku najmu nieruchomości dla stabilności makroekonomicznej krajów strefy euro”. Instytut Ekonomiczny NBP, Materiały i Studia, nr 325, Warszawa.

Luc Everaert. 2020. Capital Flow Measures and Housing-Related Issues in Advanced Economies, IEO Background Paper, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund.

Favilukis, Jack, David Kohn, Sydney C. Ludvigson, and Stijn Van Nieuwerburgh. 2012. "International Capital Flows and House Prices: Theory and Evidence". In *Housing and the Financial Crisis*: s. 235-299. University of Chicago Press.

Financial Times, My flat is now a commodity: Berlin to vote on seizing rental properties, 10.08.2021.

Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, IMF Fiscal Affairs Department, 07.2021, <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19> dostęp 18.08.2021.

Housing is at the root of many of the rich world's problems, *The Economist*, 16.01.2020.

Hundtofte, Sean, and Ville Rantala. 2018. "Anonymous Capital Flows and U.S. Housing Markets". University of Miami Business School Research Paper: s. 3-18.

IMF. 2019. Downside Risks to House Prices, Chapter 2 in *Global Financial Stability Report*, Washington.

Mitsuru Katagiri. 2018. House Price Synchronization and Financial Openness: A Dynamic Factor Model Approach, IMF WP WP/18/208.

David Kohn, Sydney C Ludvigson, and Stijn Van Nieuwerburgh. 2013. "International capital flows and house prices: Theory and evidence". *Housing and the Financial Crisis*.

Lambie-Hanson, Lauren, Wenli Li, and Michael Slonkowsky. 2019. "Leaving Households Behind: Institutional Investors and the U.S. Housing Recovery". Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 19-01.

Nan Geng. 2018. Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies, IMF Working Paper WP/18/164.

Rent control will make housing shortages worse, *The Economist*, 19.09.2019.

Rochdi, Karim. 2015. "The risk of real estate ownership: evidence from German equities". *Journal of European Real Estate Research*: s. 107-129.

Michał Rubaszek. 2017. Reforming housing rental market in a life-cycle model, SGH KAE Working Papers Series Number: 2017/028.

Michał Rubaszek, Zadbajmy o rozwój prywatnego rynku najmu mieszkań, analiza FOR,21.03.2018, za: <https://for.org.pl/a/5874,analiza-2/2018-zadbajmy-o-rozwoj-prywatnego-ryнку-najmu-mieszkan> dostęp 25.08.2021.

Sá Filipa. 2016. "The Effect of Foreign Investors on Local Housing Markets: Evidence from the UK". <http://www.centreformacro-economics.ac.uk/Discussion-Papers/2016/CFMDP2016-39-Paper.pdf>.

Saiz, Albert. 2003. "Room in the Kitchen for the Melting Pot: Immigration and Rental Prices". *Review of Economics and Statistics*, 85(3): s. 502-521.

Saiz, Albert. 2007. "Immigration and Housing Rents in American Cities". *Journal of Urban Economics*: s. 345-371.

The State of Housing in Europe 2021, Housing Europe, dostęp 26.08.2021.

Maria Jose Doval Tedin i Violaine Faubert. 2020. Housing Affordability in Ireland, Economic Brief 061, European Commission.

Van Heerden, S, Barranco, R., i C. Lavallo (red.). 2020. Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities, Publications Office of the European Union.

Why Germany's rent brake has failed, *The Economist*, 15.06.2018.

---

<sup>1</sup>Za [www.ft.com](http://www.ft.com) „My flat is now a commodity: Berlin to vote on seizing rental properties”, 10.08.2021.

<sup>2</sup>Luc Everaert. 2020. *Capital Flow Measures and Housing-Related Issues in Advanced Economies*, IEO Background Paper, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, s. 3-4.

<sup>3</sup>Rozdz. 3: *House Price Synchronization: What Role for Financial Factors?*, w: *International Monetary Fund (2018). Global Financial Stability Report: A Bumpy Road Ahead*. Washington, DC.

<sup>4</sup>Mitsuru Katagiri (2018). *House Price Synchronization and Financial Openness: A Dynamic Factor Model Approach*, IMF WP WP/18/208.

<sup>5</sup>*Housing is at the root of many of the rich world's problems*, *The Economist*, 16.01.2020.

<sup>6</sup>Raport analizuje 40 krajów i 76 miast na całym świecie.

<sup>7</sup>*Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic*, IMF Fiscal Affairs Department, 07.2021, dostęp 18.08.2021 <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

<sup>8</sup>IMF 2019. *Downside Risks to House Prices*, Chapter 2 in *Global Financial Stability Report*.

<sup>9</sup>Op. Cit. Luc Everaert 2020.

<sup>10</sup> Za: Rzeczpospolita, Nieruchomości, Przełomowy rok dla PRS, 04.02.2021.

<sup>11</sup> JLL, Rynek mieszkaniowy w Polsce II kw. 2021.

<sup>12</sup> Sá Filipa. 2016. "The Effect of Foreign Investors on Local Housing Markets: Evidence from the UK". <http://www.centreformacroeconomics.ac.uk/Discussion-Papers/2016/CFMDP2016-39-Paper.pdf>.

<sup>13</sup> <https://www.buyassociation.co.uk/2018/03/28/the-true-effects-of-foreign-investment-in-uk-property-market/>

<sup>14</sup> Caitlin S. Gorbach, Benjamin J. Keys. 2020. *Global capital and local assets: house prices, quantities, and elasticities*, NBER Working Paper 27370.

<sup>15</sup> Lambie-Hanson, Lauren, Wenli Li, and Michael Slonkowsky. 2019. *Leaving Households Behind: Institutional Investors and the U.S. Housing Recovery*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper 19-01.

<sup>16</sup> Maria Jose Doval Tedin i Violaine Faubert. 2020. *Housing Affordability in Ireland*, Economic Brief 061 European Commission.

<sup>17</sup> W ww pracy przytaczane są następujące dane: liczba oddanych mieszkań wynosiła w 2019 roku odpowiednio w Irlandii i w Dublinie 21 138 i 6 944, przy szacowanym popycie rocznym na poziomie 32 000 do 50 000 w kraju, z czego 75% w Dublinie. Od roku 2011 ilość mieszkań na mieszkańca spadła o 4%, z powodu niskich inwestycji mieszkaniowych i 7% wzrostu ludności.

<sup>18</sup> Van Heerden, S, Barranco, R., C. Lavalle (red.), *Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities.*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2020.

<sup>19</sup> jw. s. 30.

<sup>20</sup> Van Heerden, S, Barranco, R., and C. Lavalle (eds), *Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities.*, EUR 30224 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2020, za raportami giełdowymi spółek

<sup>21</sup> <https://www.dw.com/en/offshore-investment-funds-exploit-berlins-housing-shortage/a-19247132>.

<sup>22</sup> *Why Germany's rent brake has failed*; *The Economist*, 15.06.2018.

<sup>23</sup> <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/housepriceindex/june2021>.

<sup>24</sup> [https://www.london.gov.uk/sites/default/files/housing\\_in\\_london\\_2019.pdf](https://www.london.gov.uk/sites/default/files/housing_in_london_2019.pdf).

<sup>25</sup> PRS – private rented sector (sektor najmu prywatnego).

<sup>26</sup> Sá Filipa. 2016. "The Effect of Foreign Investors on Local Housing Markets: Evidence from the UK".

<sup>27</sup> <https://www.buyassociation.co.uk/2021/08/23/lloyds-bank-set-to-become-major-landlord-with-build-to-rent-investment/>.

<sup>28</sup> Finansjalizacja mieszkalnictwa rozumiane jest tutaj jako proces, w którym podmioty finansowe wykorzystują mieszkania jako wehikuł bogactwa i inwestycji, uznając je wyłącznie za towar, a nie za dobro społeczne.

<sup>29</sup> Van Heerden, S, Barranco, R., and C. Lavalle (red.). 2020. *Who Owns the city? Exploratory Research Activity on the financialisation of housing in EU cities.*, Publications Office of the European Union, s. 81.

<sup>30</sup> Za inwestorów instytucjonalnych przyjęto w tych badaniach wyłącznie spółki publiczne notowane na giełdach.

<sup>31</sup> Np. niemiecka Catella w 2016 roku zakupiła 72 apartamenty, by w kolejnych latach kupować kolejne pakiety mieszkań i apartamentów (193 mieszkania w Warszawie i 156 apartamenty w Krakowie i 139 mieszkania dla studentów).

<sup>32</sup> Za: Rzeczpospolita, Nieruchomości, Przełomowy rok dla PRS, 04.02.2021.

<sup>33</sup>JLL, Rynek mieszkaniowy w Polsce II kw. 2021.

<sup>34</sup>za wroclaw.wyborcza.pl z 17.II.2019.

<sup>35</sup>za money.pl z 22.02.2021.

<sup>36</sup>Budowane na wynajem – perspektywy rozwoju rynku najmu w Polsce, ThinkCo, Warszawa 2020, s. 58.

<sup>37</sup>Szacunki oparte o dane JLL i NBP.

<sup>38</sup>Carlos Cuerpo, Peter Pontuch i Sona Kalantaryan. 2014. Rental market regulation in the European Union European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 515.

<sup>39</sup>Rent control will make housing shortages worse, The Economist, 19.09.2019.

<sup>40</sup>Section 106 of the Town and Country Planning Act 1990.

<sup>41</sup>The State of Housing in Europe 2021, Housing Europe, s. 109 za www.housingeurope.eu dostęp 26.08.2021.

<sup>42</sup>Carlos Cuerpo, Peter Pontuch i Sona Kalantaryan. 2014. Rental market regulation in the European Union, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 515.

<sup>43</sup>Caitlin S. Gorbach, Benjamin J. Keys. 2020. Global capital and local assets: house prices, quantities, and elasticities, NBER Working Paper 27370.

<sup>44</sup>jw

<sup>45</sup>Luc Everaert. 2020. Capital Flow Measures and Housing-Related Issues in Advanced Economies, IEO Background Paper, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund.

<sup>46</sup>Caitlin S. Gorbach, Benjamin J. Keys. 2020. Global capital and local assets: house prices, quantities, and elasticities, NBER Working Paper 27370, s. 49.

<sup>47</sup>Szacunki oparte o dane JLL i NBP.



**Heritage**  
Real Estate

---

**Think Tank**

---