

MAGDALENA GOSTKOWSKA-DRZEWICKA

RYNKOWE UWARUNKOWANIA EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI W CENTRA HANDLOWE

Słowa kluczowe: stopy zwrotu z inwestycji komercyjnych, centra handlowe, rynek nieruchomości komercyjnych

Keywords: retail investment yields, shopping centre, commercial real estate

Klasyfikacja JEL: G11, R33

Wprowadzenie

W pierwszej połowie 2012 roku w Polsce działało ok. 320 centrów handlowych, a ich całkowita powierzchnia najmu wynosiła około 9,18 mln m². Większość z tej powierzchni jest zlokalizowana na terenie największych aglomeracji. Rozmiar rynku centrów handlowych stawia Polskę pomiędzy Rosją (ok. 10 mln m²), Holandią (7,9 mln m²) i Turcją (6,5 mln m²). W Polsce, w okresie spowolnienia gospodarczego, datowanego na lata 2009–2010, przekazano do użytku odpowiednio: 670,5 tys. m² i 420 tys. m² powierzchni handlowych. Obiekty te lokalizowane były nie tylko w największych aglomeracjach, ale również w miastach średniej wielkości, takich jak: Częstochowa, Radom, Lublin oraz w małych, np. w Rzeszów, Wałbrzych, Płock, Przemyśl, Lubin, Tarnów, Leszno i Zamość. Decyzje o ich realizacji zostały podjęte dwa–trzy lata wcześniej, tj. w okresie dobrej koniunktury¹. Pogarszająca się od 2008 roku koniunktura w handlu detalicznym prowadzi do ograniczenia popytu na nowe powierzchnie handlowe. Jednocześnie w okresie tym ich podaż wciąż rośnie. I tak, w 2012 roku przekazane zostanie do użytku 620 tys. m² nowych nieruchomości handlowych, a w 2013 roku – drugie tyle². W konsekwencji można spodziewać się wzrostu stopy pustostanów, która dotąd utrzymywała się na relatywnie niskim poziomie³.

¹ *Sytuacja na rynku nowoczesnych powierzchni handlowych w Polsce*, wywiad z P. Dzikowską, dyrektor w dziale Badań Rynku i Doradztwa Jones Lang LaSalle, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011, s. 16.

² *Poland Retail Destinations*, CBRE Research, Autumn 2012, Warszawa 2012.

³ Odsetek niewykorzystanych powierzchni w centrach handlowych w III kwartale 2012 wynosił 1,6% w Warszawie, 2% w Katowicach, 2,2% w Poznaniu, 4% w Trójmieście i 4,5% w Krakowie. Źródło: *Poland Research&Forecast Report Q3 2012*, Colliers International 2012.

Uzyskanie wysokiej stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w centra handlowe zależy – z jednej strony – od umiejętności analitycznych i decyzyjnych inwestora, a z drugiej – od warunków zewnętrznych, które w istotnym stopniu kształtują poziom efektywności inwestycji. Z tego względu podjęcie racjonalnej decyzji inwestycyjnej powinno być poprzedzone wnikliwą analizą otoczenia projektu inwestycyjnego⁴. Jak pisze E. Kucharska-Stasiak, inwestor musi „Oprócz uwarunkowań prawnych (...) i finansowych (...) uwzględnić (...) uwarunkowania rynkowe (...)”⁵. Czynniki te określają strumień dochodów generowanych w okresie eksploatacji obiektów handlowych. Są to między innymi:

- stan koniunktury w sektorze handlu oraz w gospodarce,
- potencjalny popyt w sektorze gospodarstw domowych wyrażony tempem zmian spożycia indywidualnego z dochodów osobistych,
- średnie ceny najmu powierzchni handlowych,
- podaż powierzchni handlowej,
- nakłady inwestycyjne na realizację obiektów handlowych,
- ceny gruntów pod budownictwo handlowo-usługowe.

Celem artykułu jest analiza wskazanych wyżej uwarunkowań rynkowych, kształtujących poziom stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości handlowe w Polsce w latach 1998–2012.

Centra handlowe jako przedmiot inwestowania na rynkach nieruchomości

Zgodnie ze standardami *International Council of Shopping Centers*, pod pojęciem centrum handlowego rozumie się nieruchomość, „która została zaplanowana, zbudowana oraz jest zarządzana jako jeden podmiot handlowy, składający się ze wspólnych części o minimalnej powierzchni najmu 5000 m² oraz składający się z minimum 10 sklepów”⁶. Z badań opublikowanych przez Międzynarodową Radę Centrów Handlowych (ICSC) we współpracy z European Shopping Centre Trust wynika, że niemal jedna czwarta sprzedaży detalicznej w Europie odbywa się w centrach handlowych⁷.

Historia inwestowania w wielkopowierzchniowe obiekty handlowe w Polsce ma zaledwie 15 lat. W krajach Europy Zachodniej jest ona ponad dwukrotnie dłuższa. Proces tworzenia wielkopowierzchniowej infrastruktury handlowej w tych krajach miał charak-

⁴ T. Szot-Gabryś: *Projekty inwestycyjne infrastrukturalne i biznesowe. Aspekty metodologiczne i praktyczne*, Difin, Warszawa 2011, s. 133.

⁵ E. Kucharska-Stasiak: *Inwestowanie w Nieruchomości*, Instytut Nieruchomości VALOR, Łódź 1999, s. 114.

⁶ ICSC Research: *Towards a Pan-European Shopping Centre Standard – A Framework for International Comparison*, International Council of Shopping Centers, New York, 2005.

⁷ *Zakupowe „drive-thru”*, wywiad z M. Kerchavalem, Prezesem Międzynarodowej rady centrów Handlowych, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011, s. 10.

ter ewolucyjny, a obecnie intensywność jego rozwoju dobiega kresu⁸. W Polsce, a także w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, inwestycje w nieruchomości handlowe są realizowane w szybkim tempie, choć przy znacznym zróżnicowaniu wskaźnika nasycenia rynków w poszczególnych krajach⁹.

Ekonomiczna efektywność inwestycji handlowych mierzona stopą zwrotu

Stopa zwrotu jest powszechnie uznaną miarą efektywności inwestycji. Wyraża ona poziom satysfakcji właściciela kapitału zaangażowanego w dane przedsięwzięcie. Jest ona zatem narzędziem alokacji kapitału¹⁰. W literaturze przedmiotu stopa zwrotu z inwestycji jest opisywana za pomocą różnych algorytmów¹¹. W odniesieniu do inwestycji w nieruchomości najczęściej stosowana jest stopa kapitalizacji, nazywana także stopą dochodowości. Jest ona zazwyczaj wyrażana za pomocą następującej formuły¹²:

$$R = DON / I \times 100\%,$$

gdzie:

- R – stopa kapitalizacji,
- DON – dochód operacyjny netto,
- I – całkowite nakłady inwestycyjne.

Dochód operacyjny netto (DON) jest to różnica pomiędzy faktycznie uzyskanymi przychodami z czynszu i opłat eksploatacyjnych a kosztami operacyjnymi nieruchomości. Stopa kapitalizacji może być obliczana jako wielkość roczna bądź średnia.

Roczna stopa kapitalizacji informuje, jaki dochód operacyjny netto w skali roku, wyrażony stopą procentową, przynosi jednostka zaangażowanego w inwestycje kapitału. Podstawową zaletą tak definiowanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału – pisze A. Aszyk – „jest jej prostota: polega ona bowiem na interpretacji powszechnie zrozumiałych danych

⁸ *Nie rozmawiajmy o relacjach, po prostu je budujemy*, wywiad z A. Szmęją Kroplewską, Dyrektora Generalną Polskiej Rady Centrów Handlowych, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011, s. 7.

⁹ Wskaźnik nasycenia rynku oblicza się jako ilość powierzchni handlowej przypadającej na 1 mieszkańca. W Polsce wskaźnik nasycenia rynku przekracza europejską średnią, wynosi bowiem 264 m² na mieszkańca. *Rynki Europy Środkowo-Wschodniej kuszą inwestorów*, wywiad z P. Delcol, prezesem DTZ Polska, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011, s. 14.

¹⁰ *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, praca zbiorowa pod red. E. Siemińskiej, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2011, s. 13.

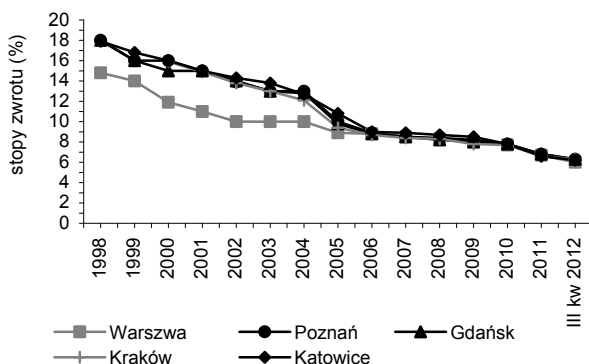
¹¹ Zob. E. Kucharska-Stasiak: *Inwestowanie w nieruchomości*, Instytut Nieruchomości VALOR, Łódź 1999, s. 114; A. Śliwiński, B. Śliwiński: *Facility management*, C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 165; M.A. Wiśniewska: *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 97; M. Bryx, R. Matkowski: *Inwestycje w nieruchomości*, Poltex, Warszawa 2002, s. 98.

¹² E. Kucharska-Stasiak: *op.cit.*, s. 114.

księgowych¹³. Jednak metoda ta jest obciążona licznymi wadami. Nie pokazuje ona bowiem „rozłożenia w czasie wpływów i wydatków pieniężnych. Trudno jest również określić, który rok należy traktować jako reprezentatywny i przyjmować go jako podstawę do obliczania stopy zwrotu¹⁴. Ponadto, nie uwzględnia ona zmian wartości pieniądza w czasie, ani też ryzyka inwestycyjnego¹⁵.

Średnia stopa kapitalizacji, nazywana jest także średnią stopą dochodu¹⁶ i – jak to wynika z jej nazwy – jest oparta na wartościach średnich generowanego dochodu w okresie trwania inwestycji. Wskaźnik ten zachowuje wszystkie zalety i wady rocznej stopy kapitalizacji za wyjątkiem uwzględnienia zmienności dochodów w czasie.

Niskie stopy zwrotu z kapitału i ograniczone możliwości zwiększenia stawek czynszu powodują, że większość rynków Europy Zachodniej jest mniej atrakcyjna dla inwestorów niż rynki Europy Środkowo-Wschodniej. Dzięki niższemu wskaźnikowi nasycenia oraz dobrym perspektywom wzrostu, rynki te oferują inwestorom potencjalne możliwości zrealizowania wysokich stóp zwrotu¹⁷.



Rysunek 1. Stopy zwrotu z inwestycji w centra handlowe na wybranych lokalnych rynkach w Polsce w latach 1998–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów *Powierzchnie handlowe* z lat 2005–2012, opracowanych przez Ober Haus Agencja Nieruchomości.

W latach 1998–2012 stopy zwrotu z inwestycji w centra handlowe w Polsce systematycznie zmniejszały się na wszystkich analizowanych rynkach. W okresie tym spadek

¹³ A. Aszyk: *Metody oceny efektywności inwestowania w nieruchomości komercyjne*, rozprawa doktorska, Uniwersytet Gdański, Sopot 2002, s. 102.

¹⁴ *Ibidem*, s. 102.

¹⁵ W. Behrens, P.M. Hawranek: *Poradnik przygotowania przemysłowych studiów feasibility*, UNIDO, Warszawa 1993, s. 374.

¹⁶ Dochód z nieruchomości może być wyrażony jako: dochód potencjalny i efektywny brutto oraz dochód operacyjny netto. Zob. E. Kucharska-Stasiak: *Inwestowanie...*, s. 144.

¹⁷ *Ibidem*, s. 14.

stóp zwrotu z inwestycji w centra handlowe zlokalizowane na poszczególnych rynkach, za wyjątkiem stolicy kraju, wynosił aż 12 punktów procentowych, czyli z poziomu około 18% w roku 1998 do około 6% w roku 2012, przy czym od 2006 roku był on znacznie wolniejszy. Mieścił się w granicach 2,5 pkt proc. i dotyczył wszystkich rynków. W Warszawie poziom stopy zwrotu z inwestycji w centra handlowe był niższy niż na pozostałych rynkach lokalnych i wynosił około 14,5% w roku 1998. Natomiast jej poziom w roku 2006 wynosił około 8,5% i charakteryzował się znacznie wolniejszym tempem spadku niż na pozostałych rynkach (rys. 1).

Relatywnie niższy poziom stóp zwrotu w Warszawie należy tłumaczyć lokalizacją inwestycji. Jak pisze E. Kucharska-Stasiak: „w danym kraju niższe stopy zwrotu na ogół wystąpią w stolicy, gdzie więcej inwestorów będzie chciało zainwestować”¹⁸.

Koniunktura w handlu detalicznym

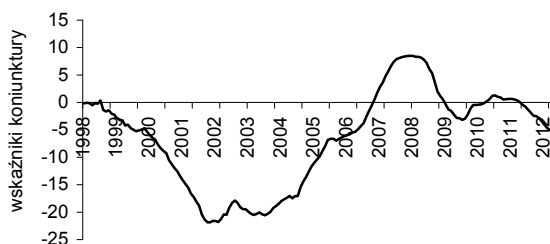
Koniunktura w handlu detalicznym należy do istotnych uwarunkowań rynkowych atrakcyjności inwestycji w obiekty handlowe, co znajduje odzwierciedlenie z jednej strony w kształtowaniu się średnich cen najmu powierzchni handlowych określających wielkość dochodu z inwestycji oraz z drugiej strony – w podaży nowych powierzchni handlowych, kreującej wielkość nakładów na inwestycje i związane z ich eksploatacją koszty operacyjne.

Począwszy od roku 1998, koniunktura w handlu detalicznym stopniowo pogarszała się. W rezultacie proces ten doprowadził w latach 2001–2003 do stanu głębokiego spowolnienia. W drugiej połowie 2004 roku tendencje te uległy odwróceniu. Okres dobrej koniunktury trwał do końca roku 2007. W styczniu 2008 roku odnotowano górny punkt zwrotny koniunktury w handlu detalicznym. W III kwartale 2008 roku koniunktura gwałtownie pogarszała się. Tendencja ta była kontynuowana także w roku 2009. Natomiast w roku 2010 miała miejsce względna stabilizacja koniunktury, co nie okazało się jednak tożsame z początkiem ożywienia (rys. 2).

W latach 2011–2012 koniunktura w handlu detalicznym ulegała dalszemu schłodzeniu. W roku 2013, ze względu na pesymistyczne prognozy w zakresie rozwoju gospodarczego¹⁹, niekorzystne tendencje będą zapewne kontynuowane. Oczekuje się również wzrostu bezrobocia, co odbije się na wydatkach gospodarstw domowych, a w konsekwencji – spadku spożycia indywidualnego w sektorze gospodarstw domowych. Dynamika zmian potencjalnego popytu w sektorze gospodarstw domowych, wyrażonego tempem zmian spo-

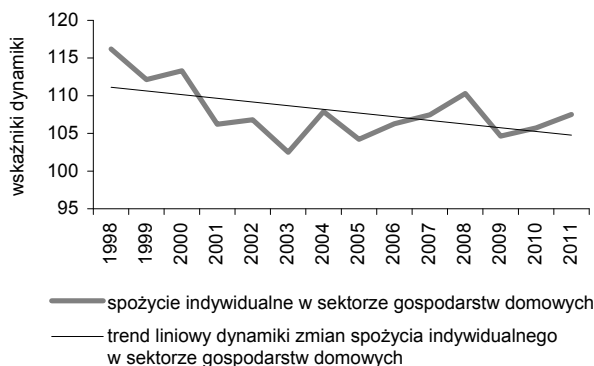
¹⁸ E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 195.

¹⁹ W III kwartale 2012 PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł realnie o 1,4% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego wobec wzrostu odpowiednio o 3,6 i 2,3% w I i II kwartale 2012 roku. Jak wynika z prognoz Eurostatu – w Polsce w roku 2012 wzrost PKB będzie kształtował się na poziomie 2,4%, natomiast w latach 2013 i 2014 na poziomie wynoszącym odpowiednio 1,8 i 2,6%. Natomiast według MFW – w roku 2012 wzrost PKB wyniesie 2,25%, a w roku 2013 –1,75%. Źródło: www.stat.gov.pl, dostęp z dnia 7.12.2012; epp.uurostat.ec.europa.eu; www.forbes.pl, dostęp z dnia 23.11.2012.



Rysunek 2. Koniunktura w handlu detalicznym w Polsce w latach 1998–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Koniunktura w handlu detalicznym – baza archiwalna – dane miesięczne*, publikacja elektroniczna GUS z dnia 22.02.2007, www.stat.gov.pl; *Koniunktura w handlu detalicznym, baza bieżąca, dane miesięczne*, publikacja elektroniczna GUS z dnia 27.10.2012, www.stat.gov.pl.



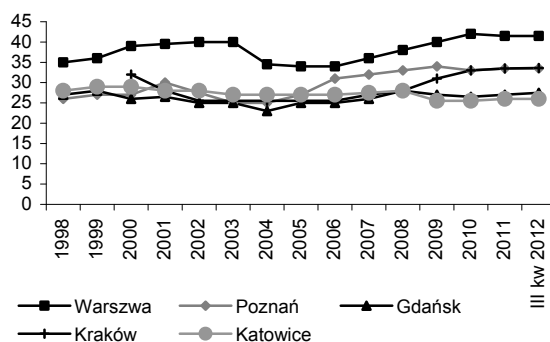
Rysunek 3. Dynamika zmian spożycia indywidualnego (z dochodów osobistych) w sektorze gospodarstw domowych w Polsce w latach 1998–2011 (%)

Źródło: *Roczne wskaźniki makroekonomiczne*, publikacja elektroniczna GUS, www.stat.gov.pl, dostęp z dnia 23.11.2012.

życia indywidualnego z dochodów osobistych, w latach 1998–2011 ma trend spadkowy. Tendencja ta – w powiązaniu z negatywnymi prognozami wzrostu gospodarczego, oznacza pogorszenie koniunktury w handlu, a w konsekwencji – spadek stóp zwrotu z inwestycji w obiekty handlowe (rys. 3).

Ceny najmu powierzchni handlowych

Najwyższy poziom średnich cen najmu w centrach handlowych odnotowano w Warszawie. Średnie stawki czynszu za wynajem m² powierzchni handlowej kształtowały się na poziomie od około 35 euro (lata 1998–1999 i 2004–2007) do około 40 euro (lata 2000–2003 i 2008–2012) (rys. 4).



Rysunek 4. Średnie ceny najmu powierzchni handlowych na wybranych rynkach w Polsce w latach 1998–2012 w euro

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów *Powierzchnie handlowe* z lat 2005–2012, opracowanych przez Ober Haus Agencja Nieruchomości.

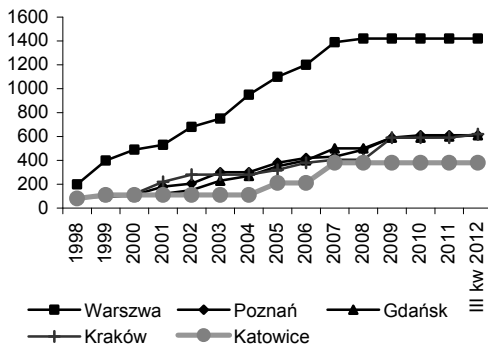
W latach 1998–2005 na rynkach lokalnych powierzchni handlowych Poznania, Gdańska, Krakowa i Katowic średnie ceny najmu były niższe niż w Warszawie. Kształtowały się one na poziomie od około 25 do około 30 euro za m² powierzchni handlowej. W latach 2006–2012 czynsze w Poznaniu wzrosły do około 35 euro. Podobny poziom cen najmu powierzchni odnotowano w centrach handlowych w Krakowie w latach 2010–2012. Natomiast w Gdańsku i Katowicach poziom czynszów był względnie stały w całym okresie i wynosił od około 25 do 29 euro.

Podaż powierzchni handlowych i wielkość nakładów inwestycyjnych

W latach 1998–2012 podaż powierzchni centrów handlowych na wybranych rynkach Polski rosła systematycznie (rys. 5).

W roku 1998 podaż powierzchni handlowej w Warszawie kształtowała się na poziomie około 200 tys. m². W tym samym okresie na terenie każdego z pozostałych rynków lokalnych dostępne było około 100 tys. m² powierzchni centrów handlowych. W Warszawie w latach 1998–2007 powierzchnia nowych nieruchomości handlowych zwiększała się w szybkim tempie. W roku 2008 na rynku warszawskim dostępne było około 1420 tys. m² powierzchni handlowej. W kolejnych latach tj. 2009–2012 stan ten nie uległ zmianie. Zbliżone tendencje obserwowane były na terenie Poznania, Gdańska i Krakowa. Jednakże okres szybkiego przyrostu nowych powierzchni handlowych trwał tam nieco dłużej niż w Warszawie, tj. do 2009 roku. W Katowicach powierzchnia centrów handlowych utrzymywała się na względnie stałym poziomie aż do roku 2004. W latach 2005–2007 przekazano tam do użytku około 270 tys. m² powierzchni handlowej. W latach 2008–2012 w Katowicach łącznie dostępne było około 380 tys. m² powierzchni centrów handlowych. Nieznaczne zmiany

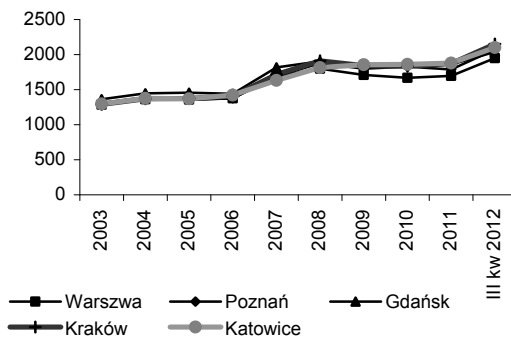
podaż powierzchni w latach 2009–2012 są widoczną oznaką spowolnienia koniunktury w handlu detalicznym.



Rysunek 5. Całkowita podaż powierzchni handlowej na wybranych rynkach Polski w latach 1998–2012 (tys. m²)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów *Powierzchnie handlowe* z lat 2005–2012, opracowanych przez Ober Haus Agencja Nieruchomości.

W latach 2003–2012 nakłady na realizację m² powierzchni użytkowej obiektu handlowego, uwzględniające koszty materiałów budowlanych, robocizny bezpośredniej, sprzętu specjalistycznego, koszty pośrednie oraz zysk przedsiębiorstwa wykonawstwa budowlanego²⁰ w Polsce systematycznie rosły (rys. 6).



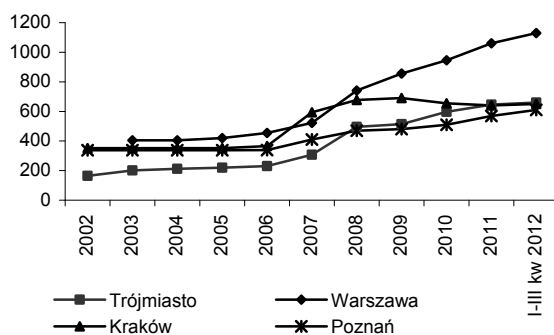
Rysunek 6. Nakłady na realizację m² powierzchni użytkowej supermarketu (obiekt nr 2723) w Polsce w latach 2003–2012 w złotych

Źródło: *Biuletyn cen regionalnych w budownictwie BCR*, zeszyty z lat 2003–2012, SEKOCENBUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja, Warszawa 2003–2012.

²⁰ *Zagregowane wskaźniki waloryzacyjne ZWW*, IV kwartał 2011, SEKOCENBUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja, Warszawa 2011, s. 158.

Wzrost nakładów inwestycyjnych na realizację m^2 powierzchni użytkowej obiektu handlowego był szczególnie widoczny w latach 2006–2008. Ceny materiałów budowlanych, robocizny bezpośredniej i najmu sprzętu budowlanego wzrosły wtedy o około 450 zł za m^2 . W latach 2009–2010 poziom nakładów inwestycyjnych zmniejszył się nieznacznie, jednakże począwszy od roku 2011, koszt realizacji obiektów handlowych ponownie rośnie. W roku 2012 nakłady na realizację m^2 powierzchni handlowej kształtowały się na poziomie od 1949 zł w Warszawie do 2151 zł w Krakowie.

Ważnym czynnikiem kształtującym wielkość nakładów inwestycyjnych na realizację obiektów handlowych jest koszt zakupu działki budowlanej. W latach 2002–2012 ceny gruntów pod budownictwo handlowo-usługowe na terenie wybranych rynków w Polsce systematycznie rosły (rys. 7).



Rysunek 7. Cena m^2 uzbrojonej działki budowlanej pod budownictwo handlowo-usługowe na wybranych rynkach Polski w latach 2002–2012 w złotych

Źródło: *Wartość kosztorysowa inwestycji. Wskaźniki cenowe WKI*, zeszyty z lat 2002–2012, SEKOCEN-BUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja, Warszawa 2002–2012.

W latach 2002–2012 ceny działek pod budownictwo handlowo-usługowe na terenie Warszawy, Trójmiasta i Poznania systematycznie rosły. Najwyższy poziom cen osiągnęły grunty zlokalizowane w Warszawie. W III kwartale 2012 roku m^2 uzbrojonej działki budowlanej pod budownictwo handlowo-usługowe kosztował tam około 1200 zł.

W Trójmieście w latach 2002–2006 ceny takich gruntów kształtowały się na poziomie od 165 zł do 230 zł za m^2 . W roku 2007 rozpoczął się gwałtowny wzrost cen działek budowlanych pod obiekty handlowe zlokalizowane na tym rynku. W rezultacie, w III kwartale 2012 roku za m^2 takiej działki trzeba było zapłacić 660 zł. Podobne tendencje obserwowane były w Poznaniu. Ceny uzbrojonych działek budowlanych pod budownictwo handlowo-usługowe na tym rynku wynosiły od 338 zł za m^2 w roku 2002 do 611 zł w III kwartale roku 2012.

W Krakowie, po gwałtownym wzroście cen działek budowlanych pod obiekty handlowe, trwającym od I półrocza 2007 do I kwartału 2008, nastąpił okres stabilizacji utrzymujący się aż do I kwartału 2010. Następnie poziom cen obniżył się do 690 zł za m², a w II kwartale 2011 grunty pod budownictwo handlowo-usługowe w Krakowie ponownie zdrożały.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że:

1. W Polsce w latach 1998–2012 obserwowany był systematyczny spadek stóp zwrotu z inwestycji w centra handlowe.
2. Spadek uwarunkowany był między innymi: koniunkturą w handlu detalicznym, podlegającą cyklicznym fluktuacjom. Po okresie spowolnienia w latach 2001–2003 koniunktura w handlu detalicznym systematycznie poprawiała się. W styczniu 2008 roku odnotowano jej górny punkt zwrotny. Począwszy od III kwartału 2008 roku ma miejsce gwałtowne pogorszenie koniunktury w handlu detalicznym.
3. W latach 1998–2012 stawki najmu powierzchni w centrach handlowych rosły. Jednakże wzrost ten nie osiągnął poziomu, który umożliwiłby realizację zysku zapewniającego wzrost stóp zwrotu.
4. W wyniku nowych realizacji zasoby dostępnej powierzchni handlowej w Polsce zwiększały się. W latach 2002–2012 obserwowano systematyczny wzrost nakładów inwestycyjnych na realizację obiektów handlowych. W powiązaniu z pogarszającą się koniunkturą w handlu detalicznym może to doprowadzić do powstania znaczącej nadwyżki podaży powierzchni handlowej nad popytem, a w konsekwencji do dalszego spadku stóp zwrotu.

Literatura

- Aszyk A.: *Metody oceny efektywności inwestowania w nieruchomości komercyjne*, rozprawa doktorska, Uniwersytet Gdański, Sopot 2002.
- Behrens W., Hawranek P.M.: *Poradnik przygotowania przemysłowych studiów feasibility*, UNIDO, Warszawa 1993.
- Biuletyn cen regionalnych w budownictwie BCR*, zeszyty z lat 2003–2012, SEKOCENBUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja, Warszawa 2003–2012.
- Bryx M., Matkowski R.: *Inwestycje w nieruchomości*, Poltex, Warszawa 2002.
- ICSC Research, *Towards a Pan-European Shopping Centre Standard – A Framework for International Comparison*, International Council of Shopping Centers, New York, 2005.
- Inwestowanie na rynku nieruchomości*, red. E. Siemińska, Poltex, Warszawa 2011.
- Kucharska-Stasiak E., *Inwestowanie w Nieruchomości*, Instytut Nieruchomości VALOR, Łódź 1999.
- Kucharska-Stasiak E.: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

- Nie rozmawiajmy o relacjach, po prostu je budujemy*, wywiad z A. Szmęją Kroplewską, Dyrektor Generalną Polskiej Rady Centrów Handlowych, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011.
- Poland Research&Forecast Report Q3 2012*, Colliers International 2012.
- Poland Retail Destinations*, CBRE Research, Autumn 2012, Warszawa 2012.
- Rynki Europy Środkowo-Wschodniej kuszą inwestorów*, wywiad z P. Delcol, prezesem DTZ Polska, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011.
- Sytuacja na rynku nowoczesnych powierzchni handlowych w Polsce*, wywiad z P. Dzikowską, dyrektorem w dziale Badań Rynku i Doradztwa Jones Lang LaSalle, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011.
- Szot-Gabryś T.: *Projekty inwestycyjne infrastrukturalne i biznesowe. Aspekty metodologiczne i praktyczne*, Difin, Warszawa 2011.
- Śliwiński A., Śliwiński B.: *Facility management*, C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Wartość kosztorysowa inwestycji. Wskaźniki cenowe WKI*, zeszyty z lat 2002–2012, SEKOCENBUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja, Warszawa 2002–2012.
- Wiśniewska M. A.: *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Zagregowane wskaźniki waloryzacyjne ZWW*, IV kwartał 2011, SEKOCENBUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja, Warszawa 2011.
- Zakupowe „drive-thru”*, wywiad z M. Kerchavalem, Prezesem Międzynarodowej rady centrów Handlowych, [w:] *Almanach centrów handlowych w Polsce 2011*, Property Media Group s.c., Warszawa 2011.

dr Magdalena Gostkowska-Drzewicka
Uniwersytet Gdański
Wydział Zarządzania
Katedra Finansów Przedsiębiorstw

Streszczenie

Historia polskiego rynku wielkopowierzchniowych obiektów handlowych ma zaledwie 15 lat. Realizacja obiektów handlowych w tym czasie odbywała się w nadzwyczaj szybkim tempie i skali. W konsekwencji wskaźnik nasycenia powierzchniami handlowymi w Polsce przekracza europejską średnią. Stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości handlowe są kształtowane przez czynniki płynące z otoczenia rynkowego. Są to zwłaszcza: stan koniunktury w sektorze handlu oraz w gospodarce, potencjalny popyt w sektorze gospodarstw domowych wyrażony tempem zmian spożycia indywidualnego z dochodów osobistych, podaż powierzchni handlowej, średnie ceny najmu powierzchni handlowych, rynkowe ceny realizacji obiektów handlowych, ceny gruntów pod budownictwo han-

dlowo-usługowe. Stopy zwrotu z inwestycji w centra handlowe zrealizowane w Polsce systematycznie zmniejszały się w latach 1998–2012.

MARKET CONDITIONS FOR THE EFFECTIVENESS OF INVESTMENTS IN SHOPPING CENTERS

Summary

The Polish market of large shopping centers is only about 15 years old. Creation of such centers during that time was fast paced and grand in scale. As a result, the saturation rate of retail space exceeds the European average. Retail investment yields are shaped by factors resulting from the market environment. In particular these are: the state of the economy and the situation in the retail sector, the potential demand in the household sector expressed by the pace of change in individual consumption of personal income, the supply of retail space, the average mall rents, the market prices of the realization of shopping centers, the prices of land for construction. Retail investment return rates in Poland have been decreasing steadily for the years 1998–2012.