

Raport Think Tanku UEW – Impakt Dolny Śląsk

Potencjał inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe w Polsce

jako zabezpieczenia
kapitału
przed inflacją





Iwona Dittmann

Pracownik naukowo-dydaktyczny na stanowisku prof. UEW w Katedrze Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej rozprawa doktorska dotyczyła oceny ryzyka inwestycyjnego na wschodzących rynkach nieruchomości. W monografii habilitacyjnej zatytułowanej „Odpowiedniość polskich funduszy inwestycyjnych otwartych dla inwestora indywidualnego. Koncepcja oceny” badała m.in. zagadnienie premii za ryzyko oraz koncepcję *time diversification*. Od 2013 r. jest członkinią Towarzystwa Naukowego Nieruchomości. Pomysłodawczyni Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej „Finanse – Statystyka – Badania empiryczne” organizowanej w latach 2016–2019. W latach 2016–2021 była opiekunką specjalności „Inwestycje i nieruchomości” na kierunku finanse i rachunkowość. Prowadzi zajęcia dla słuchaczy studiów podyplomowych „Wycena nieruchomości” oraz „Inwestycje w nieruchomości i działalność deweloperska”. Współpracuje z przedstawicielami programu edukacji finansowej „Nowoczesne Zarządzanie Biznesem” oraz z Centrum AMRON.



Spis treści

Wstęp.....	5
1 Jak przeprowadzono badania?	6
2 Realna krocząca stopa zwrotu z inwestycji a moment rozpoczęcia i zakończenia inwestycji	8
3 Szansa na całkowitą ochronę kapitału przed inflacją	13
4 Stopień zabezpieczenia kapitału – scenariusz optymistyczny, przeciętny i pesymistyczny	15
5 Lokalne rynki mieszkaniowe – raczej podobne czy różne pod względem potencjału ochrony siły nabywczej?	24
6 Ranking rynków mieszkaniowych	29
7 Czy dłuższy horyzont inwestycji przekłada się na większy stopień zabezpieczenia?	30
8 Zysk kapitałowy czy dochody z najmu – co w większym stopniu zabezpieczało kapitał przed inflacją?	30
9 W jakiej mierze dochody z najmu modyfikowały stopień zabezpieczenia kapitału w stosunku do inwestycji polegającej na uwzględnieniu wyłącznie zysku kapitałowego?	31
Podsumowanie	33
Bibliografia	33

Wstęp

Powszechnie uważa się, że nieruchomości pozwalają ochronić kapitał przed utratą siły nabywczej. Jednak według Essafi Zouari i Nassredine (2023) stwierdzenie, że nieruchomości mogą stanowić inwestycję pozwalającą zabezpieczyć kapitał przed inflacją, jest bardzo niejasne i nieprecyzyjne. Ponadto wyniki prowadzonych od wielu lat badań naukowych dotyczących tego zagadnienia nie są jednoznaczne.

Jednocześnie zauważa się, że dla większości gospodarstw domowych nabycie na własność nieruchomości mieszkaniowej jest priorytetową inwestycją. Biorąc pod uwagę kapitałochłonność nieruchomości, lokata ta zazwyczaj stanowi największą część ich portfeli inwestycyjnych. Z tego względu zmiany realnej wartości kapitału ulokowanego w nieruchomość mieszkaniową mają istotne implikacje dla majątku osobistego, a także dla gospodarki narodowej (zob. Anari Kolari, 2002). Nawet jeśli nabywca nie traktuje nabycia nieruchomości mieszkaniowej jako formy inwestycji (np. z przeznaczeniem na wynajem), utrzymanie realnej wartości zainwestowanego w nią kapitału będzie ważne w przypadku jej sprzedaży w przyszłości i zakupu innej nieruchomości. Nabywcy nieruchomości mieszkaniowych są zazwyczaj świadomi ich inwestycyjnej roli. Przykładowo w badaniu motywacji gospodarstw domowych do zakupu domów Case i Shiller (1988) wykazali, że przy podejmowaniu decyzji o zakupie domu korzyść inwestycyjna była głównym czynnikiem branym pod uwagę przez od 44% do 64% ankietowanych, częściowo zaś była brana pod uwagę przez 32–46% badanych.

Problem ochrony kapitału przed utratą siły nabywczej nabiera szczególnego znaczenia w przypadku wysokiej inflacji. Ostatnio w Polsce wystąpiła ona w latach 2021–2023. Prowadzone wówczas badania w odniesieniu do nieruchomości mieszkaniowych przyniosły zróżnicowane rezultaty, m.in. ze względu na zastosowanie różnych metod badawczych.

W niniejszym raporcie zaprezentowano częściowe wyniki nowatorskich badań, przeprowadzonych z użyciem czterech prekursorskich mierników stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją¹. Zaproponowana metodologia pozwoliła szukać odpowiedzi nie na zero-jedynkowe pytanie o to, czy nieruchomości zabezpieczają kapitał przed inflacją, czy tego nie robią, ale na pytanie, w jakim stopniu inwestycje w nieruchomości chronią kapitał przed utratą siły nabywczej. Potencjał zabezpieczenia przed inflacją został pokazany przez pryzmat trzech scenariuszy: przeciętnego, skrajnie optymistycznego i skrajnie pesymistycznego.

Analizę sporządzono dla trzech rodzajów inwestycji na rynku mieszkań. Pierwsza uwzględnia wyłącznie dochody z najmu, druga – wyłącznie zysk kapitałowy wynikający z przyrostu wartości nieruchomości, trzecia zaś – zarówno dochody z najmu, jak i zysk kapitałowy.

¹ Całość badań opublikowana w monografii naukowej Dittmann (2025).

1 Jak przeprowadzono badania?

Do przeprowadzenia badań posłużyły cztery autorskie mierniki oceny stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją:

- 1) szansa uzyskania nieujemnej realnej stopy zwrotu w okresie inwestycji **chiHR** (*chance inflation hedge ratio*),
- 2) minimalny wskaźnik zabezpieczenia **miniHR** (*minimum inflation hedge ratio*),
- 3) przeciętny wskaźnik zabezpieczenia **meiHR** (*median inflation hedge ratio*),
- 4) maksymalny wskaźnik zabezpieczenia **maxiHR** (*maximum inflation hedge ratio*).

Mierniki te oparte są na historycznych szeregach czasowych hipotetycznej realnej stopy zwrotu z inwestycji (*real holding period yield, real HPY*).

Szansa uzyskania nieujemnej realnej stopy zwrotu w okresie inwestycji (chiHR)

- Jest obliczana jako:
$$\text{chiHR} = \text{odsetek nieujemnych realnych stóp zwrotu w okresie inwestycji.}$$
- Informuje o szansie na całkowite zabezpieczenie kapitału przed inflacją.

Mierniki: miniHR, meiHR, maxiHR pokazują różne poziomy zabezpieczenia kapitału przed inflacją wynikające z różnych momentów rozpoczęcia i zakończenia inwestycji.

Minimalny wskaźnik zabezpieczenia (miniHR)

- Jest obliczany jako:
$$\text{miniHR} = (1 + \text{minHPY}_{\text{real}}) \times 100\%,$$

gdzie: HPY_{real} – realna stopa zwrotu w okresie inwestycji (*real holding period yield*); $\text{minHPY}_{\text{real}}$ – wartość minimalna szeregu realnych stóp zwrotu z inwestycji.
- Pokazuje **najniższy** historyczny stopień zabezpieczenia kapitału przed inflacją.
- Może służyć do konstrukcji scenariusza **skrajnie pesymistycznego** (ze względu na moment rozpoczęcia i zakończenia inwestycji).
- *Przykładowa interpretacja*: miniHR = 60% oznacza, że wartość realna kapitału na koniec hipotetycznej inwestycji stanowiła co najmniej 60% wartości realnej kapitału na początku inwestycji, czyli w najgorszym scenariuszu wartość realna zainwestowanego kapitału spadła o 40%.

Przeciętny wskaźnik zabezpieczenia (meiHR)

- Jest obliczany jako:
$$\text{meiHR} = (1 + \text{meHPY}_{\text{real}}) \times 100\%,$$

gdzie: $\text{meHPY}_{\text{real}}$ – mediana szeregu realnych stóp zwrotu z inwestycji.
- Pokazuje **przeciętny** historyczny stopień zabezpieczenia kapitału przed inflacją.
- Może służyć do konstrukcji scenariusza **przeciętnego** (ze względu na moment rozpoczęcia i zakończenia inwestycji).
- *Przykładowa interpretacja*: meiHR = 95% oznacza, że wartość realna kapitału na koniec hipotetycznej inwestycji stanowiła przeciętnie 95% wartości realnej kapitału na początku inwestycji, czyli w przeciętnym scenariuszu wartość realna zainwestowanego kapitału spadła o 5%.

Maksymalny wskaźnik zabezpieczenia (maxiHR)

- Jest obliczany jako:
$$\text{maxiHR} = (1 + \text{maxHPY}_{\text{real}}) \times 100\%,$$

gdzie: $\text{maxHPY}_{\text{real}}$ – wartość maksymalna szeregu realnych stóp zwrotu z inwestycji.

- Pokazuje **najwyższy** historyczny stopień zabezpieczenia kapitału przed inflacją.
- Może służyć do konstrukcji scenariusza **skrajnie optymistycznego** (ze względu na moment rozpoczęcia i zakończenia inwestycji).
- *Przykładowa interpretacja:* $\text{maxIHR} = 120\%$ oznacza, że wartość realna kapitału na koniec hipotetycznej inwestycji stanowiła przeciętnie 120% wartości realnej kapitału na początku inwestycji, czyli w optymistycznym scenariuszu wartość realna zainwestowanego kapitału wzrosła o 20%.

Interpretacja mierników: minIHR , meIHR , maxIHR

- a) Wartość miernika $\geq 100\%$ oznacza całkowite zabezpieczenie kapitału przed inflacją. W szczególności:
 - wartość miernika $= 100\%$ oznacza, iż wartość realna zainwestowanego kapitału nie uległa zmianie;
 - wartość miernika $> 100\%$ oznacza wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału;
- b) $0 < \text{wartość miernika} < 100\%$ oznacza niepełne zabezpieczenie przed inflacją (spadek realnej wartości zainwestowanego kapitału). Pokazuje wartość realną kapitału na koniec inwestycji w stosunku do wartości realnej kapitału na początku inwestycji;
- c) wartość miernika ≤ 0 oznacza całkowity brak zabezpieczenia kapitału przed inflacją.

Dane i metodologia

Badanie przeprowadzono dla sześciu największych lokalnych rynków mieszkaniowych w Polsce: Warszawy, Gdańska, Krakowa, Wrocławia, Poznania i Łodzi².

Dane kwartalne³:

- hedoniczne indeksy cen 1m^2 mieszkań na rynku wtórnym (dla poszczególnych miast)⁴,
- ceny hedoniczne 1m^2 mieszkań na rynku wtórnym (dla poszczególnych miast),
- przeciętne czynsze transakcyjne na 1m^2 mieszkań bez opłat eksploatacyjnych (dla poszczególnych miast),
- indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI)⁵.

Okres badawczy: 3. kwartał 2006 – 4. kwartał 2023⁶.

Horyzonty inwestycyjne: najkrótszym horyzontem był horyzont roczny, który następnie wydłużano o kwartał aż do horyzontu najdłuższego, 15-letniego.

Konstrukcja szeregów czasowych:

- Dla poszczególnych rynków lokalnych oraz dla poszczególnych horyzontów inwestycyjnych sporządzono szeregi czasowe hipotetycznych nominalnych stóp zwrotu z inwestycji (HPY_{nom}), używając metody ruchomego okna obserwacji (*rolling window of observation*) z nakładającymi się podokresami (*overlapping*), z postępieniem kwartalnym. Nominalne stopy zwrotu w okresie inwestycji (HPY_{nom}) obliczono na podstawie danych dotyczących hedonicznych indeksów cen 1m^2 mieszkań.
- Następnie w ten sam sposób (tj. wykorzystując metodę ruchomego okna obserwacji z nakładającymi się podokresami i z postępieniem kwartalnym) sporządzono szeregi czasowe stopy inflacji dla różnych horyzontów inwestycji (na podstawie danych o CPI).
- Szeregi nominalnych stóp zwrotu w okresie inwestycji (HPY_{nom}) przekształcono w szeregi realnych stóp zwrotu w okresie inwestycji (HPY_{real}) z wykorzystaniem równania Fishera.
- Dla każdego szeregu czasowego realnej HPY wyznaczono:
 - 1) odsetek nieujemnych stóp zwrotu,
 - 2) wartość minimalną,
 - 3) medianę,
 - 4) wartość maksymalną.
- Obliczono wartości mierników stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją: minIHR , meIHR , maxIHR , chiHR .

² Wyniki badań przeprowadzonych dla 16 miast zostały zamieszczone w monografii Dittmann (2025).

³ Dane zaczerpnięto z Narodowego Banku Polskiego (<https://nbp.pl/>).

⁴ Dane dotyczące indeksów hedonicznych pozyskano z bazy danych NBP (<https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/rynek-nieruchomosci/>).

⁵ Pozyskano z bazy danych NBP (<https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/inflacja-bazowa/>). CPI jest najczęściej stosowanym wskaźnikiem w tego typu badaniach (zob. Arnold i Auer, 2015).

⁶ Okres badawczy wynika z dostępności danych NBP.

2 Realna krocząca stopa zwrotu z inwestycji a moment rozpoczęcia i zakończenia inwestycji

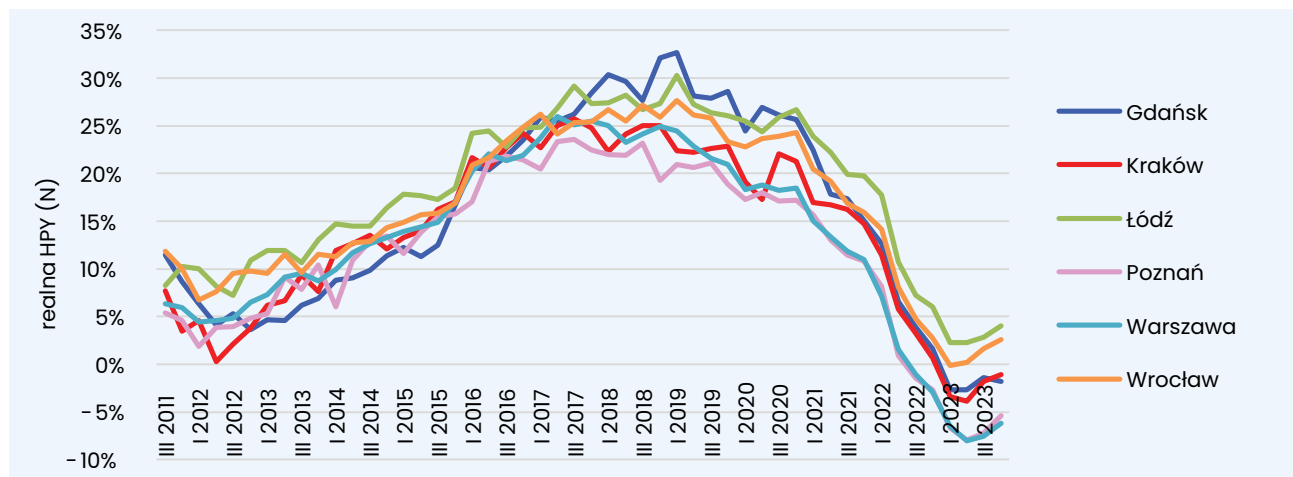
Ważnym zagadnieniem rozważanym przez potencjalnego inwestora jest kwestia znaczenia momentu nabycia i sprzedaży nieruchomości mieszkaniowej dla uzyskanej stopy zwrotu. Zagadnienie to można sprecyzować, stawiając dwa pytania:

- Jak kształtowała się w przeszłości realna stopa zwrotu z inwestycji?
- Jak bardzo zróżnicowana była realna stopa zwrotu z inwestycji?

Inwestycja uwzględniająca wyłącznie dochody z najmu

Przykładowe wykresy kroczącej realnej stopy zwrotu sporządzono dla największych sześciu rynków lokalnych i dla wybranych dwóch horyzontów inwestycyjnych: 5-letniego (wykres 1) i 10-letniego (wykres 2). Wykresy kroczącej stopy zwrotu umożliwiają obserwację jej zmian w zależności od momentu rozpoczęcia i zakończenia inwestycji.

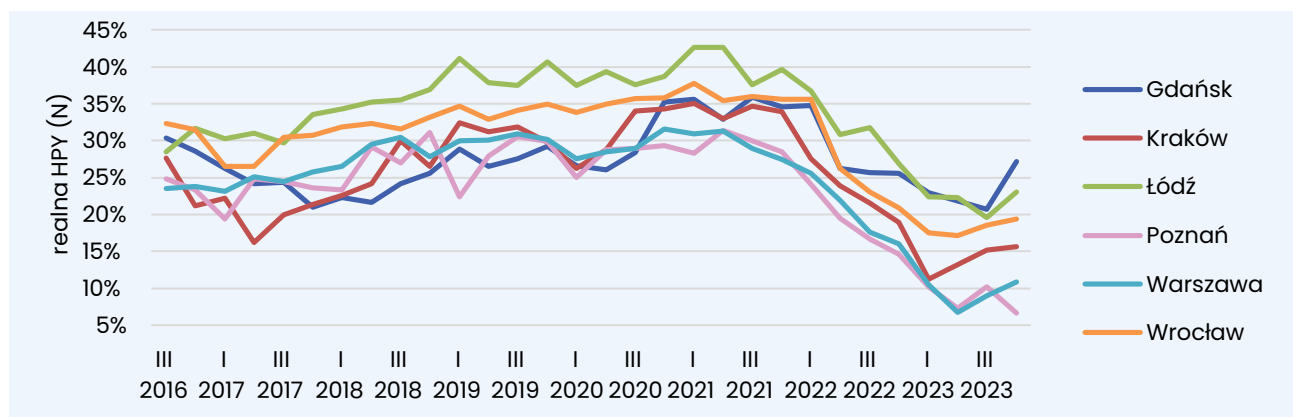
Przykład: inwestycja w Gdańsku pozwoliła uzyskać najwyższą 5-letnią realną stopę zwrotu na poziomie ok. 33% (w okresie 1. kwartał 2014 – 1. kwartał 2019), a najniższą 5-letnią realną stopę zwrotu na poziomie -3% (w okresie 2. kwartał 2018 – 2. kwartał 2023).



OX – kwartał zakończenia inwestycji

Wykres 1. Realna 5-letnia krocząca stopa zwrotu – inwestycja uwzględniająca wyłącznie dochody z najmu

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).



OX – kwartał zakończenia inwestycji

Wykres 2. Realna 10-letnia krocząca stopa zwrotu – inwestycja uwzględniająca wyłącznie dochody z najmu

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

Obliczone współczynniki zróżnicowania (tab. 1) wskazują, iż dla stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją moment rozpoczęcia i zakończenia czerpania dochodów z najmu miał małe lub umiarkowane znaczenie w przypadku dłuższych horyzontów, natomiast duże lub bardzo duże w przypadku krótszych horyzontów inwestycyjnych.

Tabela 1. Współczynniki zróżnicowania realnych stóp zwrotu dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie dochody z najmu (w %)

Horyzont inwestycyjny	Rynek inwestycyjny					
	Gdańsk	Kraków	Łódź	Poznań	Warszawa	Wrocław
1	142	144	88	201	175	107
2	116	117	75	156	142	88
3	89	87	60	111	106	67
4	76	73	51	89	87	57
5	68	64	46	75	74	50
6	59	56	40	64	63	45
7	49	50	34	53	54	39
8	37	42	29	42	44	31
9	25	33	23	35	35	24
10	16	27	18	31	29	20
11	15	24	17	29	28	20
12	27	28	21	35	36	25
13	42	34	24	40	42	29
14	55	37	22	43	43	32
15	70	64	23	43	46	34

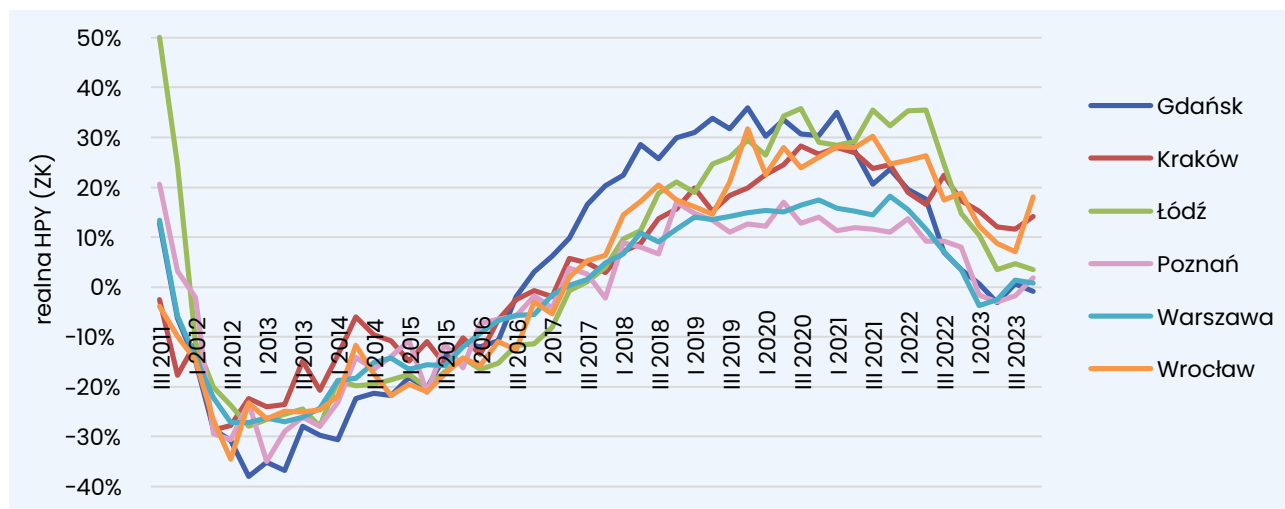
	bardzo małe zróżnicowanie		silne zróżnicowanie
	przeciętne zróżnicowanie		bardzo silne zróżnicowanie

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

Inwestycja uwzględniająca wyłącznie zysk kapitałowy

Przykładowe wykresy kroczącej realnej stopy zwrotu sporządzono dla największych sześciu rynków lokalnych i dla wybranych dwóch horyzontów inwestycyjnych: 5-letniego (wykres 3) i 10-letniego (wykres 4).

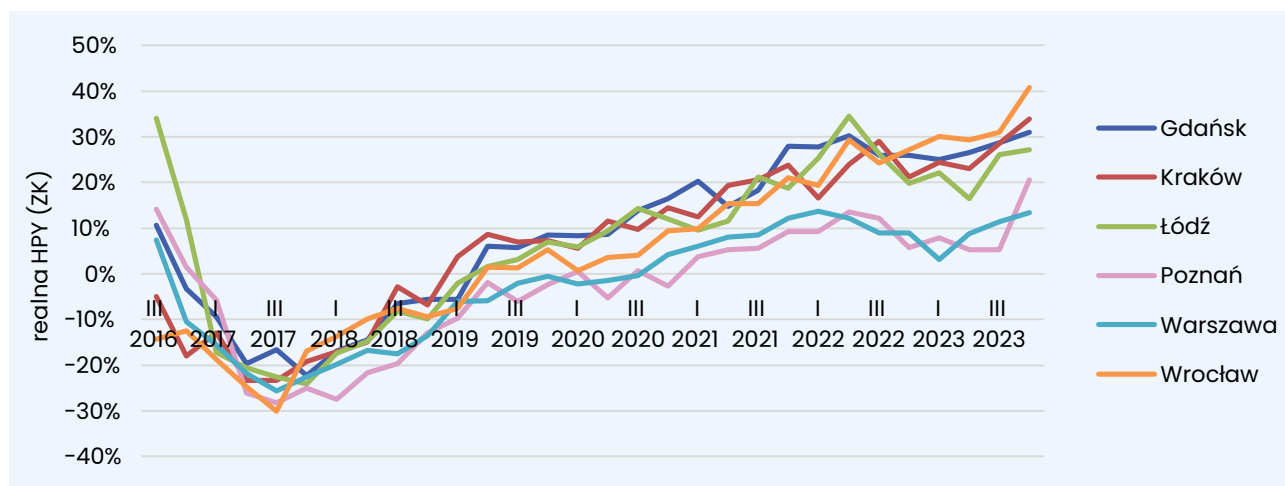
Przykład: inwestycja w Poznaniu pozwoliła uzyskać najwyższą 5-letnią realną stopę zwrotu na poziomie ok. 20% (w okresie 3. kwartał 2006 – 3. kwartał 2011), a najniższą 5-letnią realną stopę zwrotu na poziomie –35% (w okresie 1. kwartał 2008 – 1. kwartał 2013).



OX – kwartał zakończenia inwestycji

Wykres 3. Realna 5-letnia krocząca stopa zwrotu – inwestycja uwzględniająca wyłącznie zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).



OX – kwartał zakończenia inwestycji

Wykres 4. Realna 10-letnia krocząca stopa zwrotu – inwestycja uwzględniająca wyłącznie zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

Obliczone współczynniki zróżnicowania (tab. 2) wskazują, iż dla każdego miasta w przypadku każdego horyzontu inwestycyjnego dla stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją duże znaczenie miał moment nabycia i sprzedaży nieruchomości.

Tabela 2. Współczynniki zróżnicowania realnych stóp zwrotu – inwestycja uwzględniająca wyłącznie zysk kapitałowy (w %)

Horyzont inwestycyjny	Rynek inwestycyjny					
	Gdańsk	Kraków	Łódź	Poznań	Warszawa	Wrocław
1	4 551	2 152	978	12 739	1 549	4 561
2	3 227	3 175	1022	812	606	3 745
3	10 400	1 253	787	617	623	2 180
4	1 432	663	591	707	776	1 186
5	758	548	494	766	938	939
6	506	488	426	841	1 069	715
7	356	398	376	898	1 427	544
8	285	330	329	1141	2 086	443
9	234	292	285	915	1307	383
10	192	253	233	532	654	363
11	175	253	183	248	273	376
12	181	196	179	186	146	381
13	372	143	198	163	133	256
14	1 754	128	242	184	129	201
15	1 286	654	272	206	153	1 461



bardzo małe zróżnicowanie

przeciętne zróżnicowanie



silne zróżnicowanie

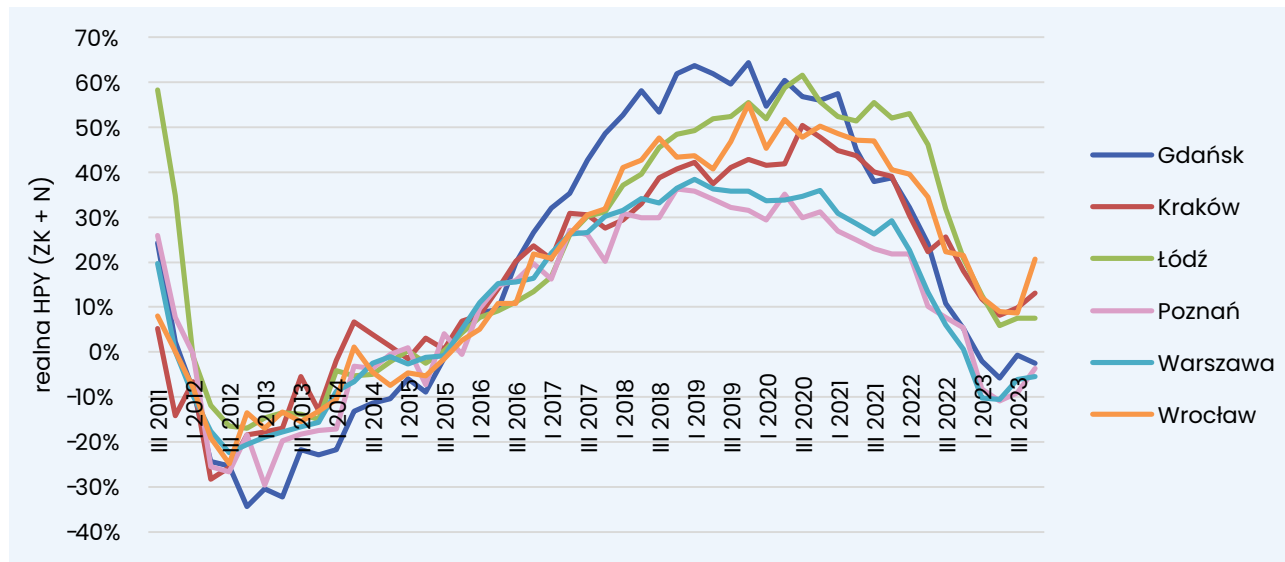
bardzo silne zróżnicowanie

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

Inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Przykładowe wykresy kroczącej realnej stopy zwrotu sporządzono dla największych sześciu rynków lokalnych i dla wybranych dwóch horyzontów inwestycyjnych: 5-letniego (wykres 5) i 10-letniego (wykres 6).

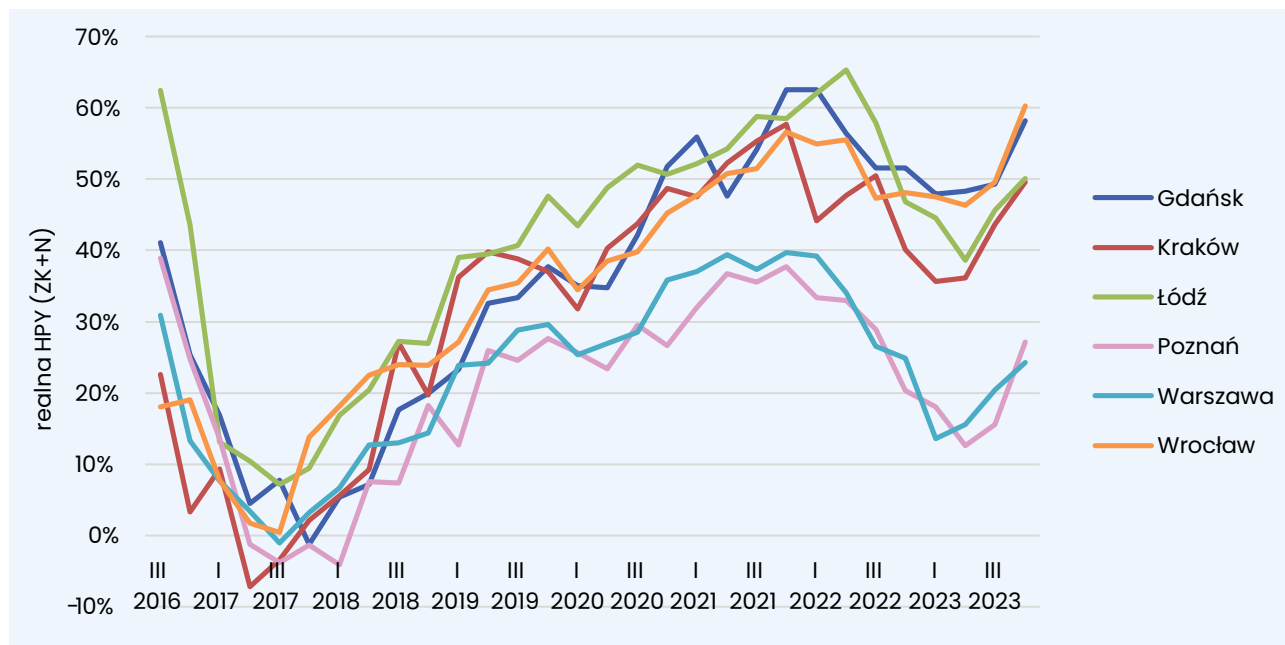
Przykład: inwestycja we Wrocławiu pozwoliła uzyskać najwyższą 5-letnią realną stopę zwrotu na poziomie ok. 55% (w okresie 4. kwartał 2014 – 4. kwartał 2019), a najniższą 5-letnią realną stopę zwrotu na poziomie –25% (w okresie 3. kwartał 2007 – 3. kwartał 2012).



OX – kwartał zakończenia inwestycji

Wykres 5. Realna 5-letnia krocząca stopa zwrotu – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).



OX – kwartał zakończenia inwestycji

Wykres 6. Realna 10-letnia krocząca stopa zwrotu – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

Obliczone współczynniki zróżnicowania (tab. 3) wskazują na bardzo duże lub duże znaczenie momentu nabycia i sprzedaży (oraz najmu) nieruchomości przeznaczonej na wynajem.

Tabela 3. Współczynniki zróżnicowania realnych stóp zwrotu – inwestycja uwzględniająca zysk kapitałowy i dochody z najmu (w %)

Horyzont inwestycyjny	Rynek inwestycyjny					
	Gdańsk	Kraków	Łódź	Poznań	Warszawa	Wrocław
1	412	431	305	650	614	304
2	340	288	208	572	461	225
3	251	179	158	338	283	163
4	202	142	133	247	214	141
5	169	126	115	195	172	129
6	141	115	98	154	144	114
7	114	99	84	107	116	97
8	92	84	70	94	91	79
9	72	69	56	73	69	63
10	52	58	41	60	52	47
11	36	52	30	49	43	33
12	37	46	36	64	52	30
13	65	38	48	88	78	26
14	107	36	67	141	118	28
15	179	106	92	313	366	57

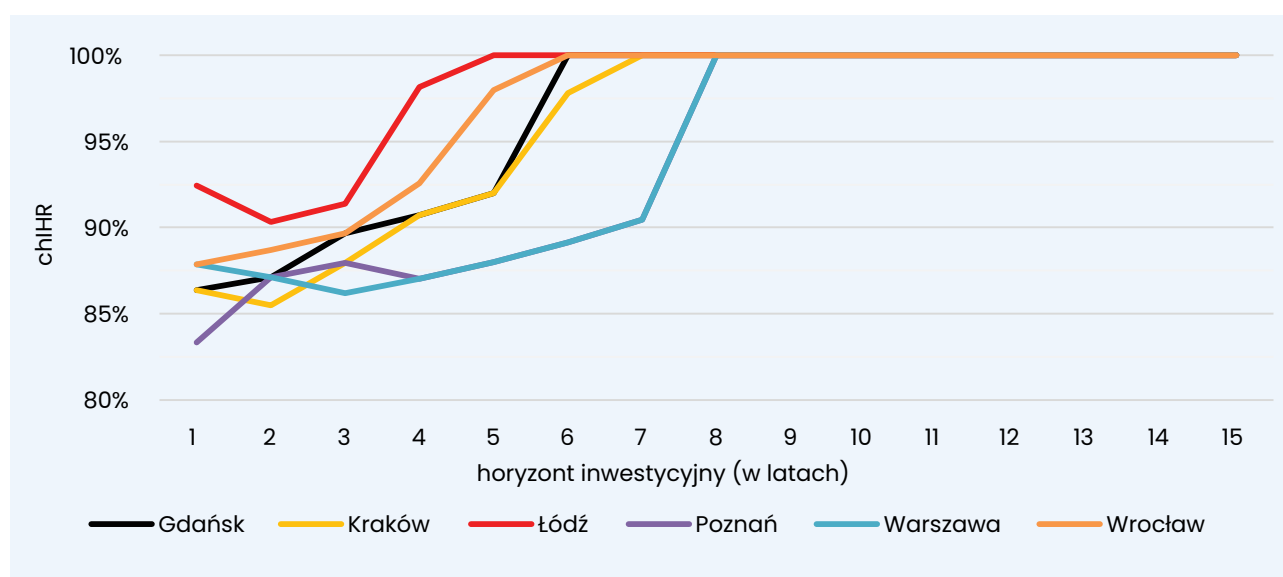
	bardzo małe zróżnicowanie
	przeciętne zróżnicowanie
	silne zróżnicowanie
	bardzo silne zróżnicowanie

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

3 Szansa na całkowitą ochronę kapitału przed inflacją

Ważną informacją dla inwestora lokującego kapitał na rynku mieszkań jest szansa na całkowitą ochronę kapitału przed inflacją. Innymi słowy, jest to szansa, iż wartość realna zainwestowanego kapitału nie spadnie w okresie inwestycji (czyli pozostanie co najmniej na początkowym poziomie).

W przypadku hipotetycznej inwestycji uwzględniającej wyłącznie dochody z najmu (nieuwzględniającej realnej zmiany wartości nieruchomości) szansa na całkowitą ochronę siły nabywczej kapitału ulokowanego na rynku mieszkań kształtowała się atrakcyjnie. Dla dłuższych horyzontów inwestycyjnych jej wartość wyniosła 100%, dla krótszych kształtowała się na poziomie 83–93%. Najwyższe wartości tego miernika cechowały rynek łódzki, najniższe – warszawski.



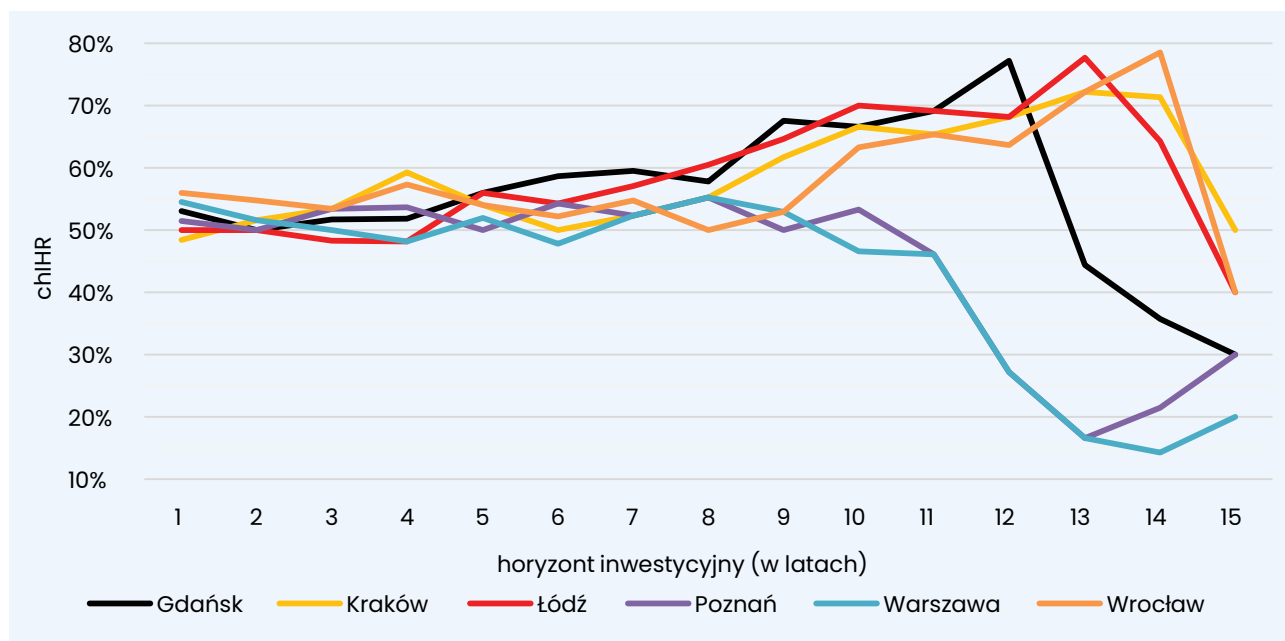
Wykres 7. ChIHR – inwestycje uwzględniające wyłącznie dochody z najmu

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wartości tego miernika były zdecydowanie niższe. Ma to związek ze spadkami wartości nieruchomości w ujęciu realnym. Dla większości badanych horyzontów inwestycyjnych szansa na całkowitą ochronę kapitału przed inflacją kształtowała się na podobnym dla wszystkich miast poziomie, a mianowicie 50–60%. Wraz z wydłużaniem horyzontów inwestycyjnych wartości tego miernika rosły lub malały (w zależności od miasta)⁷. Najwyższe wartości były poniżej 80%, najgorszy wynik cechował Warszawę (ok. 15%).

Zatem możliwość utrzymania wartości realnej kapitału poprzez inwestycję w mieszkanie, które nie jest wynajmowane (jedynym źródłem ochrony wartości realnej kapitału jest przyrost jego wartości), można uznać za raczej ograniczoną.

⁷ W przypadku najdłuższych horyzontów należy zwrócić uwagę, iż do ich badań zostały użyte krótsze szeregi czasowe niż dla krótszych horyzontów, co mogło wpłynąć na uzyskane wyniki.

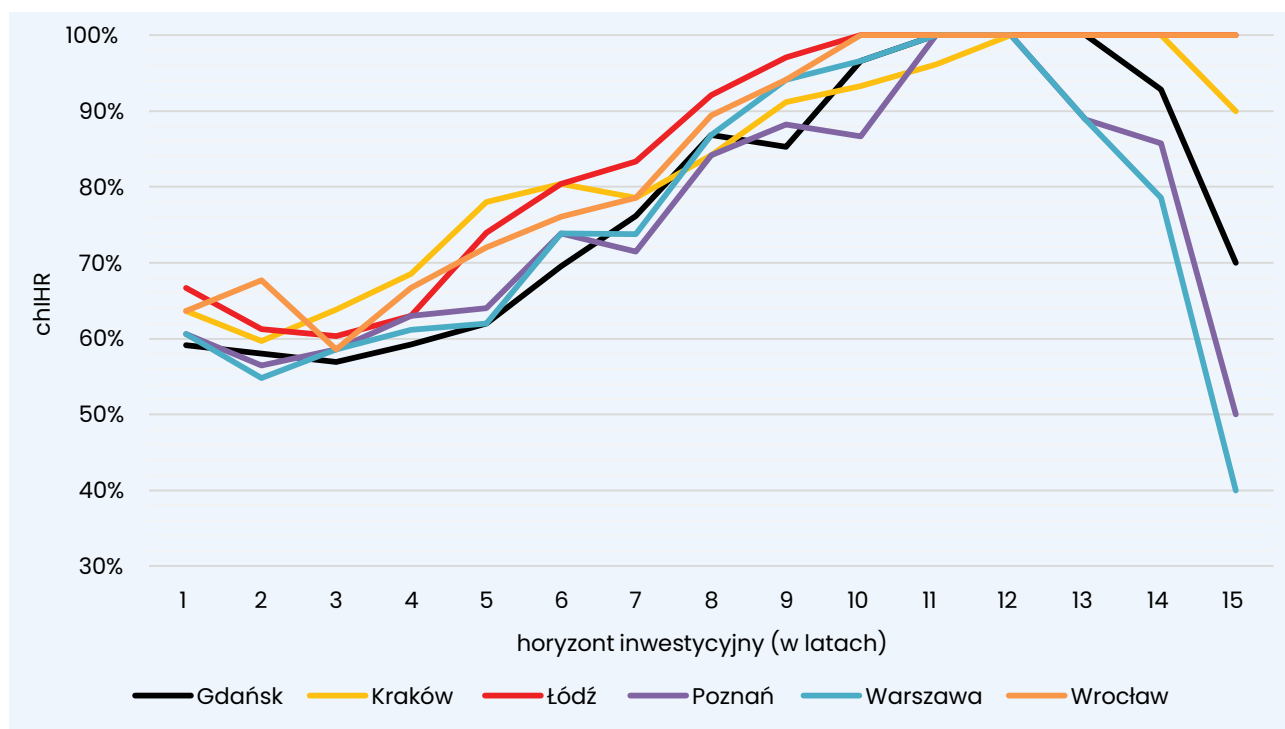


Wykres 8. ChIHR – inwestycje uwzględniające wyłącznie zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycja uwzględniająca zarówno dochody z najmu, jak i zysk kapitałowy cechowała się niższymi szansami na nieujemną realną stopę zwrotu niż inwestycja uwzględniająca wyłącznie dochody z najmu, ale większymi niż inwestycja uwzględniająca wyłącznie zysk kapitałowy. Dla najkrótszych horyzontów inwestycyjnych miernik ten kształtował się na poziomie 55–70%, wraz z wydłużaniem horyzontu jego wartość generalnie wzrastała, osiągając maksimum, czyli 100%⁸.

Ten rodzaj inwestycji można zatem ocenić pozytywnie w odniesieniu do szansy na ochronę siły nabywczej kapitału, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym.



Wykres 9. ChIHR – inwestycje uwzględniające dochody z najmu i zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.

⁸ Jak wyżej.

4 Stopień zabezpieczenia kapitału – scenariusz optymistyczny, przeciętny i pesymistyczny

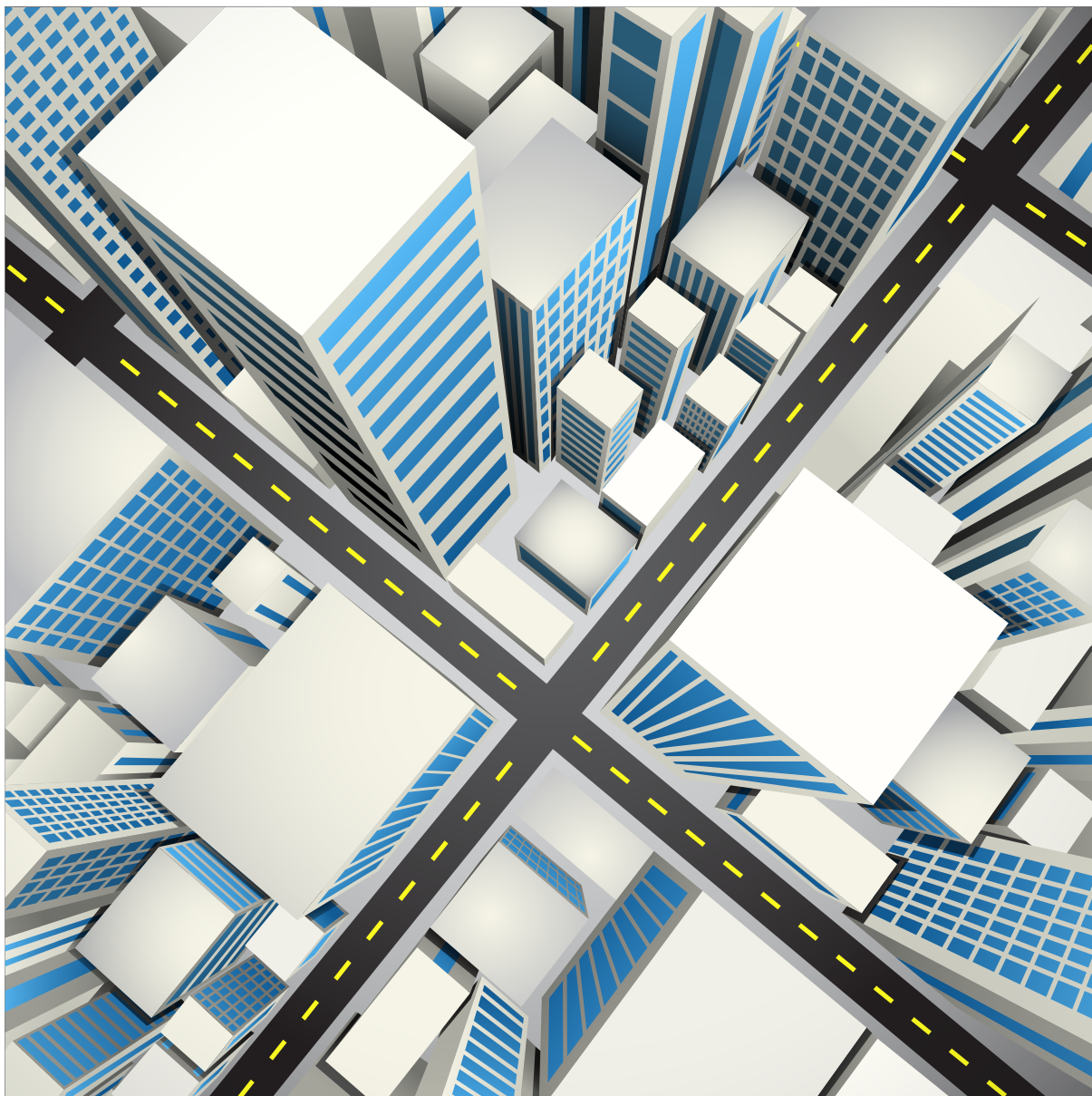
Użyte w badaniu mierniki minIHR, melHR i maxIHR, opisane w 2. sekcji raportu, umożliwiają inwestorowi szersze spojrzenie na stopień zabezpieczenia kapitału przed inflacją. Na ich podstawie można bowiem skonstruować trzy historyczne scenariusze stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją ze względu na moment rozpoczęcia i zakończenia inwestycji: **skrajnie pesymistyczny, przeciętny i skrajnie optymistyczny**.

Na wykresach 10–15 przedstawiono:

- wartości minIHR odzwierciedlające scenariusz skrajnie pesymistyczny (niebieski kolor),
- wartości melHR odzwierciedlające scenariusz przeciętny (zielony kolor),
- wartości maxIHR odzwierciedlające scenariusz skrajnie optymistyczny (żółty kolor),

Każdy scenariusz został sporządzony dla trzech opisanych wcześniej rodzajów inwestycji:

- uwzględniającej dochody z najmu (oznaczenie N),
- uwzględniającej zysk kapitałowy (oznaczenie ZK),
- uwzględniającej dochody z najmu i zysk kapitałowy ($N + ZK$).



WARSZAWA



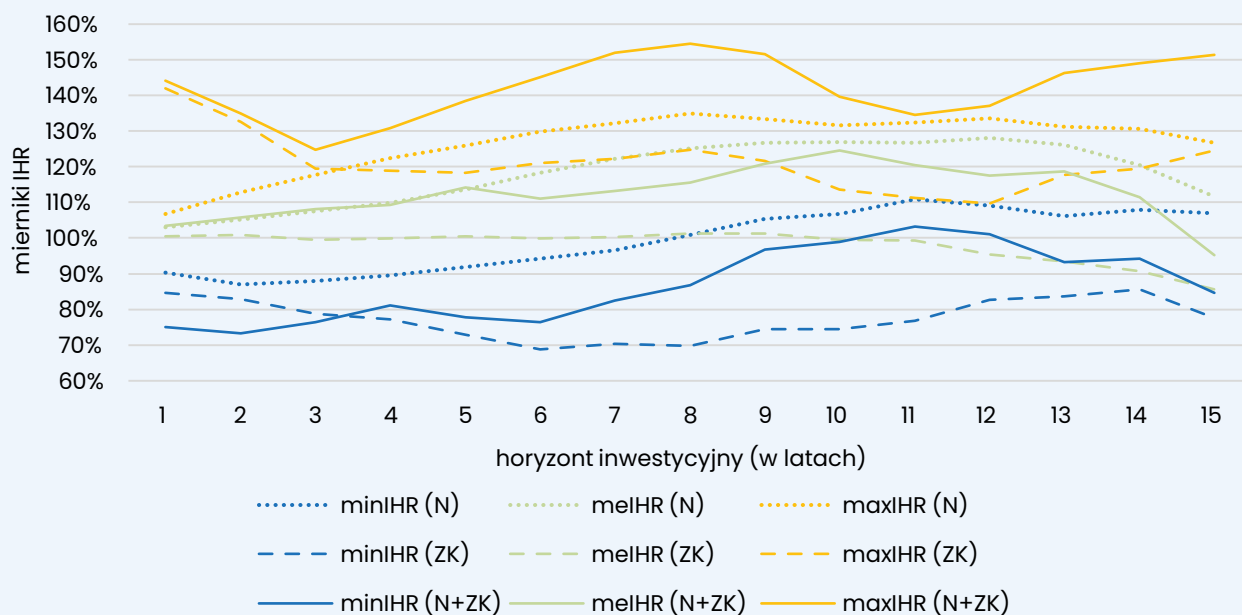
Scenariusz przeciętny – generalnie wskazuje całkowitą ochronę kapitału przed inflacją. Dla prawie każdego horyzontu inwestycyjnego przeciętny stopień zabezpieczenia (meIHR) wynosi co najmniej 100%. W przypadku inwestycji uwzględniającej dochody z najmu oraz zysk kapitałowy analizowany miernik osiąga nawet 125%. Inwestycję uwzględniającą wyłącznie zysk kapitałowy cechują wyraźnie niższe jego wartości, nie należy ich jednak oceniać negatywnie. Natomiast hipotetyczną inwestycję uwzględniającą wyłącznie dochody z najmu cechuje najwyższy przeciętny stopień zabezpieczenia (dla większości horyzontów meIHR przekracza 120%).



Scenariusz skrajnie pesymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wyraźnie wskazuje niepełne zabezpieczenie kapitału przed inflacją. Inwestycja taka umożliwiała utrzymanie od 75% do 85% wartości realnej zainwestowanego kapitału. Inwestycja uwzględniająca dodatkowo dochody z najmu pozwoliła uzyskać wyższy stopień zabezpieczenia, jednak tylko w przypadku dwóch horyzontów inwestycyjnych miernik minIHR przekroczył 100%.



Scenariusz skrajnie optymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał stopień zabezpieczenia kapitału (maxIHR) na poziomie 110–135%. Zdecydowanie wyższe wartości miernika maxIHR cechowały inwestycję uwzględniającą zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu. Taka inwestycja pozwoliła uzyskać wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału od 25 do 54%.



Wykres 10. Wartości mierników IHR dla Warszawy

Źródło: opracowanie własne.



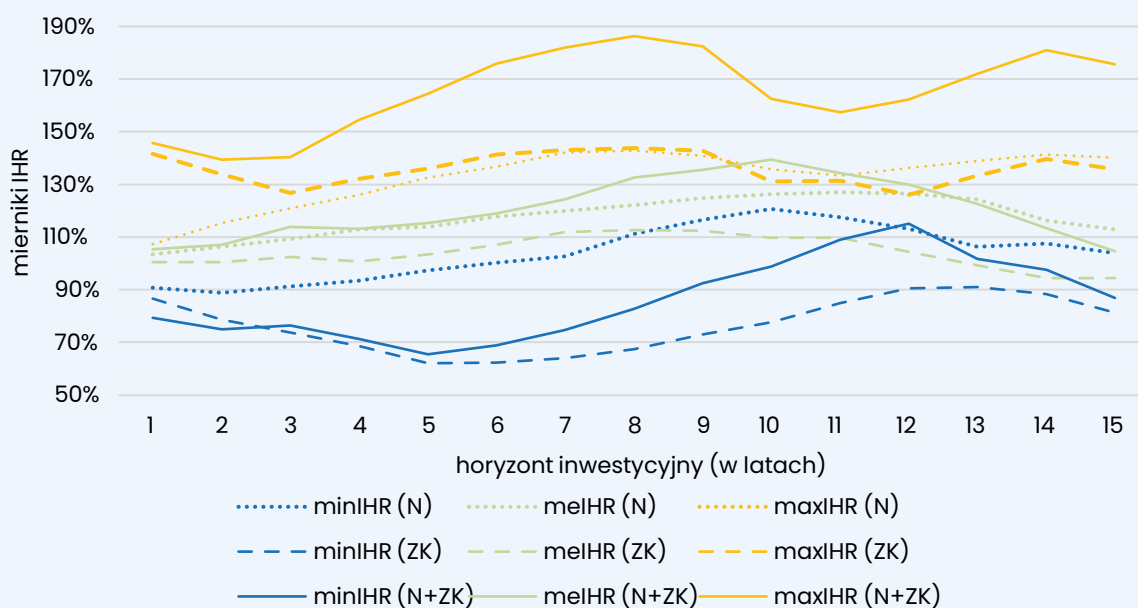
Scenariusz przeciętny – generalnie wskazuje całkowitą ochronę kapitału przed inflacją. Dla prawie każdego horyzontu inwestycyjnego przeciętny stopień zabezpieczenia (meIHR) wynosił co najmniej 100%. W przypadku inwestycji uwzględniającej dochody z najmu oraz zysk kapitałowy analizowany miernik osiągał nawet 140%. Inwestycję uwzględniającą wyłącznie zysk kapitałowy cechowały wyraźnie niższe jego wartości, ale tylko dla trzech horyzontów kształtowały się one poniżej 100%.



Scenariusz skrajnie pesymistyczny – w przypadku obu rodzajów inwestycji uwzględniających zysk kapitałowy wskazuje niepełne zabezpieczenie kapitału przed inflacją. Inwestycja uwzględniająca wyłącznie zysk kapitałowy umożliwiała utrzymanie od 60 do 90% wartości realnej zainwestowanego kapitału. Inwestycja uwzględniająca dodatkowo dochody z najmu w przypadku niektórych horyzontów inwestycyjnych pozwoliła uzyskać, zdecydowanie wyższy stopień zabezpieczenia (nawet 115%).



Scenariusz skrajnie optymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał stopień zabezpieczenia kapitału (maxIHR) na poziomie 130–140%. Zdecydowanie wyższe wartości miernika maxIHR cechowały inwestycję uwzględniającą zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu. Taka inwestycja pozwoliła uzyskać wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału od 40% do nawet 86%.



Wykres 11. Wartości mierników IHR dla Gdańska

Źródło: opracowanie własne.

KRAKÓW



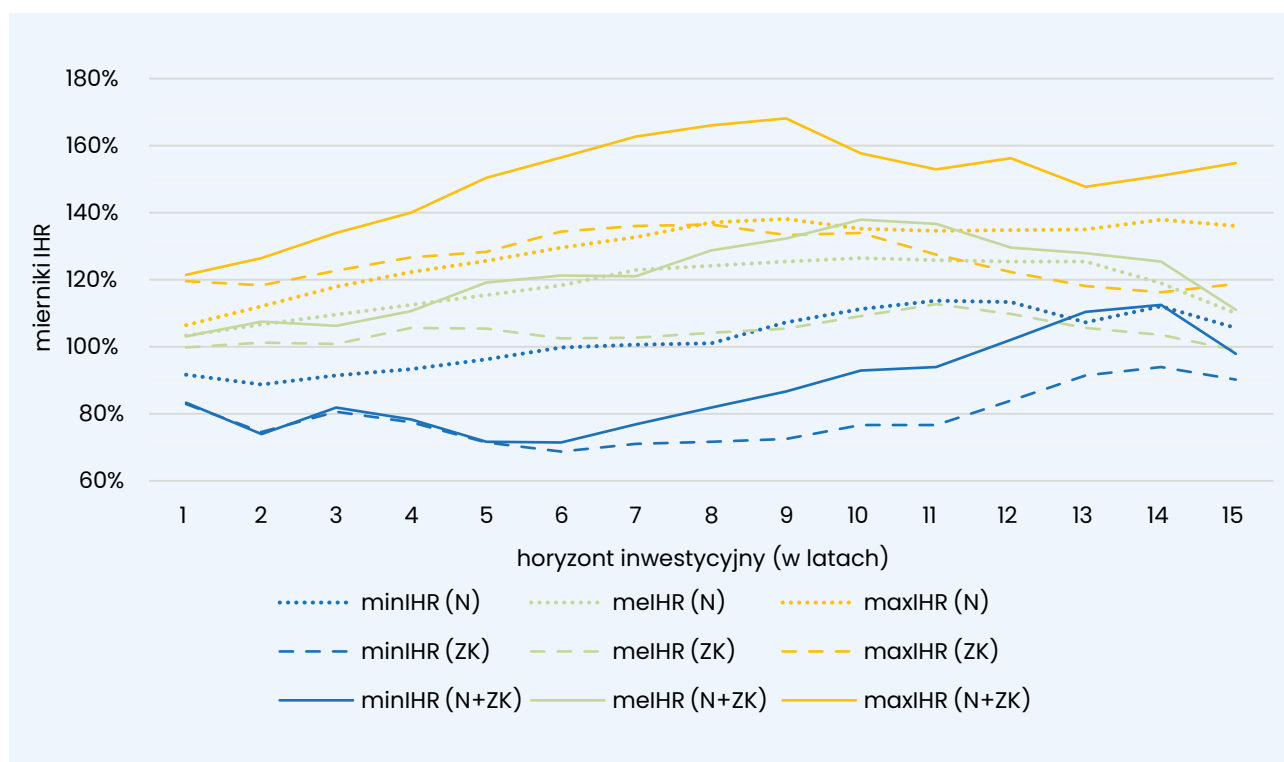
Scenariusz przeciętny – wskazuje całkowitą ochronę kapitału przed inflacją dla prawie każdego horyzontu inwestycyjnego w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. W przypadku pozostałych rodzajów inwestycji wartości $meIHR$ były zdecydowanie wyższe. Dla inwestycji uwzględniającej oba źródła dochodów analizowany miernik osiągał nawet 140%.



Scenariusz skrajnie pesymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał możliwość utrzymania od 69% do 94% wartości realnej zainwestowanego kapitału. Inwestycja uwzględniająca dodatkowo dochody z najmu w przypadku kilku horyzontów inwestycyjnych pozwoliła uzyskać całkowite zabezpieczenie kapitału.



Scenariusz skrajnie optymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał stopień zabezpieczenia kapitału ($maxIHR$) na poziomie 116–136%. Zdecydowanie wyższe wartości miernika $maxIHR$ cechowały inwestycję uwzględniającą zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu. Taka inwestycja pozwoliła uzyskać wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału od 20% do nawet 68%.



Wykres 12. Wartości mierników IHR dla Krakowa

Źródło: opracowanie własne.

WROCŁAW



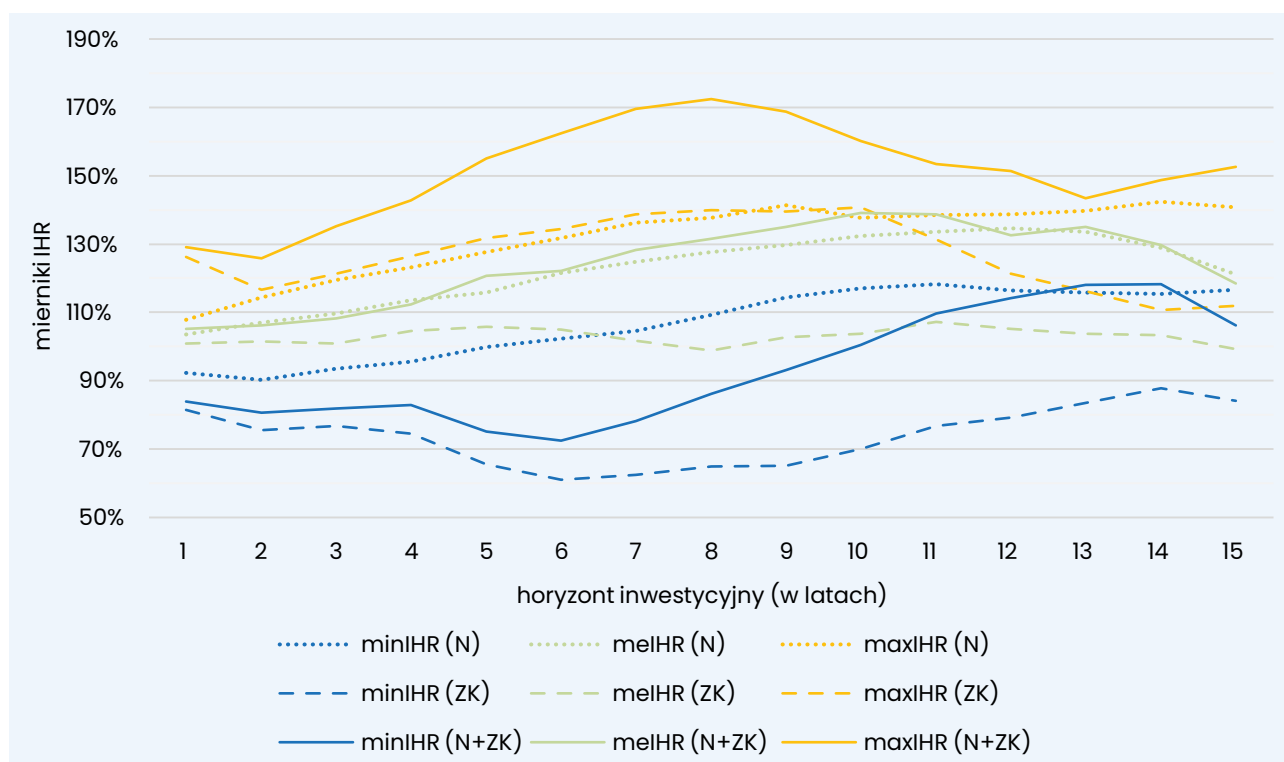
Scenariusz przeciętny – wskazuje całkowitą ochronę kapitału przed inflacją dla prawie każdego horyzontu inwestycyjnego w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. W przypadku pozostałych rodzajów inwestycji wartości $meIHR$ były wyraźnie wyższe. Dla inwestycji uwzględniającej oba źródła dochodów analizowany miernik osiągał maksymalnie 139%.



Scenariusz skrajnie pesymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał możliwość utrzymania od 61% do 88% wartości realnej zainwestowanego kapitału. Inwestycja uwzględniająca dodatkowo dochody z najmu w przypadku kilku horyzontów inwestycyjnych pozwoliła uzyskać całkowite zabezpieczenie kapitału.



Scenariusz skrajnie optymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał stopień zabezpieczenia kapitału ($maxIHR$) na poziomie 111-141%. Zdecydowanie wyższe wartości miernika $maxIHR$ cechowały inwestycję uwzględniającą zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu. Taka inwestycja pozwoliła uzyskać wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału od 26% do 72%.



Wykres 13. Wartości mierników IHR dla Wrocławia

Źródło: opracowanie własne.



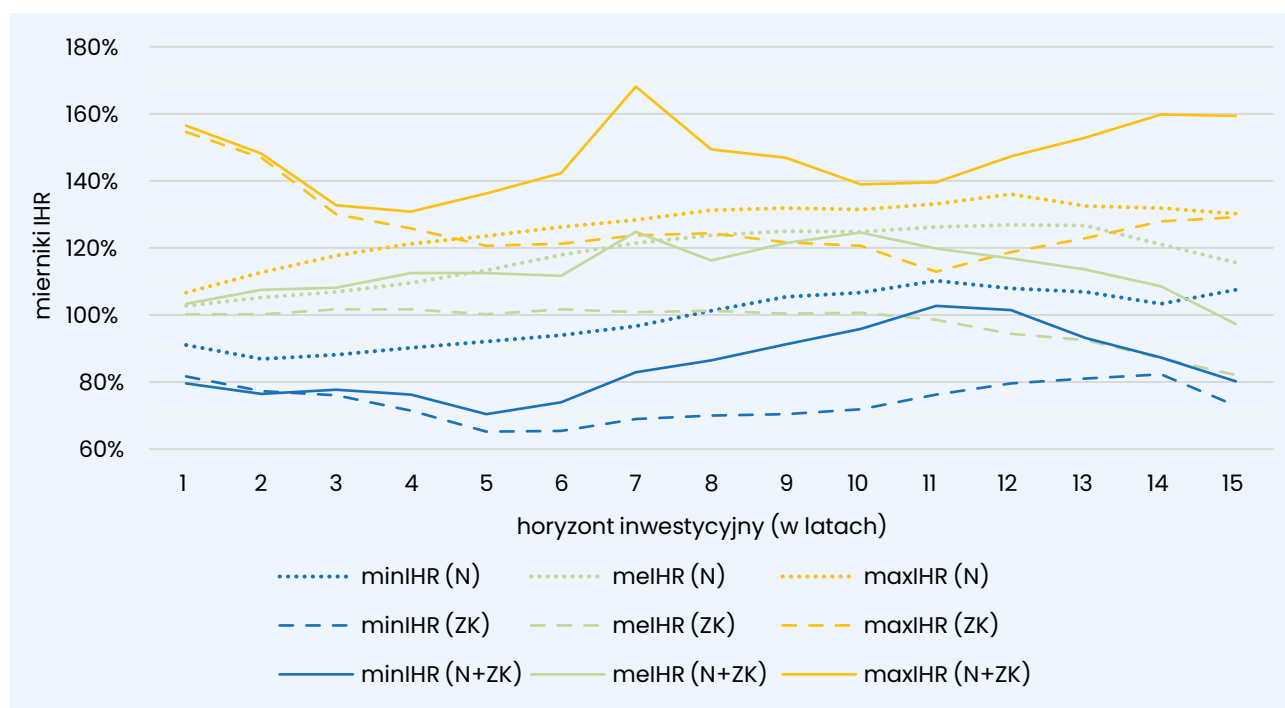
Scenariusz przeciętny – wskazuje całkowitą ochronę kapitału przed inflacją dla większości horyzontów inwestycyjnych w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. W przypadku pozostałych rodzajów inwestycji wartości $meIHR$ dla większości horyzontów przekraczały 110%. Dla inwestycji uwzględniającej oba źródła dochodów analizowany miernik osiągał maksymalnie 125%.



Scenariusz skrajnie pesymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał możliwość utrzymania od 65% do 80% wartości realnej zainwestowanego kapitału. Inwestycja uwzględniająca dodatkowo dochody z najmu w przypadku dwóch horyzontów inwestycyjnych pozwoliła uzyskać całkowite zabezpieczenie kapitału.



Scenariusz skrajnie optymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał stopień zabezpieczenia kapitału ($maxIHR$) na poziomie 113–156%. Zdecydowanie wyższe wartości miernika $maxIHR$ cechowały inwestycję uwzględniającą zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu. Taka inwestycja pozwoliła uzyskać wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału od 31% do 68%.



Wykres 14. Wartości mierników IHR dla Poznania

Źródło: opracowanie własne.

ŁÓDŹ



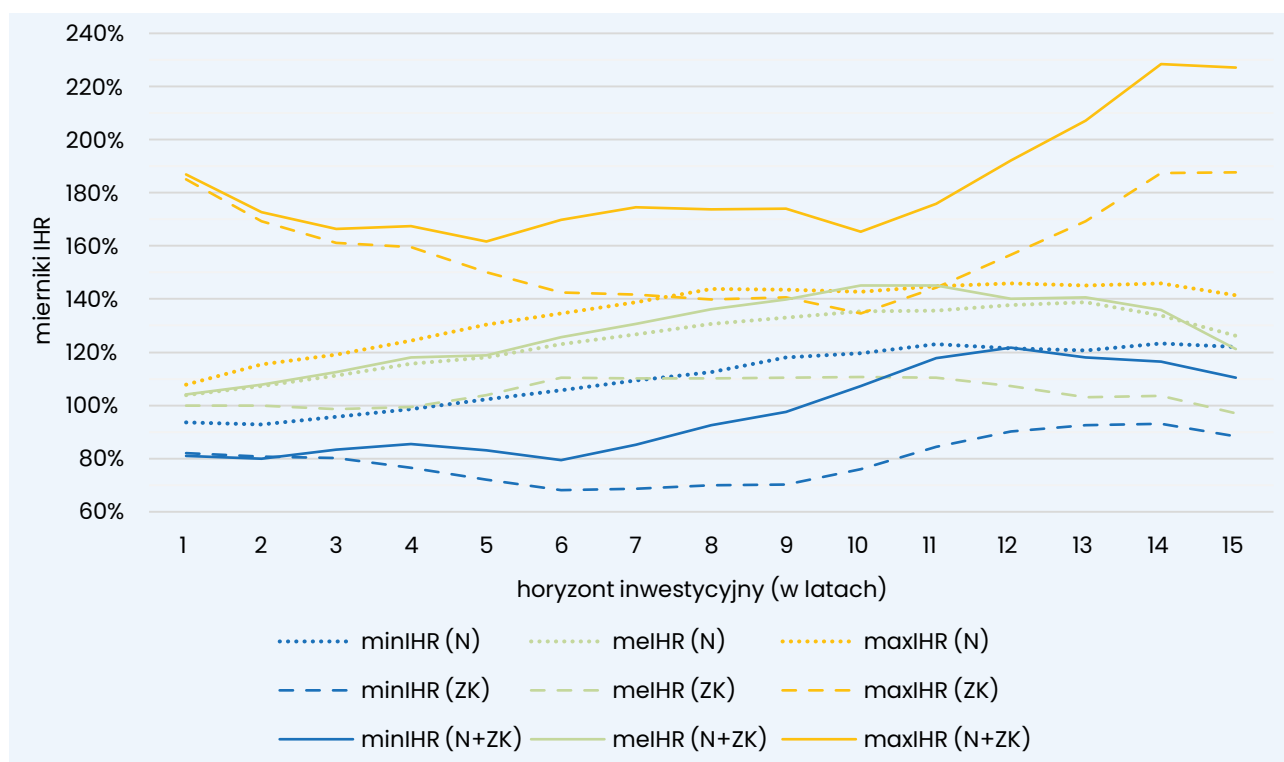
Scenariusz przeciętny – wskazuje całkowitą ochronę kapitału przed inflacją dla prawie wszystkich horyzontów inwestycyjnych w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. W przypadku pozostałych rodzajów inwestycji wartości melHR dla wszystkich horyzontów przekraczały 100%. Dla inwestycji uwzględniającej oba źródła dochodów analizowany miernik osiągał maksymalnie 145%.



Scenariusz skrajnie pesymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał możliwość utrzymania od 68% do 93% wartości realnej zainwestowanego kapitału. Inwestycja uwzględniająca dodatkowo dochody z najmu w przypadku $\frac{1}{3}$ horyzontów inwestycyjnych pozwoliła uzyskać całkowite zabezpieczenie kapitału.



Scenariusz skrajnie optymistyczny – w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy wskazywał stopień zabezpieczenia kapitału (maxIHR) na poziomie 135–188%. Zdecydowanie wyższe wartości miernika maxIHR cechowały inwestycję uwzględniającą zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu. Taka inwestycja pozwoliła uzyskać wzrost wartości realnej zainwestowanego kapitału od 62% do nawet 129%.



Wykres 15. Wartości mierników IHR dla Łodzi

Źródło: opracowanie własne.

Różnice między maxIHR a minIHR

Kolejne pytanie, które może nurtować inwestora, to:

- Czy różnice między scenariuszem optymistycznym (ze względu na moment nabycia i sprzedaży mieszkania) a scenariuszem pesymistycznym były duże?

W tabelach 4-6 zamieszczono różnice między maxIHR a minIHR (w p.p.). Ich poziom można oceniać subiektywnie. Zdaniem autorki raportu można je uznać za duże, zwłaszcza w przypadku inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy oraz inwestycji uwzględniającej oba źródła dochodu.

Tabela 4. Różnice między maxIHR a minIHR (w p.p.) dla inwestycji uwzględniającej dochody z najmu

Horyzont inwestycyjny	Gdańsk	Kraków	Łódź	Poznań	Warszawa	Wrocław
1	16,7	14,9	14,2	15,5	16,3	15,5
2	26,4	23,4	22,6	25,8	25,9	24,1
3	29,6	26,5	23,6	29,6	29,6	26,1
4	32,4	29,0	25,8	31,0	33,0	27,8
5	35,4	29,6	28,0	31,5	34,0	27,8
6	36,5	29,7	29,1	32,4	35,6	29,4
7	39,4	32,2	29,5	31,7	35,7	31,6
8	31,7	35,9	31,3	30,0	34,1	28,4
9	24,5	30,8	25,6	26,4	28,0	27,1
10	15,2	23,8	23,1	24,8	24,9	20,6
11	15,7	21,0	21,7	23,0	21,5	20,4
12	23,1	21,6	24,4	28,3	24,3	22,4
13	32,6	27,8	24,4	25,7	24,9	23,8
14	33,9	25,8	22,7	28,6	22,7	27,0
15	36,3	30,6	19,4	22,9	19,8	24,2

Źródło: (Dittmann, 2025).

Tabela 5. Różnice między maxIHR a minIHR (w p.p.) dla inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy

Horyzont inwestycyjny	Gdańsk	Kraków	Łódź	Poznań	Warszawa	Wrocław
1	55,0	36,6	103,1	73,0	57,3	44,9
2	55,2	43,8	88,7	69,7	49,6	41,1
3	52,9	42,1	80,9	54,1	40,6	44,6
4	63,5	49,2	83,1	54,3	41,6	52,0
5	73,9	56,9	78,0	55,6	45,3	66,2
6	79,1	65,6	74,5	55,8	52,4	73,5
7	79,2	65,0	73,0	54,8	51,8	76,4
8	76,3	64,9	70,0	54,4	55,1	75,2
9	69,9	60,9	70,5	51,2	47,4	74,5
10	53,3	57,3	58,6	48,8	39,2	70,8
11	46,6	50,9	60,0	36,6	34,5	54,6
12	35,4	38,5	66,5	39,3	27,1	42,2
13	42,3	26,7	76,6	41,9	34,1	32,6
14	51,2	22,2	94,3	45,6	33,9	22,9
15	54,5	28,4	99,5	56,3	47,0	27,8

Źródło: (Dittmann, 2025).

Tabela 6. Różnice między maxIHR a minIHR (w p.p.) dla inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy i dochody z najmu

Horyzont inwestycyjny	Gdańsk	Kraków	Łódź	Poznań	Warszawa	Wrocław
1	66,3	38,0	106,0	76,9	69,1	45,1
2	64,6	52,4	92,9	71,6	61,8	45,3
3	63,8	52,2	83,1	55,1	48,5	53,4
4	83,2	61,7	82,2	54,6	49,7	60,0
5	98,9	78,7	78,6	66,0	60,7	80,1
6	107,1	84,9	90,5	68,3	68,7	89,9
7	107,4	85,9	89,4	85,4	69,4	91,4
8	103,6	84,3	81,3	63,0	67,6	86,3
9	90,1	81,6	76,5	55,7	54,9	75,7
10	63,9	64,9	58,2	43,1	40,8	59,8
11	48,4	58,9	58,3	36,9	31,3	43,8
12	47,3	54,2	70,4	46,0	36,0	37,4
13	70,3	37,3	89,3	59,8	53,2	25,5
14	83,4	38,5	112,1	72,5	54,7	30,4
15	88,9	56,8	116,6	79,2	66,8	46,4

Źródło: (Dittmann, 2025).

5 Lokalne rynki mieszkaniowe – raczej podobne czy różne pod względem potencjału ochrony siły nabywczej?

Aby porównać miasta pod względem stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją, sporządzono odpowiednie wykresy oraz obliczono współczynniki zróżnicowania i rozstępy (niezamieszczone w raporcie, zob. Dittmann, 2025).

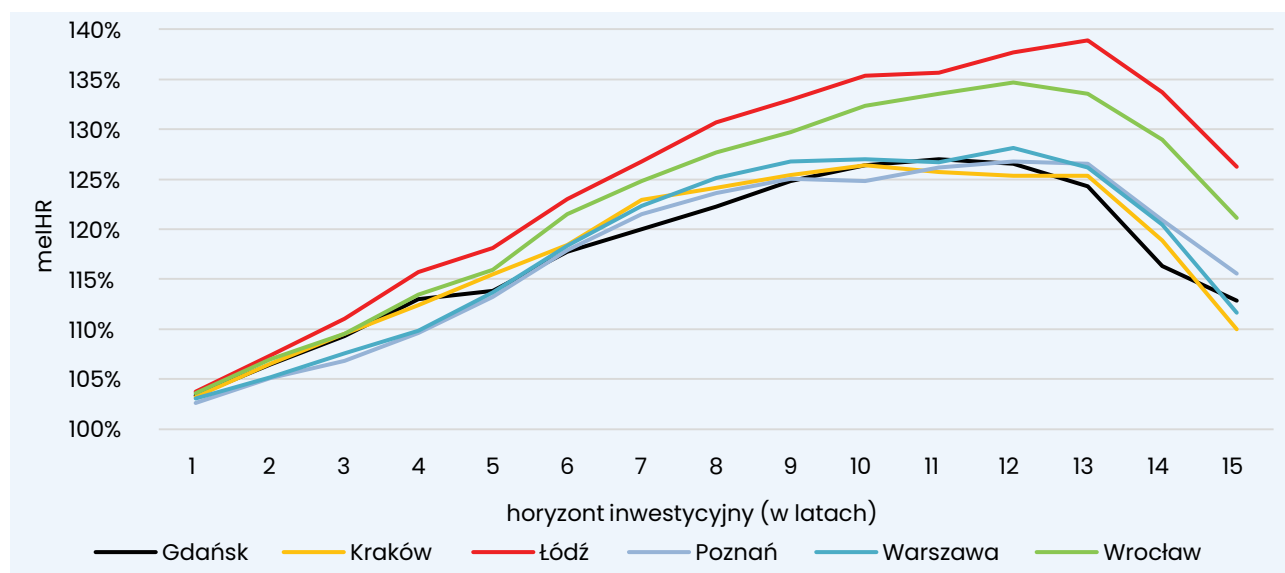
Szansa na całkowite zabezpieczenie kapitału przed inflacją

W przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu** (wykres 7) oraz **inwestycji uwzględniającej zarówno zysk kapitałowy, jak i dochody z najmu** (wykres 9) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazały na niskie zróżnicowanie badanych miast pod względem chiHR. Podobnie obliczone wartości rozstępów – pokazujące różnice między najlepszym a najgorszym miastem pod względem chiHR – w przypadku większości horyzontów inwestycyjnych uznano za stosunkowo małe. Na tej podstawie stwierdzono generalnie małe znaczenie wyboru rynku lokalnego dla szansy na całkowite zabezpieczenie kapitału przed inflacją.

W przypadku **inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy** (wykres 8) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazują na niskie zróżnicowanie rynków lokalnych pod względem chiHR dla krótszych i średnich horyzontów inwestycyjnych oraz na przeciętne lub silne zróżnicowanie dla najdłuższych horyzontów inwestycyjnych. Na tej podstawie stwierdzono, iż wybór rynku lokalnego może mieć mniejsze lub większe znaczenie dla szansy na całkowite zabezpieczenie kapitału przed inflacją, w zależności od horyzontu inwestycyjnego.

Scenariusz przeciętny

W przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu** (wykres 16) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazały na niskie zróżnicowanie badanych miast pod względem melHR. Podobnie obliczone wartości rozstępów, pokazujące różnice między najlepszym a najgorszym miastem pod względem melHR, w przypadku większości horyzontów inwestycyjnych uznano za stosunkowo małe. Na tej podstawie stwierdzono niewielkie znaczenie wyboru rynku lokalnego dla przeciętnego stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją.

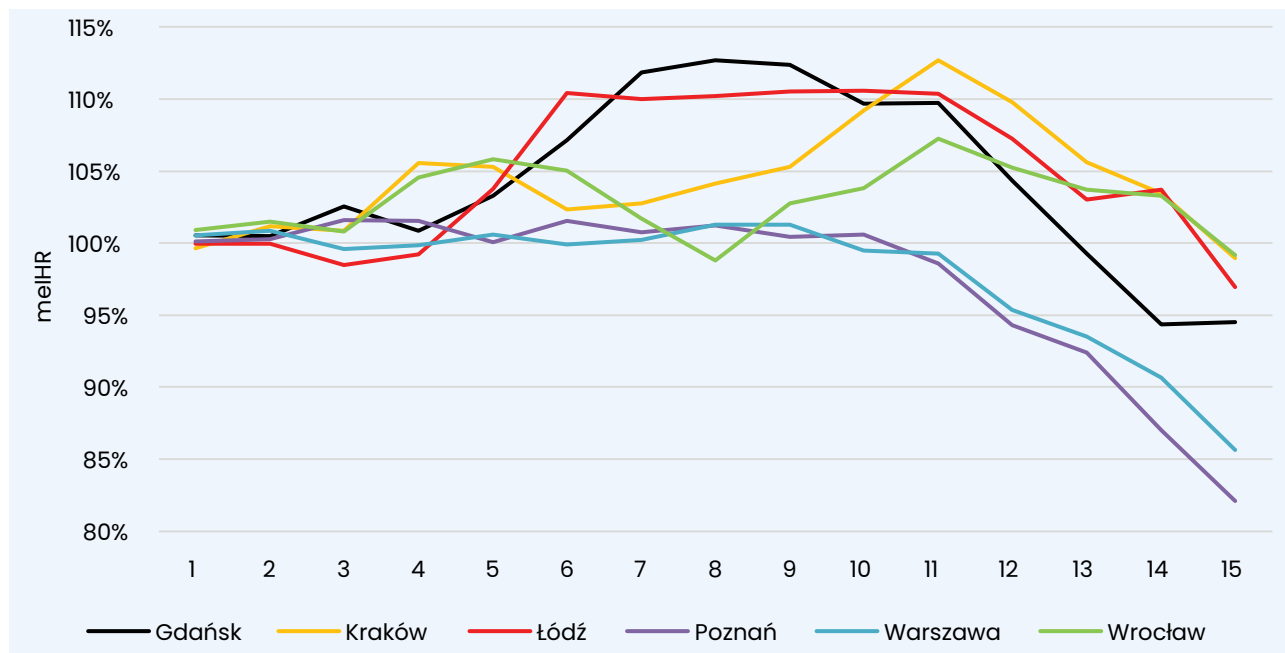


Wykres 16. Wartości miernika melHR – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu

Źródło: opracowanie własne.

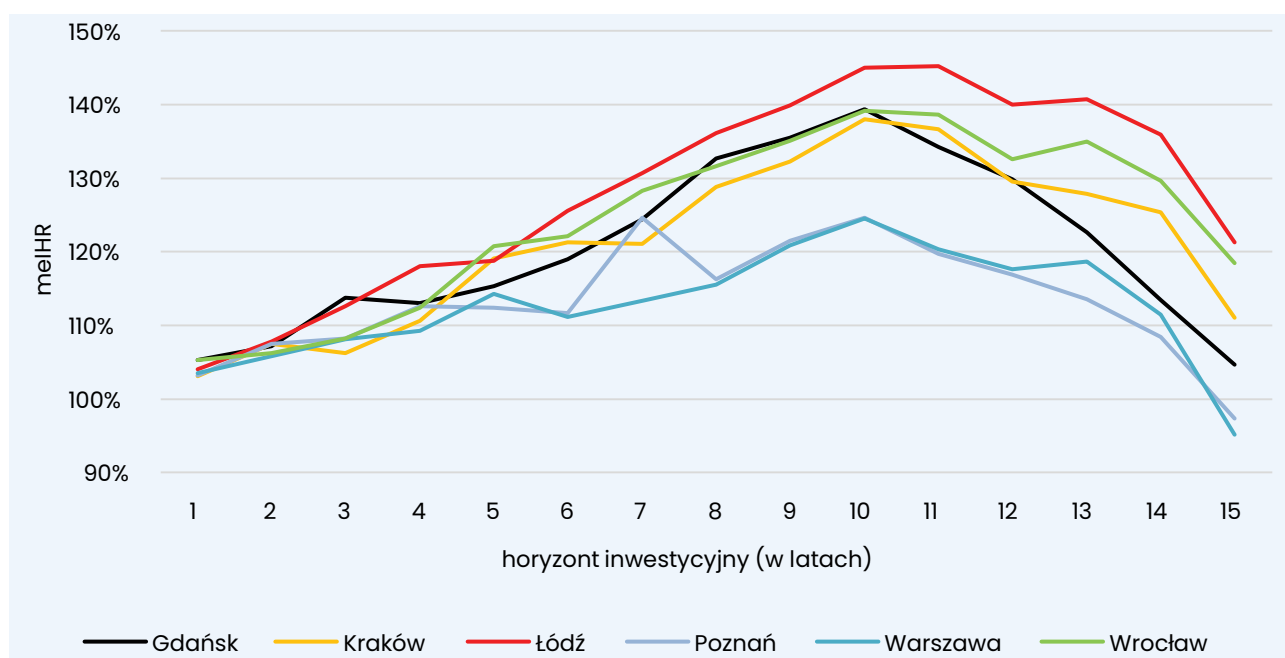
W przypadku **inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy** (wykres 17) oraz w przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu i zysk kapitałowy** obliczone współczynniki zróżnicowania wskazały

na niskie zróżnicowanie badanych miast pod względem melHR. Oznacza to generalnie niewielkie znaczenie wyboru rynku lokalnego dla przeciętnego stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją. Jednak wartości rozstępów – w zależności od horyzontu inwestycyjnego – wskazują na mniejsze lub większe różnice w przeciętnym stopniu zabezpieczenia kapitału w przypadku najlepszych i najgorszych miast.



Wykres 17. Wartości miernika melHR – inwestycja uwzględniająca zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.



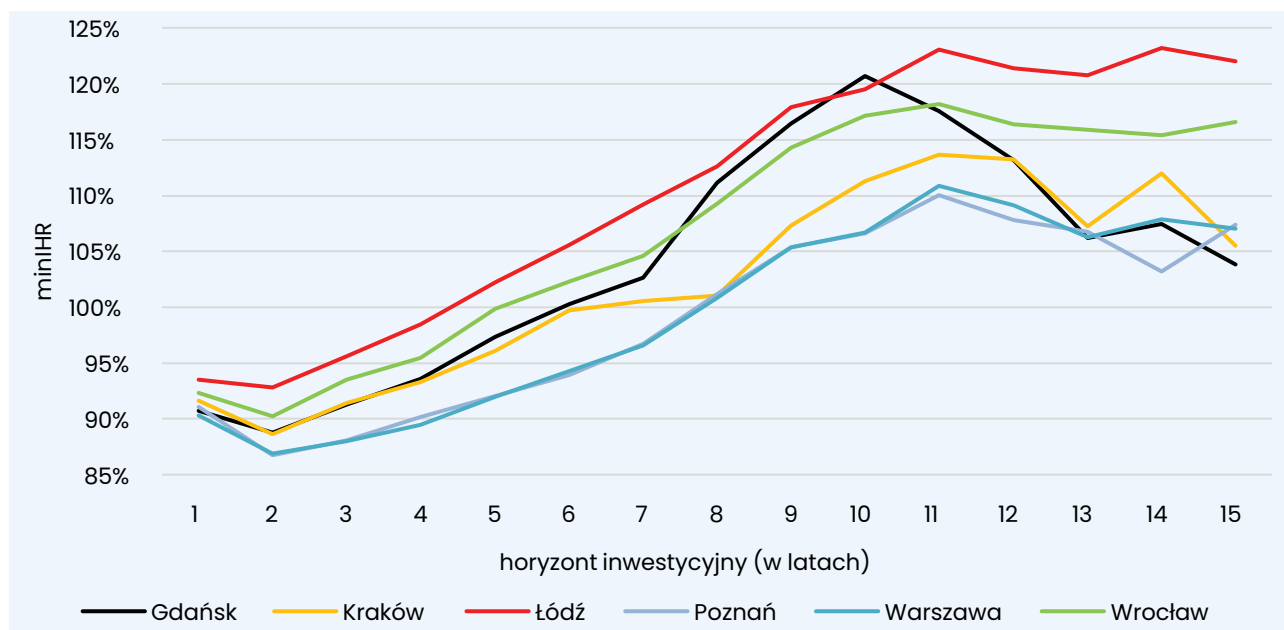
Wykres 18. Wartości miernika melHR – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.

Scenariusz pesymistyczny

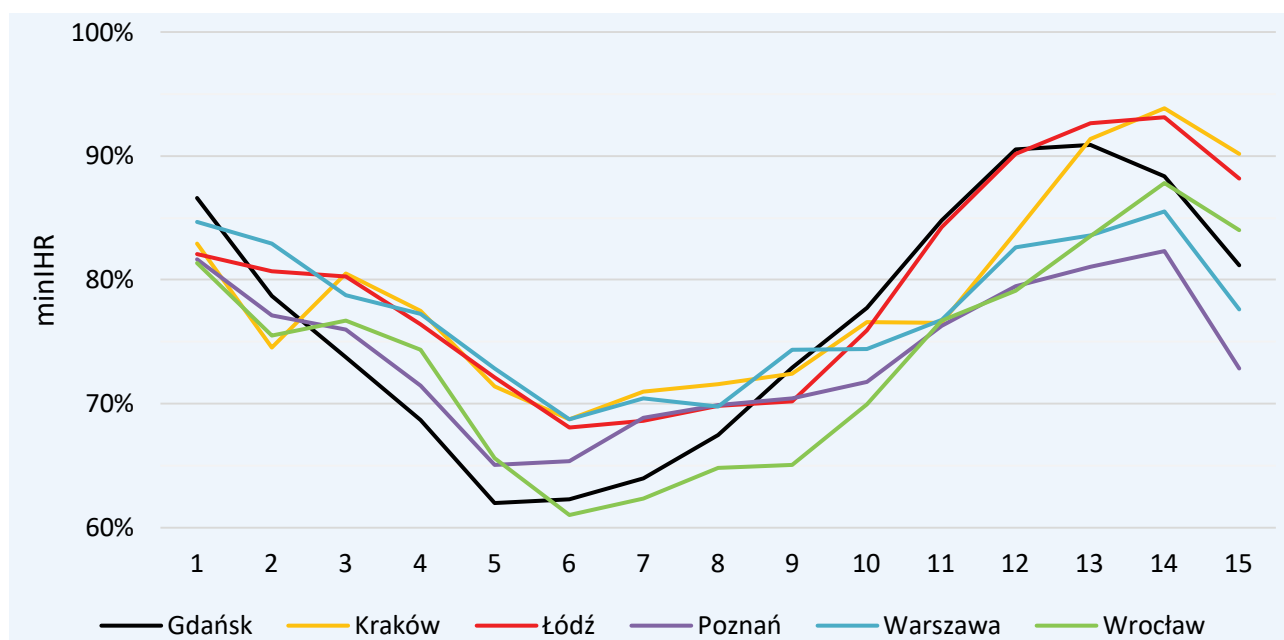
W przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu** (wykres 19) oraz **inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy** (wykres 20) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazały na niskie zróżnicowanie badanych miast pod względem minlHR. Podobnie obliczone wartości rozstępów, pokazujące różnice

między najlepszym a najgorszym miastem pod względem minIHR, w przypadku większości horyzontów inwestycyjnych uznano za stosunkowo małe. Na tej podstawie stwierdzono generalnie niewielkie znaczenie wyboru rynku lokalnego dla minimalnego stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją.



Wykres 19. Wartości miernika minIHR – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu

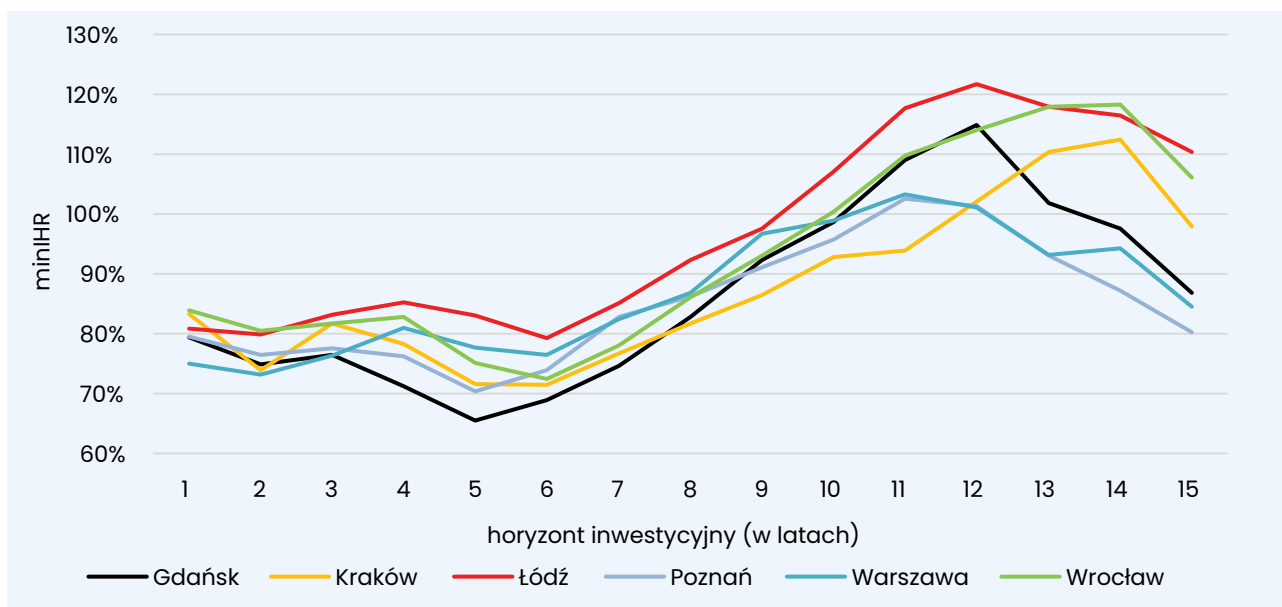
Źródło: opracowanie własne.



Wykres 20. Wartości miernika minIHR – inwestycja uwzględniająca zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu i zysk kapitałowy** (wykres 21) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazały na niskie zróżnicowanie badanych miast pod względem minIHR. Oznacza to generalnie niewielkie znaczenie wyboru rynku lokalnego dla minimalnego stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją. Jednak wartości rozstępów – w zależności od horyzontu inwestycyjnego – wskazują na mniejsze lub większe różnice w minimalnym stopniu zabezpieczenia kapitału w przypadku najlepszych i najgorszych miast.

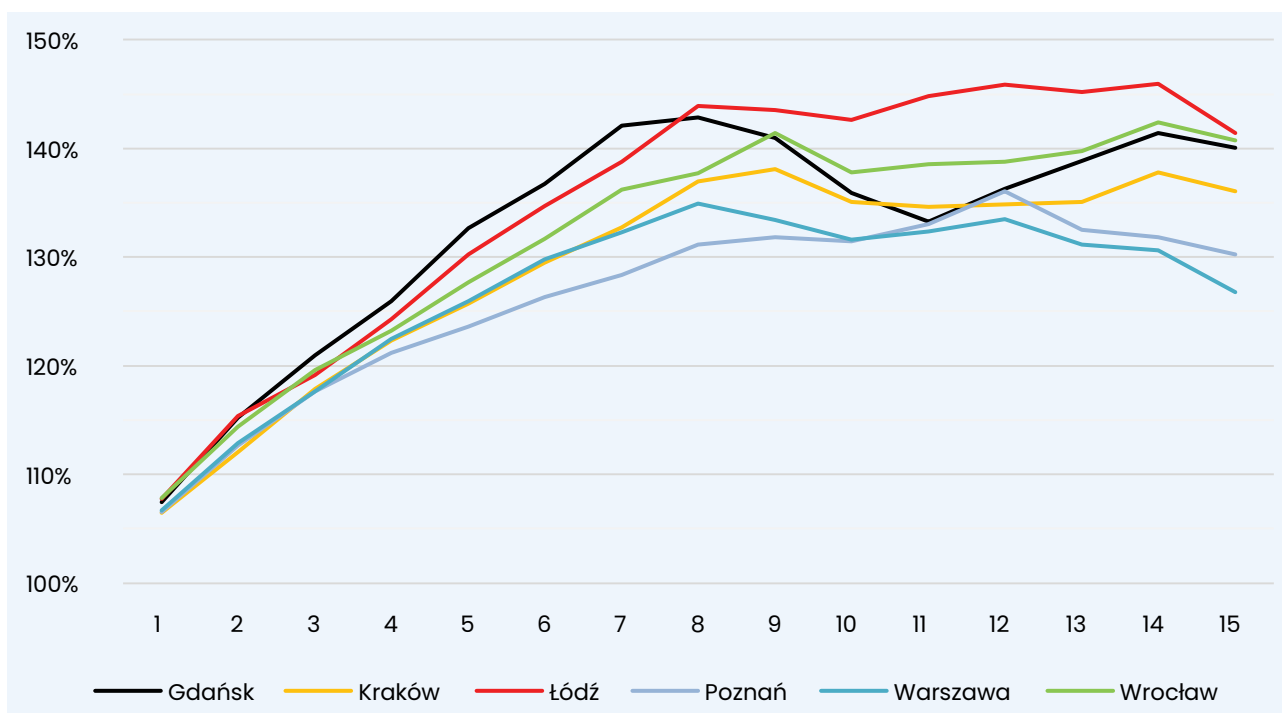


Wykres 21. Wartości miernika minIHR – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.

Scenariusz optymistyczny

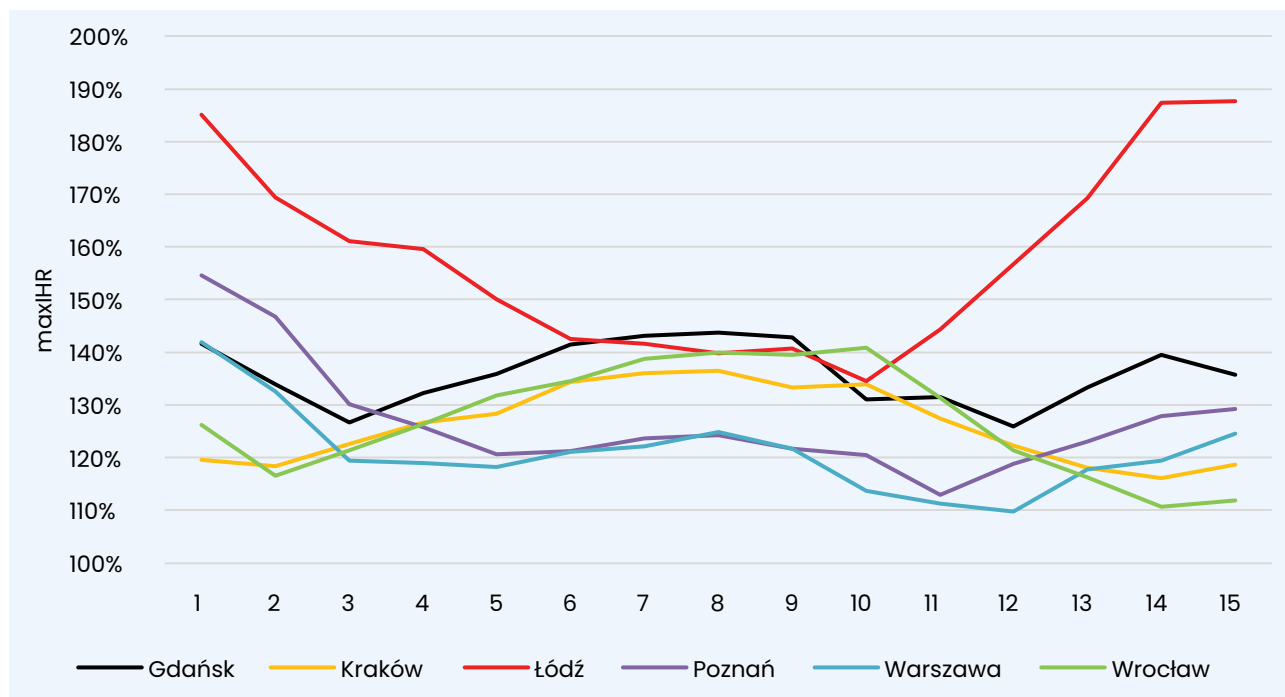
W przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu** (wykres 22) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazały na niskie zróżnicowanie badanych miast pod względem maxIHR. Podobnie obliczone wartości rozstępów – pokazujące różnice między najlepszym a najgorszym miastem pod względem maxIHR – w przypadku większości horyzontów inwestycyjnych uznano za stosunkowo małe. Na tej podstawie stwierdzono generalnie niewielkie znaczenie wyboru rynku lokalnego dla stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją.



Wykres 22. Wartości miernika maxIHR – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu

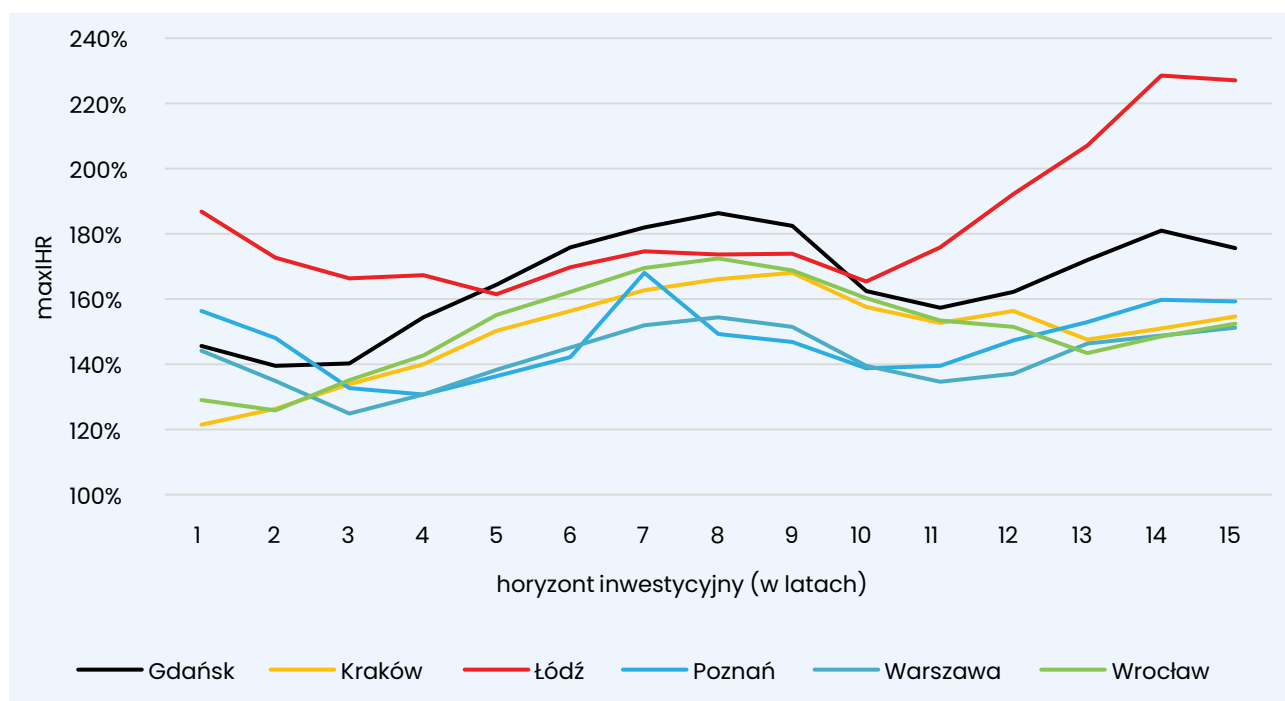
Źródło: opracowanie własne.

W przypadku **inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy** (wykres 23) oraz w przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu i zysk kapitałowy** (wykres 24) obliczone współczynniki zróżnicowania wskazują na niskie zróżnicowanie rynków lokalnych pod względem maxIHR. Może to wskazywać na generalnie niewielkie znaczenie wyboru rynku inwestycyjnego dla maksymalnego stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją. Jednak obliczone wartości rozstępów uznano za duże. Wskazuje to na istniejące duże różnice w maksymalnym stopniu zabezpieczenia kapitału w przypadku najlepszych i najgorszych miast.



Wykres 23. Wartości miernika maxIHR – inwestycja uwzględniająca zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.



Wykres 24. Wartości miernika maxIHR – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Źródło: opracowanie własne.

6 Ranking rynków mieszkaniowych

Ponieważ w przypadku niektórych mierników stopnia zabezpieczenia kapitału (zob. poprzedni punkt) stwierdzono występowanie znacznych różnic między najlepszymi a najgorszymi miastami, inwestor może być zainteresowany poniższymi zagadnieniami.

- Czy dla każdego horyzontu inwestycyjnego te same rynki lokalne były najlepsze lub najgorsze ze względu na stopień zabezpieczenia kapitału przed inflacją?
- Czy dla każdego miernika stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją te same rynki lokalne były najlepsze lub najgorsze?
- Który rynek był przeciętnie najlepszy, a który był przeciętnie najgorszy ze względu na stopień zabezpieczenia kapitału przed inflacją?

Stwierdzono, iż:

- W przypadku **inwestycji uwzględniającej dochody z najmu** jedynie dla przeciętnego stopnia zabezpieczenia ($meIHR$) można zidentyfikować najlepsze, bez względu na horyzont inwestycyjny, rynki lokalne. Są nimi Łódź i Wrocław. Ponadto dla minimalnego stopnia zabezpieczenia ($minIHR$) jako najlepszy (poza jednym horyzontem) rynek inwestycyjny można wskazać Łódź. Natomiast dla maksymalnego stopnia zabezpieczenia ($maxIHR$) nie można jednoznacznie (tj. bez względu na horyzont inwestycyjny) zidentyfikować najlepszego rynku inwestycyjnego. Rynkami o najniższych wartościach mierników $minIHR$ i $maxIHR$ najczęściej były Warszawa i Poznań.
- W przypadku **inwestycji uwzględniającej zysk kapitałowy** oraz **inwestycji uwzględniającej zarówno dochody z najmu, jak i zysk kapitałowy** miasta identyfikowane jako rynki lokalne o najwyższych wartościach mierników stopnia zabezpieczenia zmieniały się w zależności od horyzontu inwestycyjnego. Najczęściej najwyższe wartości mierników cechowały Łódź, natomiast rynkami o najniższych wartościach najczęściej (choć nie dla każdego miernika) były Warszawa i Poznań.
- Często (choć nie w każdym przypadku) te same miasta były najlepsze lub najgorsze bez względu na zastosowany miernik stopnia zabezpieczenia kapitału.

Ranking finalny miast (uwzględniający wszystkie horyzonty i trzy mierniki) sporządzony dla inwestycji uwzględniającej dochody z najmu i zysk kapitałowy przedstawiono w tab. 7. Pierwsze miejsce zajęła w nim Łódź, drugie – Wrocław, trzecie – Gdańsk (który zajmował najbardziej zróżnicowane pozycje w rankingach częściowych). Kolejnym miastem był Kraków, na ostatniej pozycji uplasowały się Warszawa i Poznań.

Tabela 7. Ranking finalny miast – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu i zysk kapitałowy

Miasto	Pozycja w rankingach częściowych			Ranking finalny
	$minIHR$	$meIHR$	$maxIHR$	
Gdańsk	6	3	2	3
Kraków	4	4	4	4
Łódź	1	1	1	1
Poznań	5	5	5	5
Warszawa	3	6	6	5
Wrocław	2	2	3	2

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Dittmann, 2025).

7 Czy dłuższy horyzont inwestycji przekłada się na większy stopień zabezpieczenia?

Horyzont inwestycyjny jest ważnym elementem oceny odpowiedniości inwestycji dla inwestora. W przypadku inwestycji o wysokim poziomie ryzyka (np. na rynku akcji) standardowo rekomendowany jest dłuższy horyzont inwestycyjny niż w przypadku inwestycji o niższym poziomie ryzyka (np. w ramach funduszy rynku pieniężnego).

Planując inwestycje na rynku mieszkań, inwestor może zastanawiać się:

- Czy stopień zabezpieczenia kapitału na poszczególnych rynkach mieszkaniowych był znacząco różny w zależności od horyzontu inwestycyjnego?
- Czy istnieje zależność między horyzontem inwestycyjnym a stopniem zabezpieczenia kapitału przed inflacją, a jeśli tak, to jaka?
- Czy wydłużanie horyzontu inwestycyjnego skutkuje wyższym stopniem zabezpieczenia?

W odniesieniu do pierwszego pytania na podstawie badań przeprowadzonych z użyciem współczynnika zróżnicowania stwierdzono, iż horyzont inwestycyjny miał przeciętnie niewielkie znaczenie dla stopnia zabezpieczenia kapitału. Z drugiej jednak strony, analizując różnice między „najlepszymi horyzontami” (tj. o najwyższych wartościach mierników) a „najgorszymi horyzontami” (tj. o najniższych wartościach mierników), uznano, iż są one znaczące z punktu widzenia inwestora.

Wyniki badań mające na celu uzyskanie odpowiedzi na kolejne pytania okazały się niejednoznaczne. Wydłużanie horyzontu inwestycyjnego, w zależności od miernika, miasta i rodzaju inwestycji, przynosiło różne rezultaty. Ocena wzrokowa wykresów (7–9 oraz 16–24) pozwoliła na wstępną ocenę badanego zjawiska, które następnie zostało poddane szczegółowej analizie z wykorzystaniem modeli regresji (zob. Dittmann, 2025). Stwierdzono, iż w przypadku inwestycji uwzględniającej dochody z najmu dla większości horyzontów inwestycyjnych przeważała tendencja wzrostowa stopnia zabezpieczenia kapitału. Jednak w przypadku inwestycji uwzględniającej oba źródła kapitału potwierdzono występowanie zarówno pozytywnej, jak i negatywnej zależności między długością horyzontu inwestycyjnego a miernikami stopnia zabezpieczenia. Spadek stopnia zabezpieczenia wraz z wydłużaniem horyzontu inwestycyjnego pojawiał się najczęściej w przypadku inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy.

8 Zysk kapitałowy czy dochody z najmu – co w większym stopniu zabezpieczało kapitał przed inflacją?

Porównanie dochodu z najmu z zyskiem kapitałowym pod względem potencjału ochrony wartości realnej kapitału zainwestowanego na rynku mieszkań przeprowadzono na podstawie oceny wzrokowej wykresów 7–15 oraz obliczonych różnic między wartościami mierników IHR dla obu rodzajów inwestycji (gdzie: N – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu, ZK – inwestycja uwzględniająca zysk kapitałowy) (zob. Dittmann, 2025).

Szansa na nieujemną realną stopę zwrotu

Szansa na nieujemną realną stopę zwrotu ($chiHR$) obliczona dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie dochody z najmu (tj. bez uwzględnienia zmian realnej wartości zainwestowanego kapitału) przyjmowała zdecydowanie wyższe wartości niż szansa na nieujemną realną stopę zwrotu obliczona dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. Różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami $chiHR$ (N) a $chiHR$ (ZK) w przypadku każdego rynku inwestycyjnego uznano za duże dla większości horyzontów inwestycyjnych.

Minimalny stopień zabezpieczenia kapitału

Minimalny stopień zabezpieczenia kapitału (miniIHR) obliczony dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie dochody z najmu cechowały wyższe wartości niż minimalny stopień zabezpieczenia kapitału obliczony dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. Różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami miniIHR (N) a miniIHR (ZK) w przypadku każdego rynku inwestycyjnego uznano za znaczące lub duże dla większości horyzontów inwestycyjnych.

Przeciętny stopień zabezpieczenia kapitału

Przeciętny stopień zabezpieczenia kapitału obliczony dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie dochody z najmu cechowały wyższe wartości niż przeciętny stopień zabezpieczenia kapitału obliczony dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. Różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami meIHR (N) a meIHR (ZK) były jednak niższe niż w przypadku minimalnego stopnia zabezpieczenia kapitału.

Maksymalny stopień zabezpieczenia kapitału

Dla tego miernika nie występuje, zidentyfikowana dla mierników miniIHR i meIHR , dominacja dochodów z najmu nad zyskiem kapitałowym w kreowaniu zabezpieczenia kapitału przed inflacją. Różnice pomiędzy maxIHR (N) a maxIHR (ZK) w przypadku niektórych horyzontów inwestycyjnych są dodatnie, w przypadku zaś innych – ujemne. Nie jest zatem możliwe jednoznaczne wskazanie przewagi dochodów z najmu nad zyskiem kapitałowym bądź odwrotnie.

Podsumowując, należy stwierdzić, iż dochody z najmu w większym stopniu zabezpieczały kapitał przed inflacją niż zysk kapitałowy.

9 W jakiej mierze dochody z najmu modyfikowały stopień zabezpieczenia kapitału w stosunku do inwestycji polegającej na uwzględnieniu wyłącznie zysku kapitałowego?

Porównanie inwestycji uwzględniającej zarówno dochód z najmu, jak i zysk kapitałowy z inwestycją uwzględniającą wyłącznie zysk kapitałowy pod względem potencjału ochrony wartości realnej kapitału zainwestowanego na rynku mieszkań przeprowadzono na podstawie oceny wzrokowej wykresów 7–15 oraz obliczonych różnic między wartościami mierników IHR dla obu rodzajów inwestycji (zob. Dittmann, 2025; gdzie: (N) – inwestycja uwzględniająca dochody z najmu, (ZK + N) – inwestycja uwzględniająca zysk kapitałowy).

Szansa na nieujemną realną stopę zwrotu

Szansę na nieujemną realną stopę zwrotu, obliczoną dla inwestycji uwzględniającej zarówno dochody z najmu, jak i zysk kapitałowy, cechowały wyższe wartości niż szansę obliczoną dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. Największa średnia różnica bezwzględna cechowała Warszawę (ok. 33 p.p.), najniższa – Gdańsk (ok. 23 p.p.). Różnice względne kształtowały się średnio od 42% (Kraków) do 119% (Warszawa).

Podsumowanie: różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami chiHR (ZK+N) a chiHR (ZK), w zależności od miasta i horyzontu inwestycyjnego, uznano za znaczące lub małe z punktu widzenia inwestora.

Minimalny stopień zabezpieczenia kapitału

Minimalny stopień zabezpieczenia kapitału obliczony dla inwestycji uwzględniającej zarówno dochody z najmu, jak i zysk kapitałowy w przypadku prawie wszystkich horyzontów (poza najkrótszymi) cechowały wyższe wartości niż minimalny stopień zabezpieczenia kapitału obliczony dla inwestycji uwzględniającej wyłącznie zysk kapitałowy. Największe średnie różnice cechowały Wrocław (19,5 p.p.) i Łódź (17,7 p.p.), najniższa – Kraków (8,8 p.p.). Różnice względne kształtowały się średnio od 11% (Kraków) do 26% (Wrocław).

Podsumowanie: różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami $minIHR(N)$ a $minIHR(ZK)$, w zależności od miasta i horyzontu inwestycyjnego, można uznać za stosunkowo niewielkie lub znaczące.

Przeciętny stopień zabezpieczenia kapitału

Różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami $meIHR(ZK+N)$ a $meIHR(ZK)$ w przypadku każdego miasta dla większości horyzontów były większe niż w przypadku minimalnego stopnia zabezpieczenia kapitału. Największe średnie różnice bezwzględne cechowały Łódź (ok. 23 p.p.) i Wrocław (ok. 21 p.p.), najniższa – Warszawę (ok. 15 p.p.). Różnice względne kształtowały się średnio od 15% (Warszawa) do 22% (Łódź).

Podsumowanie: w zależności od miasta oraz horyzontu dochody z najmu w różnej mierze podwyższały przeciętny stopień zabezpieczenia kapitału w stosunku do inwestycji polegającej na uwzględnieniu wyłącznie zysku kapitałowego.

Maksymalny stopień zabezpieczenia kapitału

Różnice – zarówno bezwzględne, jak i względne – między wartościami $maxIHR(ZK+N)$ a $maxIHR(ZK)$ w przypadku każdego miasta były większe niż w przypadku minimalnego oraz przeciętnego stopnia zabezpieczenia kapitału. Największa średnia różnica bezwzględna cechowała Gdańsk (ok. 30 p.p.), najniższa – Poznań (ok. 20 p.p.). Różnice względne kształtowały się średnio od 16% (Łódź) do 22% (Gdańsk).

Podsumowanie: dochody z najmu w znacznej mierze podwyższały maksymalny stopień zabezpieczenia kapitału w stosunku do inwestycji polegającej na uwzględnieniu wyłącznie zysku kapitałowego.

Podsumowanie

Potencjał nieruchomości mieszkaniowych w Polsce jako inwestycji zabezpieczających kapitał przed inflacją należy ocenić pozytywnie. We wszystkich badanych miastach inwestycje uwzględniające zarówno dochody z najmu, jak i zysk kapitałowy oferowały wysoki poziom zabezpieczenia przed inflacją. Jednak inwestycje przynoszące wyłącznie zyski kapitałowe (czyli nieruchomości niewynajmowane) również pozwalały osiągnąć atrakcyjny poziom ochrony siły nabywczej kapitału.

Ograniczenia niniejszego badania (wynikające z wykorzystanych danych i przyjętych założeń) były następujące:

- W obliczeniach nie uwzględniono (poza podatkiem od dochodów z najmu i sprzedaży nieruchomości) kosztów poniesionych w związku z nabyciem czy sprzedażą nieruchomości i zarządzaniem nią (m.in. remontów, modernizacji, taksy notarialnej, opłaty za wpis do księgi wieczystej, prowizji dla pośrednika itp.). Ich uwzględnienie obniżyłoby stopy zwrotu, co przełożyłoby się na niższe wartości mierników stopnia zabezpieczenia. Nie uwzględniono reinwestycji dochodów z wynajmu ani ryzyka niepłacenia najemcy.
- Przyjęty okres badawczy wynika z dostępności danych dotyczących rynków mieszkaniowych w Polsce publikowanych przez NBP (lata 2006–2023). Obejmuje on kilka faz cyklu na rynku mieszkań. Z długością okresu badawczego związany jest wybór 15-letniego horyzontu inwestycyjnego jako najdłuższego z badanych.
- W przeprowadzonych analizach wykorzystano dane z bazy NBP będące uśrednionymi danymi kwartalnymi, co mogło wpłynąć na uzyskane wyniki.
- Według Trojanka i in. (2022) między datą transakcji a wprowadzeniem danych do Rejestru Cen Nieruchomości w Warszawie występuje znaczne opóźnienie; może to dotyczyć zatem także danych z bazy NBP.

Bibliografia

- Anari, A. i Kolari, J. (2002). House Prices and Inflation. *Real Estate Economics*, 30(1), 67–84.
- Arnold, S. i Auer, B. R. (2015). What Do Scientists Know about Inflation Hedging? *North American Journal of Economics and Finance Review*, (34), 187–214.
- Case, K. E. i Shiller, R. J. (1988). The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets. *New England Economic Review*, (Sept. /Oct.), 45–56.
- Dittmann, I. (2025). Ocena stopnia zabezpieczenia kapitału przed inflacją na rynku inwestycji mieszkaniowych w Polsce. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Essafi Zouari, Y. i Nasreddine, A. (2023). Housing in the Greater Paris Area as an Inflation Hedge? *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 17(3), 837–858.
- Trojanek, R., Hill, R., Pfeifer, N. i Steurer, M. (2024). Warning: Improving the Timeliness of House Price Indices Using Online Listing Data. *The Review of Income and Wealth*, 70(2), 320–344.

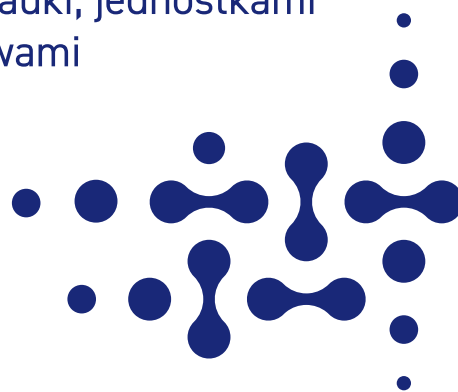


UNIWERSYTET
EKONOMICZNY
we Wrocławiu

IMPAKT DOLNY ŚLĄSK

THINK TANK UNIWERSYTETU
EKONOMICZNEGO WE WROCŁAWIU

- Diagnozujemy wyzwania i dostarczamy analizy o szczególnym znaczeniu dla społeczności Wrocławia, Dolnego Śląska i Polski
- Inicjujemy dyskusje na tematy gospodarcze
- Kreujemy rozwiązania w obszarze transferu wiedzy pomiędzy sektorem nauki, jednostkami publicznymi i przedsiębiorstwami



REDAKCJA

Menedżer Think Tanku

dr Małgorzata Gałęcka

Koordynator ds. marki

Jan Jakub Cendrowski

Redaktor naczelny czasopisma Impakt Dolny Śląsk

dr Aleksandra Burdukiewicz

Przewodniczący Rady Impakt Dolny Śląsk – Think Tanku

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

dr hab. Bogusław Półtorak, prof. UEW

Członkowie Rady Impakt Dolny Śląsk

dr hab. Bogusław Półtorak, prof. UEW – przewodniczący

prof. dr hab. Bogusława Drelich-Skulska

dr hab. Bartłomiej Nita, prof. UEW

prof. dr hab. Marek Kośny

dr Marek Ignor – Ogólnopolskie Stowarzyszenie Regionalnych
Funduszy Rozwoju

Tomasz Szpikowski – przedstawiciel przedsiębiorców

Malwina Wrotniak – finansistka i dziennikarka ekonomiczna

Ałła Witwicka-Dudek – Centrum Współpracy z Biznesem

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

<https://thinktank.ue.wroc.pl/>

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

53-345 Wrocław, ul. Komandorska 118/120

www.wydawnictwo.uew.pl

Zdjęcia z zasobów uczelni

Praca opublikowana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa

Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0).

Skrócona treść licencji na <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl>



ISBN 978-83-68394-33-7

DOI: [10.15611/2025.33.7](https://doi.org/10.15611/2025.33.7)