

**Halina Henzel**  
**Katarzyna Śmietana**  
**Anna Maszczyk**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## **RYNEK NIERUCHOMOŚCI JAKO RYNEK INWESTYCYJNY – PARAMETRY OCENY, TENDENCJE ZMIAN W LATACH 2007-2011**

### **Wprowadzenie**

Analiza rynku nieruchomości jako rynku inwestycyjnego wymaga jego rozpatrywania na tle struktury globalnego rynku. Nieruchomości są bowiem przedmiotem transakcji zarówno w obszarze rynku realnego, jak również rynku kapitałowego, stanowiącego segment rynku finansowego. Nieruchomość jako przedmiot lokat na rynku realnym zaspokaja potrzeby własne nabywców, tworząc przestrzeń dla aktywności społecznych i gospodarczych, stanowiąc odpowiednio dobro użytkowe, konsumpcyjne oraz czynnik produkcji.

W strukturze współczesnego rynku, rynek nieruchomości inwestycyjnych stanowi segment rynku kapitałowego<sup>1</sup>. Nieruchomość będąca instrumentem inwestycyjnym, jako alternatywna forma alokacji kapitału w stosunku do instrumentów finansowych, służy pomnażaniu jego wartości i pełni zasadniczo funkcje użytkowe lub sensu stricto inwestycji, stając się składnikiem „portfela” inwestycji.

W obrębie rynku globalnego, rynek nieruchomości obejmuje segmenty rynku realnego, pozostając w ścisłym powiązaniu z rynkiem kapitałowym.

Przyjmuje się, iż rynek nieruchomości mieszkaniowych to segment rynku dóbr konsumpcyjnych, a rynek nieruchomości przedsiębiorstw (nieruchomości operacyjnych) stanowi segment rynku czynników produkcji. Rynek kapitałowy, postrzegany jako rynek inwestycyjny, obejmuje: rynek nieruchomości inwestycyjnych (komercyjnych) – długoterminowych lokat inwestycyjnych, oraz segment rynku papierów wartościowych powiązanych z nieruchomościami – finansowych instrumentów rynku nieruchomości.

---

<sup>1</sup> E. Kucharska-Stasiak: Nieruchomość w gospodarce rynkowej. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 94-95.

W artykule przeprowadzono analizę atrakcyjności nieruchomości jako instrumentów inwestycyjnych, identyfikując podstawowe parametry rynkowe, istotne w ocenie potencjału inwestycyjnego rynku. Analizą objęto lata 2007-2011, ujmując kontekst inwestycji bezpośrednich na rynku nieruchomości komercyjnych w głównych jego segmentach: biurowym, handlowym i magazynowym.

## **1. Parametry rynkowe w analizie atrakcyjności inwestycyjnej rynku nieruchomości**

Charakter rynku nieruchomości w danym kraju, jego aktywność i uwarunkowania towarzyszące działalności jego uczestników są wypadkową oddziaływania czynników endogenicznych, wynikających ze specyfiki rynku nieruchomości i samych nieruchomości oraz czynników zewnętrznych (egzogenicznych), w tym wyznaczanych przez otoczenie gospodarcze, prawne, społeczne i polityczne oraz fazę cyklu rozwoju rynku. Różnorodność determinant rynku nieruchomości sprawia, iż podejmowanie decyzji w warunkach rozproszenia dostępnych informacji, w pewnych przypadkach małej ich wiarygodności i trudnej porównywalności, decyduje o wysokim stopniu niepewności i ryzyka inwestycyjnego. Uznaje się, iż dostępność informacji, jej użyteczność oraz niski koszt pozyskania warunkuje sprawność procesów decyzyjnych uczestników danego rynku, co w przypadku rynku nieruchomości nie jest spełnione.

Dysponowanie wiarygodnymi i kompletnymi informacjami przez uczestników rynku nieruchomości umożliwia właściwe wykorzystanie metod i narzędzi analizy ekonomicznej, co warunkuje sprawne i racjonalne działania inwestorów. Podejmowanie optymalnych w sensie ekonomicznym decyzji strategicznych dotyczących kierunków rozwoju nieruchomości, wpływa na kształtowanie ich wartości rynkowych, a przez to zwiększa ich potencjał i atrakcyjność jako instrumentów inwestycyjnych.

Uczestnicy rynku nieruchomości w procesach decyzyjnych gromadzą informacje o charakterystykach nieruchomości na tle rynku, w tym konkurencyjnych nieruchomości oraz dane dotyczące alternatywnych możliwości alokacji kapitału z uwzględnieniem ewentualnych korzyści, możliwych do osiągnięcia w innych segmentach rynku kapitałowego. Pozyskiwane informacje w odniesieniu do nieruchomości w procesie tzw. benchmarkingu, są wykorzystywane do ekonomicznej ich oceny na tle obiektów wyznaczających standard rynkowy dla danego typu nieruchomości i dotyczą charakterystyk technicznych, eksploatacyjnych oraz ekonomiczno-finansowych. Wymaga to posługiwania się parametrami charakteryzującymi zarówno sytuację ekonomiczno-finansową pojedyn-

czych obiektów, jak również wskaźnikami średnimi dla rynku, pozwalającymi oceniać jego atrakcyjność inwestycyjną.

Uczestnictwo w rynku wymaga systematycznego gromadzenia informacji o kształtowaniu się takich parametrów rynkowych, jak: ceny transakcyjne, czynsze, rynkowe stopy kapitalizacji, premie za ryzyko, wskaźniki pustostanów, informacje o czynnikach popytowo-podażowych, potrzeby, preferencje, przychody, koszty oraz wskaźniki techniczne. Średnie wskaźniki rynkowe są wykorzystywane w przeprowadzanych analizach, w tym porównawczych w zakresie oceny:

- potencjałów inwestycyjnych poszczególnych rynków lokalnych,
- atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych segmentów rynku nieruchomości generujących dochody,
- atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych obiektów na tle nieruchomości wyznaczających standard rynkowy dla ich danego typu,
- atrakcyjności nieruchomości na tle innych instrumentów inwestycyjnych.

Informacje niezbędne dla prowadzenia analiz w wyżej wskazanym zakresie są pozyskiwane ze źródeł informacji o nieruchomościach o charakterze publicznym i prywatnym, przy czym publicznie dostępne statystyki Głównego Urzędu Statystycznego czy Narodowego Banku Polskiego, odnoszą się głównie do zasobu nieruchomości mieszkaniowych oraz przedsiębiorstw. Informacje rynkowe, które pozwalają na prowadzenie analiz nieruchomości inwestycyjnych, są pozyskiwane z prywatnych źródeł przez instytucje zajmujące się monitorowaniem rynku i udostępniają dane na zasadach komercyjnych inwestorom w formie opracowań, ujmujących parametry charakteryzujące nieruchomości danego typu na tle rynku. Informacje o nieruchomościach w ramach danego segmentu rynku są gromadzone, przetwarzane, uśredniane i podawane jako średnie rynkowe parametry. Znaczącym źródłem informacji o nieruchomościach inwestycyjnych są branżowe periodyki oraz przewodniki z prezentowanymi na ich łamach analizami, ekspertyzami oraz raportami. Wnioski w nich zawarte zawierają informacje dotyczące istniejącego zasobu oraz nowych inwestycji, uwarunkowań towarzyszących ich realizacji oraz eksploatacji obiektów. Szczególnie istotnym źródłem opracowań i analiz są publikacje firm doradczych świadczących kompleksowe usługi na rynku nieruchomości. Wśród najważniejszych z nich należy wymienić: Jones Lang LaSalle, Colliers Macaulay Nicolls Inc. (CMN), działający jako Colliers International, oraz Cushman & Wakefield<sup>2</sup>. Opracowywane

<sup>2</sup> Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce. Instytut Ekonomiczny NBP; Raport o rynku nieruchomości w Polsce. Cushman & Wakefield Marketbeat; Business Briefing Rynek powierzchni magazynowych. Cushman & Wakefield; Market Rynek powierzchni magazynowych i produkcyjnych w Polsce. Cushman & Wakefield Market Watch Industrial; Colliers International Poland Research & Forecast Report; Colliers International New Europe Real Estate Review; Emerging Trends in Real Estate Europe. Urban Land Institute & PwC; The Polish Real Estate Market. PwC & Reas; The Polish Real Estate Guide Edition. Ernst & Young, Linklaters.

analizy na zlecenie uczestników rynku lub periodycznie w formie publikowanych raportów i udostępnianych sprawozdań obejmują w szczególności następujące obszary: analizy podaży i popytu, w tym preferencji użytkowników, badania lokalizacji, cen, czynszów, poziomu pustostanów, relacji wyników działalności operacyjnej w stosunku do wartości rynkowych nieruchomości oraz obserwowanych uwarunkowań społeczno-gospodarczych wyznaczających „klimat inwestycyjny” na rynku krajowym i w obszarze rynków lokalnych.

Informacje rynkowe niezbędne do prowadzenia analiz na rynku nieruchomości, które stanowią narzędzie w procesach decyzyjnych, ujmuje się w trzech grupach stanowiących: dane transakcyjne i finansowo-ekonomiczne, czynniki strony popytowej i podażowej oraz informacje i dane o użyteczności nieruchomości. Informacje wykorzystywane przez uczestników rynku nieruchomości przedstawione zostały w tabeli 1. Zdefiniowano je jako parametry rynku nieruchomości będące informacjami pochodzącymi z rynku, w ogólnym ujęciu stanowiące czynniki kształtujące popyt i podaż, istniejące oraz przyszłe potrzeby i preferencje, a także dane transakcyjne i ekonomiczno-finansowe<sup>3</sup>, które są niezbędne dla prowadzenia analiz stanowiących podstawę procesów decyzyjnych.

Tabela 1

## Parametry rynku nieruchomości

<b>Dane transakcyjne i finansowo-ekonomiczne</b>	
1	Ceny transakcyjne – nieruchomości konkurencyjne (podobne)
2	Ceny transakcyjne – średnie dla rynku lokalnego, województwa, kraju
3	Liczba transakcji (struktura rodzajowa, przestrzenna)
4	Powierzchnia transakcji (struktura rodzajowa, przestrzenna)
5	Stawki czynszu – nieruchomości konkurencyjne (podobne)
6	Rynkowe stawki czynszu – średnie dla rynku lokalnego, województwa, kraju
7	Poziom pustostanów i strat w dochodach – nieruchomości konkurencyjne
8	Rynkowe stopy zwrotu (stopy kapitalizacji i dyskontowe) dla rynku nieruchomości
9	Rynkowe stopy zwrotu dla alternatywnych inwestycji na rynku kapitałowym
10	Rynkowe wydatki operacyjne dla nieruchomości
11	Ceny rynkowe robót budowlanych
12	Informacje o możliwościach alternatywnego lokowania nadwyżek finansowych
<b>Analiza popytu</b>	
1	Potrzeby – identyfikacja potencjalnych użytkowników/nabywców (profil konsumenta)
2	Gusta i preferencje (wymagany standard rynkowy)
3	Gospodarstwa domowe – populacja, struktura, zmiany (dane demograficzne)
4	Dochody gospodarstw domowych
5	Dostępność i koszt kapitału zewnętrznego
6	Zatrudnienie, bezrobocie (zmiany, struktura itd.)
7	Koniunktura w branży, PKB, nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw

<sup>3</sup> Założenia przyjęte do badań ankietowych w projekcie pt. Bariery informacyjne rozwoju rynku nieruchomości. Polska na tle wybranych krajów. II ETAP BADAŃ. Badania statutowe Katedry Inwestycji i Nieruchomości. Kierownik projektu H. Henzel. Uniwersytet Ekonomiczny, Katowice 2012.

cd. tabeli 1

<b>Analiza podaży</b>	
1	Istniejące zasoby nieruchomości konkurencyjnych
2	Nieruchomości w trakcie budowy
3	Konkurencja potencjalna – planowane budowy, prawdopodobne dodatkowe budowy
4	Liczba pozwoleń na budowę
5	Cechy fizyczne nieruchomości konkurencyjnych: lokalizacja i położenie, dostępność komunikacyjna, stan techniczny, standard wykończenia i inne
<b>Informacje i dane o użyteczności nieruchomości</b>	
1	Informacje z Księgi wieczystej
2	Dane geodezyjne (ewidencja gruntów i budynków, mapa ewidencyjna i zasadnicza)
3	Informacje z dokumentów planistycznych gmin (plany miejscowe, studium uwarunkowań i k.z.p.g., decyzje o w.z.z i z.t.
4	Informacje z rejestru zabytków i podobne dotyczące ochrony
5	Dane z katastru wodnego i inne informacje dotyczące własności wód
6	Dane o zasobach i warunkach eksploatacji kopalin
7	Informacje z rejestrów terenów przemysłowych i skażonych
8	Informacje mapowe z Geoportalu
9	Informacje z miejskich (gminnych) systemów informacji przestrzennej: mapy, ortofotomapy
10	Dane z dokumentów strategii gmin, np. mieszkaniowej, gospodarki odpadami, inwestycyjna
11	Informacje z map specjalistycznych: sozologiczne, hydrograficzne i inne

Źródło: Bariery informacyjne rozwoju rynku nieruchomości. Polska na tle wybranych krajów. II ETAP BADAN. Badania statutowe Katedry Inwestycji i Nieruchomości. Kierownik projektu H. Henzel. Uniwersytet Ekonomiczny, Katowice 2012.

Wyróżnione w pierwszej grupie parametry rynku, określone jako dane transakcyjne i ekonomiczno-finansowe, są ustalane w praktyce dla pojedynczych nieruchomości oraz zasobu eksploatowanego na danym rynku, w określonym ujęciu przestrzennym. Możliwe jest ich ujmowanie jako średnich parametrów rynkowych dla rynku lokalnego, regionalnego, krajowego w poszczególnych jego segmentach w ujęciu funkcjonalnym: rynku biurowego, magazynowego, handlowego. Ze względu na istotne zróżnicowanie rynków lokalnych, często obserwowaną praktyką jest ujawnianie wybranych parametrów dla wiodących, najbardziej dynamicznie rozwijających się rynków, przyciągających kapitał inwestycyjny – dużych miast, stolic województw, uznawanych za najbardziej atrakcyjne lokalizacje (wyznaczniki atrakcyjności lokalizacji dla wybranych typów nieruchomości prezentuje tabela 2).

Tabela 2

## Wyznaczniki atrakcyjności lokalizacji

<b>Lokalizacja jako wyznacznik atrakcyjności inwestycyjnej nieruchomości</b>		
<b>nieruchomości biurowe</b>	<b>nieruchomości handlowe</b>	<b>nieruchomości magazynowe</b>
<p>Klasą A obejmuje się obiekty w pierwszorzędnym lokalizacjach w centralnych dzielnicach lub dzielnicach biznesowych z doskonałym dostępem do komunikacji i różnorodnością funkcji dodatkowych.</p> <p>Klasa B charakteryzuje drugorzędną lokalizację na obrzeżach dzielnic centralnych lub na terenach przemysłowych, uznawaną jako dobre położenie zapewniające sprawną komunikację i dostęp do usług.</p> <p>Każda inna lokalizacja nie zdefiniowana jako A lub B stanowi klasę C</p>	<p>Obszar miasta;</p> <p>Czynniki ekonomiczno-społeczne będące wyznacznikami atrakcyjności danego obszaru geograficznego jako „obszaru handlowego”, z którego mogą pochodzić potencjalni klienci placówki handlowej.</p> <p>Dostępność komunikacyjna (odległość fizyczna, komunikacyjna, odległość czasowa).</p> <p>Bliskość środków komunikacji publicznej.</p> <p>Układ komunikacyjny – natężenie ruchu, możliwość bezkolizyjnego włączenia się do ruchu, przepustowość dróg dojazdowych.</p> <p>Infrastruktura transportowa.</p> <p>Bliskość centrów dystrybucyjnych (dostawców).</p> <p>Sąsiedztwo kluczowych najemców;</p> <p>Bariery naturalne i fizyczne</p>	<p>Lokalizacja na obrzeżach miast w pobliżu głównych ciągów komunikacyjnych – otoczenie sieci dróg krajowych, ekspresowych i autostrad.</p> <p>Lokalizacja zapewniająca szybki, dogodny dla samochodów wielkogabarytowych i bezkolizyjny dojazd skutkujący minimalizacją kosztów łańcucha dostaw.</p> <p>Ciąg dróg w połączeniu z placami manewrowymi pozwalające na swobodne przemieszczanie się po terenie – utwardzony i szeroki plac manewrowy.</p> <p>Dobry stan infrastruktury drogowej.</p> <p>Różnorodna sieć połączeń komunikacji miejskiej zapewniająca dostępność lokalizacji dla pracowników.</p> <p>Wystarczająca ilość miejsc parkingowych dla samochodów ciężarowych i osobowych odpowiadająca zapotrzebowaniu najemców.</p> <p>Duża koncentracja przemysłu.</p> <p>Pełne uzbrojenie w media, dodatkowo zapas mocy pod instalacje najemców.</p> <p>Dostępność bocznicy kolejowej.</p> <p>Dostęp do ekologicznych rozwiązań, między innymi w zakresie dostarczania mediów ze źródeł odnawialnych</p>

Źródło: Na podstawie: Modern Office Standards Polska. Wytyczne do projektowania oraz opracowywania współczesnych obiektów i przestrzeni biurowych. Rolf Judd Architecture and CBRE; M. Rymarzak: Czynniki determinujące lokalizację działalności handlowej. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości. Journal of the Polish Real Estate Scientific Society” 2012, Vol. 16, nr 4, s. 145-152.

Lokalizacja, a w szczególności uwarunkowania ekonomicznego położenia, warunkują w znacznym stopniu kierunki rozwoju nieruchomości. Ekonomiczne

położenie obejmujące dostęp do komunikacji i różnorodnych funkcji dodatkowych – to istotne elementy dla nieruchomości o funkcjach komercyjnych. Funkcja użytkowa nieruchomości oraz kierunki jej zmian są pochodną ekonomicznego położenia. Synergia właściwie dopasowanych elementów, jak lokalizacja, funkcja użytkowa oraz standard użytkowy, decydują o atrakcyjności inwestycyjnej nieruchomości generujących dochody.

Badania dostępnych opracowań i raportów pozwoliły na ustalenie, że istotnie większa jest dostępność informacji rynkowych w obszarach uznawanych za atrakcyjne lokalizacje, co pozwala na obserwowanie i prognozowanie zamian ich potencjału inwestycyjnego. Informacje rynkowe o wysokim stopniu przydatności dla inwestora to:

- informacje o zasobie i wolumenach transakcji,
- średnie rynkowe stopy zwrotu – stopy kapitalizacji dla danego typu nieruchomości oraz średnie rynkowe stopy zwrotu z alternatywnych lokat,
- średnie ceny ofertowe, średnie ceny transakcyjne,
- średnie rynkowe stawki czynszu,
- rynkowe wydatki operacyjne/eksploatacyjne,
- odsetki pustostanów.

Miary służące ocenie aktywności uczestników na rynku inwestycyjnym to obrót z określoną jego skalą oraz wielkość wolumenu transakcji. Wolumen transakcji na rynku inwestycyjnym to ogół transakcji kupna-sprzedaży określonego typu aktywów inwestycyjnych analizowany dla danego segmentu rynku w określonym przedziale czasowym, ustalany poprzez zsumowanie wartości wszystkich przeprowadzonych transakcji. Dla rynku nieruchomości w poszczególnych jego segmentach jest wyrażany poprzez:

- ilość transakcji zawartych w jednostce czasu, wyrażona liczbą zawartych aktów notarialnych (w ujęciu miesięcznym, kwartalnym, rocznym) – stanowi o skali obrotu na rynku,
- wartość transakcji odpowiadająca ujawnianym w aktach notarialnych cenom w transakcjach spełniających kryteria rynkowe (z wyłączeniem transakcji nierynkowych, tj. spadków, darowizn, przy założeniu analizy aktywności na rynku inwestycyjnym).

Wolumen transakcji, a w szczególności tendencje jego zmian, pozwalają na ocenę zaangażowania uczestników danego segmentu rynku poprzez szacowanie średniej wielkości wolumenu w jednostce czasu i przeprowadzanie porównań z bieżącym jego poziomem. Równoległe prowadzone badania tendencji zmian cen, pozwalają na pełniejszą ocenę procesów zachodzących w strukturze popytu i podaży, co pozwala na prowadzenie obserwacji zmian aktywności inwestorów na rynku.

W procesach decyzyjnych uczestnicy rynku nieruchomości odnoszą się do kategorii podaży, wyrażanej dostępną do sprzedaży lub wynajmu liczbą nieru-

chomości/powierzchni użytkowej na danym rynku, ustalaną na ściśle określony moment czasu, po ustalonych przez oferentów cenach oraz potencjalnej podaży, uwzględniając wyznaczniki jej zmian – planowane działania inwestorów, deweloperów, z odniesieniem do istniejącego zasobu. Zasób nieruchomości tworzą stanowiące odrębny przedmiot własności grunty, budynki i budowle wzniesione w przeszłości o różnym sposobie zagospodarowania, funkcjach użytkowych determinujących identyfikację zasobu w określonych segmentach rynku nieruchomości. Analitycy rynku wskazują, iż „[...] dobra znajomość zasobu nieruchomości stanowi o sprawności i aktywności rynku, pozyskiwaniu odpowiednich nabywców-użytkowników, inwestorów, rzetelności wycen”<sup>4</sup>. Analiza podaży, czynników ją kształtujących, jak również dynamiki zmian, jest dokonywana na tle istniejącego zasobu nieruchomości, gdyż jego część może pojawić się w ofercie rynkowej. „Podaż rynkowa jest ściśle uwarunkowana wielkością, strukturą rodzajową oraz rozmieszczeniem przestrzennym zasobu nieruchomości”<sup>5</sup>. Analiza ofert rynkowych na tle rzetelnie opisanego istniejącego zasobu, z uwzględnieniem przewidywań ewentualnych kierunków jego zmian, jest podstawą podejmowania decyzji przez uczestników rynku nieruchomości.

Parametry rynkowe, a w tym: rynkowe stopy zwrotu, ceny transakcyjne, rynkowe stawki czynszu, rynkowe wydatki operacyjne oraz odsetki pustostanów, informują o atrakcyjności inwestycyjnej nieruchomości, rozpatrywanej przez pryzmat jej dochodowości – wartości czynszowej oraz kapitałowej, odpowiadającej wartości rynkowej nieruchomości. Pozwalają na analizę zależności pomiędzy dochodowością i rynkową wyceną nieruchomości. Śledzenie zmieniających się relacji między strumieniami generowanych dochodów a wartościami nieruchomości, z wykorzystaniem wskaźników rynkowych, umożliwia dokonywanie oceny pozycji ekonomicznej nieruchomości na tle rynku kapitałowego. Wskaźniki te są wyrazem rynkowej kapitalizacji dochodów rocznych na wartości kapitałowe, czyli ceny rynkowe akceptowane przez kupujących przyszłe korzyści z nieruchomości<sup>6</sup>. Do wskaźników tych zalicza się stopę kapitalizacji netto, wskaźnik bieżącej rentowności oraz efektywnej rentowności kapitałów łącznych i własnych.

<sup>4</sup> Polski rynek nieruchomości. Bilans otwarcia po wejściu Polski do Unii Europejskiej. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2007, s. 72.

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> T. Jurkowski, A. Gawlik, W.J. Brzeski: Zarządzanie ekonomiczno-finansowe. W: Nieruchomości w Polsce. Pośrednictwo i zarządzanie. Kompendium. Red. W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurk, B. Rogatko. Europejski Instytut Nieruchomości, Warszawa-Kraków 2007, s. 668-672.



Tabela 3

Wskaźniki rynkowe w analizie ekonomicznej nieruchomości inwestycyjnych

Stopa kapitalizacji netto/brutto	Bieżąca i efektywna rentowność kapitałów łącznych	Bieżąca i efektywna rentowność Kapitału własnego
$r_{knetto} = \frac{DON_{it}}{WRN_{it}}$	$r_{bit} = \frac{DON_{it}}{WRN_{it-1}}$	$r_{bit} = \frac{WGBP_{it}}{WKW_{it-1}}$
$r_{kbrutto} = \frac{WOB_{it}}{WRN_{it}}$	$r_{eit} = \frac{DON_{it} + (WRN_{it} - WRN_{it-1})}{WRN_{it-1}}$	$r_{eit} = \frac{WGBP_{it} + (WKW_{it} - WKW_{it-1})}{WKW_{it-1}}$
$r_{knetto}$	stopa kapitalizacji netto,	
$r_{bit}$	bieżąca rentowność nieruchomości i w założonym okresie t (w skali roku),	
$r_{eit}$	efektywna rentowność nieruchomości i w założonym okresie t (w skali roku),	
$WOB_{it}$	strumień wpływów operacyjnych brutto,	
$DON_{it}$	strumień dochodów na koniec okresu t z eksploatacji nieruchomości i $[WOB_{it} - WOP_{it}]$ ,	
$WGBP_{it}$	wynik gotówkowy bez podatku = dochód operacyjny netto $[DON_{it}] - \text{obsługa zadłużenia } [OD_{it}]$ ,	
$WRN_{it}$	wartość rynkowa nieruchomości i na końcu okresu t,	
$WRN_{it-1}$	wartość rynkowa nieruchomości i na początku okresu t,	
$WKW$	wartość kapitałów własnych = wartość rynkowa nieruchomości – zadłużenie nieruchomości	

Wśród wyróżnionych w tabeli 3 wskaźników rynkowych, stopa kapitalizacji netto jest parametrem, który za względu na dostępność danych rynkowych jest powszechnie wykorzystywany w praktyce przez inwestorów na rynku nieruchomości w Polsce.

Konieczność analizowania tendencji zmian na rynku lokat i rynku najmu nieruchomości wymaga ujmowania odpowiednio kategorii średnich cen transakcyjnych oraz średnich rynkowych stawek czynszu. Średnie te, dla rynków lokalnych i określonych segmentów są ustalane na podstawie ujawnianych w aktach notarialnych ceny transakcyjne oraz w umowach najmu stawki czynszu podlegających zwyczajowo systematycznej waloryzacji. Prowadzeniu analiz porównawczych w odniesieniu do cen i stawek czynszu, towarzyszą badania czynników kształtujących wartość rynkową nieruchomości, w tym wydatków operacyjnych, bezpośrednio wpływających na poziom dochodów uzyskiwanych z nieruchomości inwestycyjnych. W tym celu oczekiwana jest wiedza dotycząca poziomu rynkowych wydatków operacyjnych ujmujących koszty eksploatacji nieruchomości o określonym typie funkcjonalności i ustalonym standardzie użytkowym.

W analizach nieruchomości jako instrumentu inwestycyjnego istotnym parametrem jest poziom pustostanów, który jest wyrażany liczbą dostępnych jednostek (lokali, m<sup>2</sup> powierzchni), w praktyce wyrażony jako odsetek pustostanów, czyli procent całkowitej podaży powierzchni, która w danym czasie nie jest zajmowana przez najemców<sup>7</sup>. Ustalany jest w praktyce dla pojedynczych obiektów lub w odniesieniu do całego rynku (określonego segmentu).

<sup>7</sup> Analiza rynkowa komercyjnych nieruchomości inwestycyjnych. Podręcznik. Polska Federacja Rynku Nieruchomości, Warszawa 2007, s. 5.7, 5.9.

Tabela 4

## Wskaźniki poziomu pustostanów

Odsetek pustostanów	Absorpcja
$OP = \frac{P}{Pow_c}$	$S_{Absorpcji} = \frac{Absorpcja}{Pow_{Z_{t-1}}}$ $Absorpcja = Pow_{Z_t} - Pow_{Z_{t-1}}$
OP odsetek pustostanów, P ilość powierzchni stanowiącej pustostany, Pow <sub>c</sub> ilość powierzchni całkowitej	S <sub>Absorpcji</sub> stopa absorpcji, Pow <sub>Z</sub> powierzchnia zajmowana, Pow Z <sub>t</sub> ilość powierzchni zajmowanej na koniec roku t Pow Z <sub>t-1</sub> ilość powierzchni zajmowanej na początku roku t

Zmiany poziomu pustostanów wyraża absorpcja, która tak jak w przypadku pustostanów, jest ustalana w odniesieniu do całego rynku. Ujmuje ilość jednostek (zastobu – lokali, m<sup>2</sup> powierzchni), która zostaje przejęta do użytkowania w analizowanym czasie, najczęściej w perspektywie jednego roku. Wyrażana jest również w ujęciu względnym jako stopa absorpcji, odzwierciedlając zmiany odsetka pustostanów<sup>8</sup>.

Parametrami oceny atrakcyjności inwestycyjnej nieruchomości oraz potencjału rynku, które stanowią narzędzia w procesach decyzyjnych uczestników, są informacje rynkowe ujmowane w trzech grupach, w tym: dane transakcyjne i finansowo-ekonomiczne, czynniki strony popytowej i podaźowej oraz informacje i dane o użyteczności nieruchomości. Charakteryzuje je wysoki stopień przydatności w ocenie potencjału inwestycyjnego rynku nieruchomości oraz użyteczność w zakresie ich wykorzystania w analizach ekonomicznych nieruchomości.

## 2. Ocena atrakcyjności inwestycyjnej rynku nieruchomości – tendencje zmian na rynku nieruchomości komercyjnych w latach 2007-2011

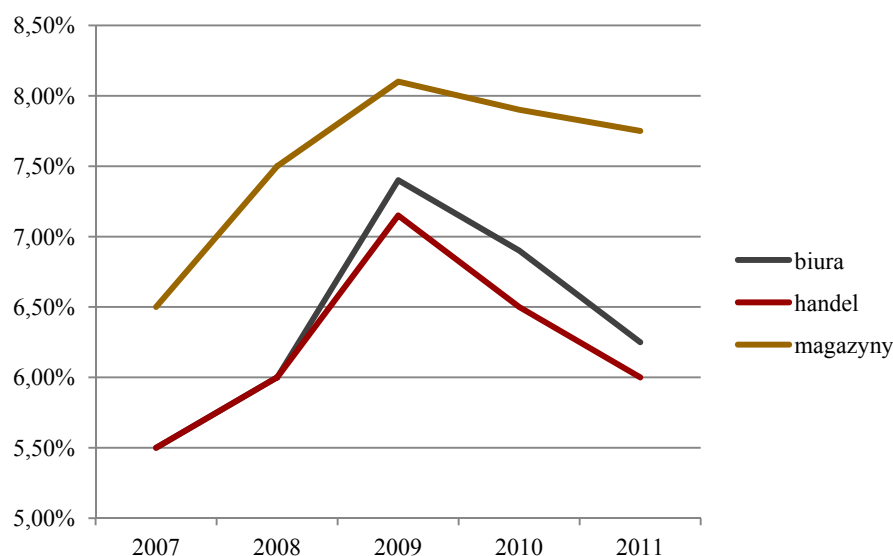
Celem analizy jest wskazanie głównych trendów rynku nieruchomości komercyjnych na tle makroekonomicznym. Nieruchomości komercyjne będą analizowane w podziale na segmenty rynku – nieruchomości biurowych, handlowych i magazynowych. Podstawowy okres analizy to lata 2007-2011. W tym przedziale udało się uzyskać relatywnie spójne, kompletne i porównywalne dane dotyczące wskazanych segmentów rynku nieruchomości.

Informacje zostały w znaczącym stopniu wsparte wiedzą analityków firm consultingowych i agencji, dostarczających opracowań i raportów na temat rynku nieru-

<sup>8</sup> Ibid., s. 6.3.

chomości. Należy podkreślić i niezmiennie mieć na uwadze liczne rozbieżności w zakresie definicji, miar i klasyfikacji dotyczących nieruchomości komercyjnych<sup>9</sup>, co może wpływać na zwiększenie ryzyka błędu, jakim są obciążone prezentowane dane.

Zmienne poddane analizie to: stopa kapitalizacji, wolumen transakcji, skumulowana podaż, popyt, czynsze i odsetek pustostanów. W miarę możliwości przyjęto okres i zakres analiz w taki sposób, aby rozbieżności klasyfikacyjne wskazane powyżej zostały możliwie jak najbardziej zminimalizowane. Z uwagi na charakter danych źródłowych, pochodzących w przeważającej większości z raportów i opracowań firm konsultingowych obsługujących rynek nieruchomości, zakres przestrzenny analizy został określony w drodze ujednoczenia zakresów przestrzennych tychże opracowań. W efekcie obejmował on 7 z największych miast Polski: Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Kraków i Trójmiasto. Przy czym, stopy kapitalizacji, wolumen transakcji oraz skumulowana podaż zostały przedstawione jako wartości zagregowane dla całego kraju, natomiast dalsze parametry uwzględniono w podziale na 6 największych miast Polski i Warszawę, co szczególnie w odniesieniu do nieruchomości biurowych, jest uzasadnione znacznym zdywersyfikowaniem tego obszaru.

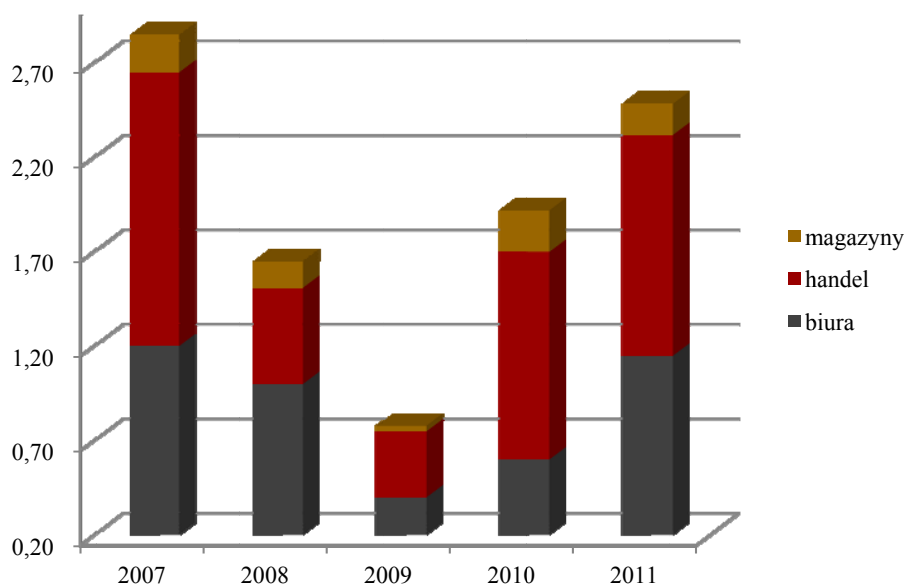


Rys. 1. Stopa kapitalizacji dla inwestycji w nieruchomości komercyjne

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010. Instytut Ekonomiczny NBP we współpracy z oddziałami okręgowymi, Warszawa, wrzesień 2010, s. 78; Raport o rynku nieruchomości w Polsce. Cushman & Wakefield Marketbeat, jesień 2007, jesień 2008, jesień 2009, jesień 2010; Raport o rynku nieruchomości w Polsce. Cushman & Wakefield Marketbeat, wiosna 2012.

<sup>9</sup> Rozbieżności pomiędzy źródłowymi danymi ujętymi w formie raportów i opracowań firm konsultingowych polegają na braku jednolitej nomenklatury i metodologii stosowanej w poszczególnych opracowaniach.

Dokonując analizy rocznych wartości transakcji i stóp kapitalizacji dla najlepiej zlokalizowanych nieruchomości można szacować ryzyko inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych. W odniesieniu do nieruchomości biurowych obserwuje się spadek stopy kapitalizacji po 2009 r., co oznacza wzrost wartości nieruchomości, natomiast w warunkach kryzysu stopa kapitalizacji gwałtownie wzrastała, co odzwierciedlało spadek wartości nieruchomości biurowych. Po ustabilizowaniu się oczekiwań dotyczących kryzysu, stopa kapitalizacji zaczęła ponownie spadać. Podobnie w przypadku nieruchomości handlowych i magazynowych – obserwowana tendencja wzrostowa aż do 2009 r. i spadek zauważalny w odniesieniu do wszystkich segmentów.



Rys. 2. Wolumen transakcji w mld EUR

Źródło: Ibid.

Na podstawie powyższych rozważań, możliwe jest wyodrębnienie kolejnych faz rozwoju rynku nieruchomości komercyjnych. Począwszy od lat przedakcesyjnych wystąpił powolny wzrost wartości transakcji, który następnie przyspieszył w latach około akcesyjnych, osiągając najwyższy poziom w 2006 r. Po osiągnięciu maksimum, wolumen transakcji zaczął spadać w latach 2007-2008, co można uzasadniać narastającymi nastrojami ogólnoświatowego kryzysu gospodarczego, a w 2009 r. poziom transakcji osiągnął najniższą wartość w analizowanym okresie. Od 2010 r. można obserwować powrót trendu wzrostowego, czego dowodem jest m.in. wolumen transakcji rzędu 2 mld EUR w 2010 r.

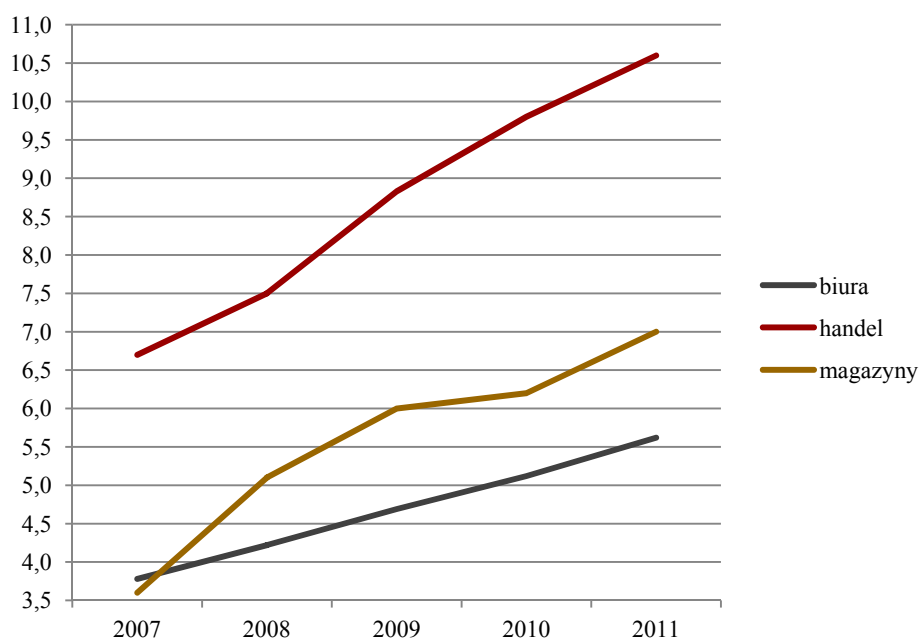
Tabela 5  
Tendencje wielkości skumulowanej podaży, popytu, czynszów i poziomu pustostanów na rynku nieruchomości komercyjnych w latach 2007-2011 z prognozą na 2012

RYNEK INWESTYCYJNY NIERUCHOMOŚCI	NIERUCHOMOŚCI BIUROWE			NIERUCHOMOŚCI HANDLOWE			NIERUCHOMOŚCI MAGAZYNOWE		
	SKUMULOWANA PODAŻ	POPYT	PUSTOSTANY	SKUMULOWANA PODAŻ	POPYT	PUSTOSTANY	SKUMULOWANA PODAŻ	POPYT	PUSTOSTANY
2007	+	+	-	+	+	-	+	+	0
2008	+	+	-	+	+	-	+	+	0/-
2009	+	0	+	+	-	0/+	+	+	+
2010	+	0/+	0	+	0	-	+	0	0/+
2011	+	0	-	+	0	0/+	+	0	0/+
2012 prognoza	+	0	-	+	0	0/+	+	+	0

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r., op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, op. cit.; Rynek powierzchni magazynowych w Polsce w 2009 r. Cushman & Wakefield Business Briefing; Rynek powierzchni magazynowych i produkcyjnych Polska 2005-2006. Cushman & Wakefield Market Watch Industrial Market; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, Cushman & Wakefield Marketbeat, wiosna 2012; Colliers International Poland Research & Forecast Report 2012; Colliers International Country Overview 2008; Colliers International 2011 New Europe Real Estate Review; Emerging Trends in Real Estate Europe 2011, Urban Land Institute & PwC; Emerging Trends in Real Estate Europe 2012. Urban Land Institute & PwC; The Polish Real Estate Market 2011. PwC & Reas; The Polish Real Estate Guide Edition 2011. Ernst & Young, Linklaters; P. Damesick: European Investor Intentions in 2011. CB Richard Ellis EMEA ViewPoint, marzec 2011; DTZ Research Property Times Poland Q4 2010, January 2011.

LEGENDA (trend)			
+	Wzrostowy	0/+	Nieznaczny wzrost lub zróżnicowana tendencja: wzrost
0	Bez zmian		stabilizacja w zależności od lokalizacji
-	Spadek	0/-	Nieznaczny spadek lub zróżnicowana tendencja: spadek lub stabilizacja w zależności od lokalizacji

Analiza opisowa strony popytowej skutkuje wykazaniem ogólnych tendencji w kształtowaniu się wielkości popytu, jednocześnie wskazując zjawiska, które w ostatnich latach były głównymi determinantami popytu na powierzchnie komercyjne. Rozwój sektora nowoczesnych usług biurowych, takich jak centra usług wspólnych czy centra outsourcingu procesów biznesowych (SSC – Shared Service Center, BPO – Business Process Outsourcing) znacząco wpływają na kształtowanie się popytu na powierzchnie biurowe. Wskaźnik nasycenia powierzchnią handlową jest znacząco niższy niż w Europie Zachodniej, wykazując tym samym potencjał polskiego rynku powierzchni handlowej. Jednocześnie nasycenie tą powierzchnią, szczególnie w dużych aglomeracjach, wpływa na zmianę tendencji podażowych nowych powierzchni. Można zaobserwować tendencję do przekierowania zainteresowania inwestorów z dużych (powyżej 200 tys. mieszkańców) na średnie (50-200 tys. mieszkańców) lub mniejsze ośrodki miejskie. Oprócz rosnącego nasycenia rynku w dużych miastach, tendencja ta wynika z rosnących dochodów ludności, skutkująca wzrostem popytu, a także niższych kosztów eksploatacji i zakupu gruntów niż w większych ośrodkach miejskich.



Rys. 3. Skumulowana podaż (wartość w mln EUR)

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010, op. cit., s. 78; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, jesień 2007, jesień 2008, jesień 2009, jesień 2010, op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, wiosna 2012, op. cit.

Wskazanie skumulowanej podaży pozostającej w stałej tendencji wzrostowej jest podyktowane dostępnością danych na temat podaży nieruchomości komercyjnych oraz znacznych rozbieżności metodologicznych w opracowywaniu danych. Mimo tych trudności, można wskazać kilka tendencji w kształtowaniu wartości podaży nieruchomości poszczególnych segmentów rynku. W Warszawie i jej okolicach zauważa się w ostatnich latach tendencję przesunięcia nowych inwestycji z centrum miasta na obrzeża lub do okolicznych miejscowości. Szczególnie centra outsourcingu procesów biurowych i firmy, nie opierające się na bezpośrednim kontakcie z klientem, chętniej wybierają lokalizacje poza centrum miasta, lepiej skomunikowanych, zazwyczaj oferujących powierzchnie o niższym czynszu lub nabywając działkę pod budowę siedziby za niższą wartość gruntu. Sytuacja wygląda analogicznie w odniesieniu do nieruchomości handlowych i magazynowych. Skumulowana podaż powierzchni handlowych i magazynów stale rosła w całym analizowanym okresie, a nowe powierzchnie handlowe, podobnie jak powierzchnie biurowe, są częściej lokalizowane poza centrami dużych miast i ogólniej, dużymi ośrodkami miejskimi. Ekspansja sieci handlowych coraz jest częściej kierowana na mniejsze ośrodki – średnie, a nawet małe miejscowości.

Tabela 6

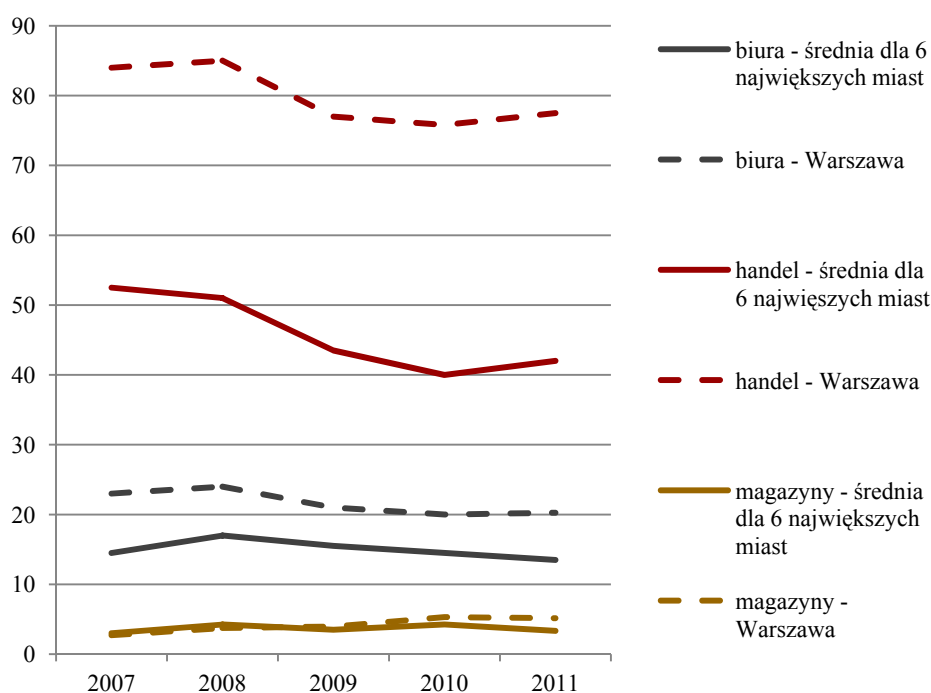
Średnie wartości czynszów za m<sup>2</sup> powierzchni w EUR/miesiąc w latach 2007-2011, dla 6 największych miast w Polsce i ze wskazaniem wartości średniej dla miasta Warszawy

	<b>BIUROWE</b> Średnie dla całego kraju	<b>BIUROWE</b> Warszawa	<b>HANDLOWE*</b> Średnie dla całego kraju	<b>HANDLOWE*</b> Warszawa	<b>MAGAZYNOWE</b> Średnie dla całego kraju	<b>MAGAZYNOWE</b> Warszawa
<b>2007</b>	12-17 €	16-30 €	45-60 €	78-90 €	2,5-3,5 €	średnio 2,7 €
<b>2008</b>	16-18 €	16-32 €	45-57 €	47-55 €	3,5-5 €	3-4,5 €
<b>2009</b>	14-17 €	15-27 €	40-47 €	40-53 €	2,5-4,5 €	2,4-5,5 €
<b>2010</b>	14-15 €	15-25 €	37-43 €	40-80 €	3,5-5 €	ok. 5,3 €
<b>2011</b>	12-16 €	14-26,5 €	stabilne	75-80 €	2,8-3,9 €	4,5-5,8 €

\* Powierzchnie handlowe w centrach handlowych w najlepszych lokalizacjach.

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010, op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, jesień 2007, jesień 2008, jesień 2009, jesień 2010, op. cit.; Rynek powierzchni magazynowych w Polsce w 2009 r., op. cit.; Rynek powierzchni magazynowych i produkcyjnych Polska 2005-2006. Cushman & Wakefield Market Watch Industrial Market; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, wiosna 2012; Colliers International Poland Research & Forecast Report 2012; Colliers International Country Overview 2008; Colliers International 2011 New Europe Real Estate Review; Emerging Trends in Real Estate Europe 2011, Urban Land Institute & PwC; Emerging Trends in Real Estate Europe 2012, Urban Land Institute & PwC; The Polish Real Estate Market 2011 PwC & Reas; The Polish Real Estate Guide Edition 2011, Ernst & Young, Linklaters; P. Damesick: European Investor Intentions in 2011. CB Richard Ellis EMEA ViewPoint, marzec 2011; DTZ Research Property Times Poland Q4 2010, January 2011.

Czynsze najmu powierzchni biurowej i magazynowej w całym analizowanym okresie wykazywały relatywnie mniejszą dynamikę niż stawki najmu powierzchni handlowych. Średnie stawki dla powierzchni biurowych odnotowały stabilny wzrost aż do momentu rozwoju kryzysu gospodarczego, kiedy to nastąpił spadek ich wartości w większości miast i związane z tym wyrównanie stawek. Analiza dynamiki średnich czynszów powierzchni magazynowych wskazuje odwrotną tendencję. Czynsze również rosły w większości lokalizacji, aż do czasu kryzysu, jednak po pogorszeniu koniunktury nastąpiła jeszcze silniejsza dywersyfikacja stawek w poszczególnych regionach.



Rys. 4. Średnie wartości czynszów za m<sup>2</sup> powierzchni w EUR/miesiąc w latach 2007-2011

\* Średnia dla 6 największych /wybranych miast Polski: Krakowa, Łodzi, Poznań, Wrocławia, Krakowa i Trójmiasto.

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010, op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, jesień 2007, jesień 2008, jesień 2009, jesień 2010, op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, wiosna 2012, op. cit.

Zestawienie wskaźnika pustostanów, w odróżnieniu od wcześniejszych tabel, uwzględnia również poziom pustostanów wyłącznie dla Warszawy, co jest uzasadnione znacznymi rozbieżnościami pomiędzy stanem rynku w stolicy i innych miastach. Sam obszar Warszawy jest na tyle silnie zdywersyfikowany, iż jest używane rozróżnienie Centralnego Obszaru Biznesowego i reszty miasta, wprowadzone przez Warsaw Research Forum.



Tabela 7

Wskaźnik pustostanów w latach 2007-2011 – wartość średnia

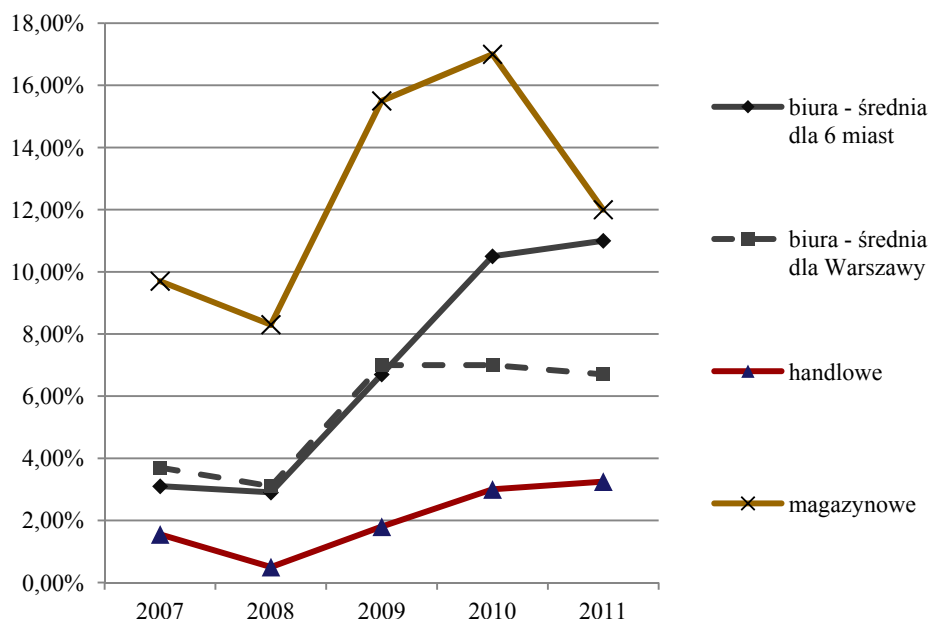
NIERUCHOMOŚCI	BIUROWE ŚREDNIE DLA 6 MIAST	BIUROWE WARSZAWA	HANDLOWE	MAGAZYNOWE
2007	3,10%	3,7%	0,1 – 3%	9,70%
2008	2,90%	3,1%	0 – 1% w większości lokalizacji	8,30%
2009	6,70%	7,0%	0 – 3,6%	ok. 15-16%
2010	10,50%	7,0%	1 – 5%	ok. 17%
2011	11%	6,7%	1 – 4,5% Warszawa: ok. 0%	ok. 12%

Nota:

Średnia dla 6 największych/wybranych miast Polski: Krakowa, Łodzi, Poznań, Wrocławia, Krakowa i Trójmiasto.

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r., op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, jesień 2007, jesień 2008, jesień 2009, jesień 2010, op. cit.; Rynek powierzchni magazynowych w Polsce w 2009, op. cit.; Rynek powierzchni magazynowych i produkcyjnych Polska 2005-2006, op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, wiosna 2012, op. cit.; Colliers International Poland Research & Forecast Report 2012; Colliers International Country Overview 2008; Colliers International 2011 New Europe Real Estate Review; Emerging Trends in Real Estate Europe 2011, Urban Land Institute & PwC; Emerging Trends in Real Estate Europe 2012, Urban Land Institute & PwC; The Polish Real Estate Market 2011 PwC & Reas; The Polish Real Estate Guide Edition 2011, op. cit.; P. Damesick: Op. cit.

W związku z opisanymi zmianami podażowymi i popytowymi, o których wspomniano wcześniej, przede wszystkim z przenoszeniem działalności poza centrum miasta, wskaźnik pustostanów gwałtownie wzrósł po 2008 r. Prawdopodobnie do takiej sytuacji przyczyniły się również trudności w pozyskaniu środków od kredytodawców, warunki najmu oraz niedostateczne dopasowanie projektów powierzchni do wymagań najemców. Poziom pustostanów powierzchni handlowej pozostawał na relatywnie stałym, niskim poziomie.



Rys. 5. Średnie wskaźniki powierzchni niewynajętej w latach 2007-2011

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010, op. cit., s. 78; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, jesień 2007, jesień 2008, jesień 2009, jesień 2010, op. cit.; Raport o rynku nieruchomości w Polsce, wiosna 2012, op. cit.

Duża rozbieżność pomiędzy skrajnymi wartościami dotyczącymi powierzchni handlowych, wskazanych w tabeli 7, wynika z uśrednień wartości dla różnych lokalizacji. Powierzchnie magazynowe wykazywały w analizowanym okresie największe wahania wskaźnika pustostanów spośród wszystkich segmentów. Może to świadczyć o znacznej elastyczności popytu. Takie kształtowanie się wskaźników może wynikać również z charakteru tego segmentu rynku. Cechą charakterystyczną rynku nieruchomości magazynowych w Polsce jest silna koncentracja własności w rękach kilku podmiotów, odpowiedzialnych za kreowanie ich podaży. Powierzchnie magazynowe w czasie dobrej koniunktury są zazwyczaj budowane w drodze projektów spekulacyjnych, a w czasie bessy nowo powstałe powierzchnie są dokładnie dopasowywane do wymagań klientów poprzez formę built-to-suit. Odzworowaniem tych zachowań, przy założeniu oczywistych przesunięć czasowych pomiędzy momentem podjęcia decyzji inwestycyjnej a jej realizacją, jest przebieg wykresów ukazujących wahania wskaźnika pustostanów dla nieruchomości magazynowych.

## Podsumowanie

W wyniku przeprowadzonej analizy dostępnych opracowań i raportów na temat rynku nieruchomości komercyjnych określono ogólne tendencje kształtowania się wartości wybranych parametrów na tle zmian zachodzących na rynku globalnym. Jednocześnie wskazano zjawiska, które wpływały na decyzje inwestorów oraz determinowały dynamikę wspomnianych parametrów.

Nowe tendencje wynikające ze zmian zachodzących w sektorach powiązanych z segmentem nieruchomości komercyjnych – nowoczesne usługi biurowe, zróżnicowane formaty sprzedaży detalicznej, rozwój centrów logistycznych, zmiana nawyków konsumentów – wpływają na jego rozwój i umożliwiają dywersyfikację portfela inwestora poszukującego możliwości alokacji kapitału na szeroko rozumianym rynku inwestycyjnym. Różnorodność form alokacji kapitału na rynku nieruchomości zwiększa atrakcyjność nieruchomości jako instrumentu inwestycyjnego. Nieruchomość w tym kontekście jest rozpatrywana jako inwestycja na tle alternatywnych form alokacji kapitału przez pryzmat syntetycznych wskaźników, w szczególności rynkowych, które tworzą benchmark dla nieruchomości inwestycyjnych o określonej funkcjonalności.

W efekcie przeprowadzonej analizy wskazano parametry rynkowe, których ujęcie umożliwia wykorzystanie narzędzi analizy ekonomicznej w ocenie atrakcyjności inwestycyjnej nieruchomości. Przyjęty zakres analizy przestrzennej, skoncentrowanej na głównych miastach Polski, ujawnił znaczne rozbieżności badanych parametrów. Dlatego też w toku dalszych badań należałoby uwzględnić szczebel wojewódzki lub też pogłębić analizę o zasięgu ogólnokrajowym. W przebiegu prowadzonych badań ujawniono braki w zakresie spójności i porównywalności informacji rynkowych charakteryzujących potencjał i perspektywy rozwoju rynku nieruchomości inwestycyjnych, co determinuje wyższy stopień niepewności i ryzyka ujmowanego w procesach decyzyjnych.

## **REAL ESTATE MARKET AS AN INVESTMENT MARKET – PERFORMANCE EVALUATION PARAMETERS, TRENDS IN CHANGES IN 2007-2011**

### **Summary**

It has been observed that despite the instability of financial markets, there has been growing interest in property investment in the real market. Trends observed so far have confirmed the revival of interest in real estate investment despite the downturn in the securities markets. The authors of this paper attempt to assess the attractiveness of the investment property market in Poland during the recession years of 2007-2011, indicating the market parameters allowing to evaluate the attractiveness of real estate as an investment vehicle. The context of direct investment in commercial property market in its major segments: office, retail, and warehouse is also included.

The adopted thesis states that the tendencies of the progressive integration of property market with the capital market contribute to the increasing role of property as investment assets.