

1109 10
acta
universitatis
lodziensis

FOLIA OECONOMICA

187

**PODSTAWY FUNKCJONOWANIA
RYNKU NIERUCHOMOŚCI
UJĘCIE TEORETYCZNE**

pod redakcją
Ewy Kucharskiej-Stasiak



WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2005

acta universitatis lodziensis

FOLIA OECONOMICA

187

PODSTAWY FUNKCJONOWANIA RYNKU NIERUCHOMOŚCI UJĘCIE TEORETYCZNE

pod redakcją
Ewy Kucharskiej-Stasiak



2006 781 / 115229

N. chw. 304868



WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2005

AUTORZY

Ewa Kucharska-Stasiak (1.1, 1.2, 2.1, 3.1, 3.4.1, 6.3, 6.4), Zdzisława Ledzion-Trojanowska (3.4.2), Konrad Marchlewski (2.2, 3.2, 3.3), Lechosław Nykiel (4.1, 4.2, 4.3, 4.4, 4.5), Jolanta Wójtowicz-Korycka (5.1, 5.2, 5.3), Magdalena Załączna (2.3, 6.1, 6.2)

REDAKCJA NAUKOWO-DYDAKTYCZNA
„FOLIA OECONOMICA”

Krystyna Piotrowska-Marczak, Bogdan Gregor
Anna Krajewska, Jerzy T. Kowaleski, Krystyna Twardowska

REDAKTOR NAUKOWY

Ewa Kucharska-Stasiak

RECENZENT

Leszek Kalkowski

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Ewa Siwińska

REDAKTOR TECHNICZNY

Jolanta Kędzierska

KOREKTOR

Danuta Bąk

OKŁADKĘ PROJEKTOWAŁA

Barbara Grzejszczak



© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005

podw. P 23274 /

187.2005

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
2005

Wydanie I. Nakład 110 + 60 egz.
Ark. druk. 12,625. Papier kl. III, 80 g, 70 × 100
Przyjęto do Wydawnictwa UŁ 08.11.2004 r.
Zam. 18/3806/2006. Cena zł 20,-

Drukarnia Uniwersytetu Łódzkiego
90-236 Łódź, ul. Pomorska 143

ISSN 0208-6018

UŁ 281/2006
18.05

WSTĘP

Proces transformacji, który rozpoczął się na przełomie lat 80. i 90., objął wszystkie dziedziny gospodarki, w tym również segment nieruchomości, zmieniając w sposób zasadniczy postrzeganie roli nieruchomości w procesach wzrostu i rozwoju. Powstanie nowej sytuacji gospodarczej zrodziło konieczność stworzenia podstaw teoretycznych i podjęcia badań empirycznych w sferze nieruchomości.

Przedstawiana praca stanowi kolejną pozycję z literatury przedmiotu, którą stworzyło środowisko akademickie uczelni ekonomicznych. W bogatym już nurcie rozważań teoretycznych, podjętych m. in. w Szkole Głównej Handlowej, Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Uniwersytecie Łódzkim, Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Uniwersytecie Warmińsko-Mazurskim i Uniwersytecie w Gdańsku, uwaga skoncentrowana była na warunkach rozwoju rynku nieruchomości, analizie funkcjonowania zachodnich rynków nieruchomości, procesach inwestowania oraz wycenie nieruchomości. Liczne publikacje, wskazują, że powstaje nauka o charakterze interdyscyplinarnym, której korzenie silnie osadzone są w teorii ekonomii i finansów¹.

Przedstawiana praca jest kontynuacją badań prowadzonych wcześniej przez autorów². Stanowi istotne pogłębienie treści dotychczas publikowanych, dotyczących istoty rynku nieruchomości, powiązań tego rynku z gospodarką,

¹ Nie sposób wymienić wszystkich publikacji, warto wskazać niektóre: S. Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001; M. Bryx, *Finansowanie inwestycji mieszkaniowych*, Poltext, Warszawa 2001; M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestowanie w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001; *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, red. M. Bryx, Wydawnictwo i Drukarnia San Set, Warszawa 2001; *Rynek nieruchomości w Polsce*, red. L. Kałkowski, Twigger, Warszawa 2001; *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, IFG SGH, Warszawa 2000.

² Por. m. in. E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, PWN, wyd. II, Warszawa 1999, idem, *Wartość rynkowa nieruchomości*, TWIGGER, Warszawa 2002; *Inwestowanie w nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, VALOR Łódź 1999; *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, Absolwent, Łódź 2000.

naświetlając szczególnie związki z rynkami finansowymi. Nowym elementem jest podjęcie rozważań teoretycznych nad ryzykiem inwestowania na rynku nieruchomości oraz metodami zarządzania tym ryzykiem.

Chociaż praca ma przede wszystkim charakter studium teoretycznego, autorzy podjęli się oceny funkcjonowania rynku nieruchomości w Polsce. W tej części pracy wykorzystano badania Instytutu Rozwoju Miast oraz międzynarodowych firm nieruchomościowych.

Praca skierowana jest głównie do studentów uczelni, w których powołane zostały specjalności z zakresu nieruchomości, a także może zainteresować wszystkich, którzy działają na rynku nieruchomości.

Rozdział 1

RYNEK NIERUCHOMOŚCI I JEGO STRUKTURA

1.1. Definicja rynku nieruchomości

Badanie zjawisk i mechanizmów rynkowych wymaga zrozumienia pojęcia „rynek”. Kategoria ta doczekała się wielu definicji i dość dowolnych interpretacji. Można nawet odnieść wrażenie, że autorzy publikacji nie wykazują zainteresowania na etapie zdefiniowania terminu „rynek”, przytaczając zwykle definicje encyklopedyczne¹. Wśród nich można wyróżnić generalnie dwa nurty:

– pierwszy, przedstawiający formalne ujęcie rynku. Istotą tych definicji jest wskazywanie na czasowo-przestrzenne formy występowania rynku. Rynek definiowany jest jako miejsce, na którym nabywcy i sprzedawcy spotykają się osobiście i chcą dokonać wymiany. We współczesnym świecie takie ujęcie rynku okazuje się niewystarczające. Na wielu obszarach można zaobserwować coraz mniejszy kontakt osobisty pomiędzy uczestnikami rynku;

– drugi, ujmujący istotę rynku od strony społeczno-ekonomicznych stosunków zachodzących między ludnością. Elementem podkreślanym w tym drugim ujęciu jest konieczność występowania stosunków wymiennych pomiędzy kupującym a sprzedającym. Autorzy definicji podkreślają ekonomiczny, a nie tylko społeczny charakter tych stosunków. Ekonomiczny charakter stosunków jest warunkiem istnienia „mechanizmu rynkowego”.

Treścią stosunków wymiennych jest **ujawnianie** przez uczestników rynku zamiarów zawarcia transakcji, wzajemna **konfrontacja** ujawnionych zamiarów i mechanizm **przetargowy**, prowadzący do zawarcia transakcji². Oznacza to, że warunkiem funkcjonowania rynku wcale nie jest sam fakt zawarcia transakcji. Pojęcie rynku jest szersze, obejmuje ono nie tylko stosunki wymiany, których finalnym składnikiem są transakcje kupna-sprzedaży, ale również ujawnienie samego zamiaru uczestnictwa w nich bądź też przystąpienie do negocjacji. Treścią stosunków wymiany są zatem nie tylko stosunki

¹ Zwrócił na to uwagę A. H. Krzemiński, por. A. H. Krzemiński, *Dynamiczny marketing dla przedsiębiorstw eksportujących*, PWE, Warszawa 1970, s. 15–17.

² W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1994, s. 13.

między kupującymi i sprzedającymi, ale również w obrębie kupujących, a także sprzedających, a więc tzw. stosunki równoległe, które – poprzez konfrontacje i procesy konkurencyjne – wpływają na stosunki wymiany, zachodzące między podmiotami tworzącymi popyt i podaż³. Podmiotami tymi są gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, instytucje bankowe i państwo. Występują one jako nabywcy, tworzący popyt, oraz jako sprzedawcy, tworzący podaż produktów, usług, pracy i pieniądza. Procesy konkurencyjne, występujące w obrębie sprzedawców i w obrębie kupujących, oraz stosunki negocjacyjne, występujące między kupującymi a sprzedającymi, wywierają wpływ na ceny produktów, usług, pracy czy pieniądza, decydując o funkcjonowaniu mechanizmu rynkowego.

Podkreślanie w definicji istoty rynku konieczności występowania stosunków wymiany, wyodrębnienie aspektu podmiotowego, jak i przedmiotowego oraz **relacji** zachodzących między nimi, znacznie rozszerza treść kategorii rynku na tle pierwszego ujęcia, utożsamiającego rynek z miejscem dokonywania transakcji. Rynek w szerszym znaczeniu staje się regulatorem procesów gospodarowania, wpływa bowiem na alokacje kapitału, decydując o rozmiarach inwestycji, produkcji, konsumpcji itp. Jego oddziaływanie, jako regulatora, może być ograniczone poprzez oddziaływanie państwa bądź innych podmiotów rynku.

Rozważania te ujawniają, że rynek tworzy ogół stosunków wymiennych pomiędzy uczestnikami (podmiotami) rynku; stosunki te mają zróżnicowaną treść – ich podstawowym elementem jest ujawnienie zamiarów uczestników w transakcjach, obejmują ponadto konfrontację ujawnionych zamiarów oraz mechanizm przetargowy. Oznacza to, że istoty rynku nie można sprowadzić do analizy cen transakcyjnych (może bowiem nie dojść do transakcji) ani do liczby zawartych transakcji. Liczba ta jest tylko jedną z miar aktywności rynku.

Uczestnicy rynku (podmioty) decydują o popycie i podaży. Rynek stanowi zatem jedność zarówno jego struktury podmiotowej, jak i przedmiotowej, której istotą są elementy rynku, takie jak popyt, podaż i ceny dotyczące produktów, usług, pracy i pieniądza. Oznacza to, że istoty rynku nie można jedynie utożsamiać z mechanizmem rynkowym, którego funkcjonowanie jest tylko przedmiotowym aspektem rynku.

Sytuacja podmiotów gospodarczych jest zmienna, co wpływa na ogół stosunków towarzyszących procesom wymiany, a więc na decyzje podejmowane przez uczestników rynku a w rezultacie na popyt, podaż i ceny. Oznacza to, że badanie rynku musi mieć charakter dynamiczny i obejmować nie tylko stronę popytową, podażową i cenę w ujęciu statycznym, ale analizę zmiennych warunków, w jakich podejmowane są decyzje przez uczestników rynku.

³ *Ibidem*, s. 12–14.

Elementy rynku nie mogą być analizowane jako elementy zagregowane, nie mają bowiem jednorodnego charakteru. Różnorodność przejawia się zarówno w strukturze podmiotowej, dotyczącej uczestników rynku, jak i przedmiotowej, zawierającej elementy rynku, takie jak popyt, podaż i cena oraz ogół przedmiotów wymiany, obejmujący rodzaj produktów, usług, pracy i pieniądza. Różnorodność wywołana może być również przez zróżnicowanie przestrzenne popytu i podaży.

Przenosząc niniejsze rozważania na obszar nieruchomości, można przytoczyć również szereg definicji rynku nieruchomości: rynek nieruchomości to⁴:

- wzajemne oddziaływanie osób, które wymieniają prawa do nieruchomości na inne aktywa, takie jak np. pieniądze;
- działania i interakcje między ludźmi, zajmującymi się kupnem, sprzedażą, wymianą, użytkowaniem i rozwijaniem nieruchomości;
- umowa, dzięki której kupujący i sprzedający spotykają się, by ustalić cenę, za którą dojdzie do wymiany danej własności;
- zbiór mechanizmów, za pomocą których przekazywane są prawa i udziały w nieruchomościach, ustalane są ceny oraz zmieniają się sposoby użytkowania gruntów;
- zestaw układów, w których zachowania nabywców i sprzedawców regulowane są poprzez mechanizm cenowy; to wzajemne oddziaływanie osób, które wymieniają prawa własności nieruchomości na inne aktywa (pieniądze).

Przedstawione definicje mają elementy wspólne:

- utożsamiają rynek nieruchomości ze stosunkami wymiennymi,
- nie utożsamiają rynku nieruchomości z miejscem transakcji,
- nie utożsamiają rynku nieruchomości z ogółem transakcji.

Obok elementów wspólnych przytoczone definicje wykazują istotne różnice, dotyczące zakresu:

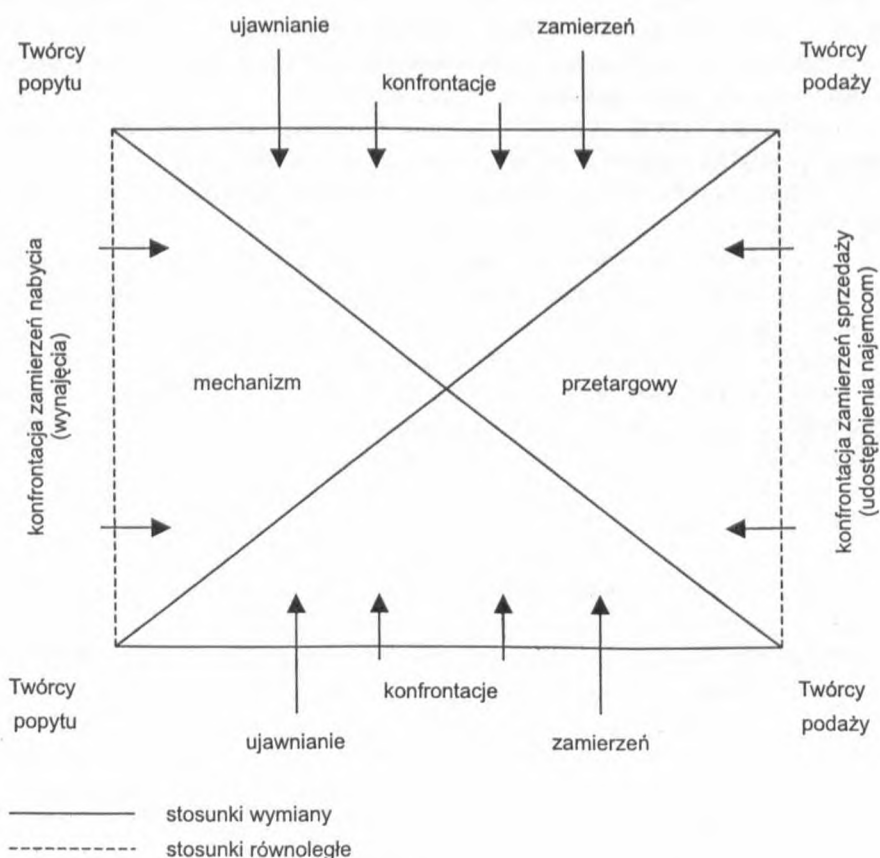
– przedmiotowego stosunków wymiennych. Niektóre z nich ograniczają stosunki wymienne do transferu prawa własności, znacząco zawężając istotę rynku nieruchomości. W szerszym ujęciu stosunki wymienne obejmują nie tylko transfer prawa własności, ale również szeroko rozumiane użytkowanie i obrót, obejmujący najem, dzierżawę, użyczenie itp.

– podmiotowego stosunków wymiennych. W węższym ujęciu podmiotami są kupujący i sprzedający, w szerszym podmiotami są wszyscy uczestnicy rynku nieruchomości, tworzący popyt i podaż na różnych jego segmentach.

Istotę rynku odwzorowują szersze jego ujęcia. Rynek nieruchomości jest utożsamiany z ogółem stosunków wymiany i stosunków równoległych zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku, tworzącymi popyt i podaż nieruchomości. Stosunki wymiany obejmują ujawnienie zamierzeń kupna

⁴ Por. m. in. *Wycena nieruchomości*. Wydanie polskie, P.F.S.R.M., Warszawa 2000, s. 39; J. Dasso, A. A. Ring, *Real Principles and Practices*, Prentice Hall, Inc. New Jersey 1989; J. Harvey, *Urban Land Economics*, Macmillan, EDUCATION, Hong Kong 1992, s. 19–25.

i sprzedaży bądź najmu czy dzierżawy przez różne podmioty (ujęcie podmiotowe), wynajmowanie i wdzierżawianie różnego typu nieruchomości (ujęcie przedmiotowe), konfrontację zamierzeń a także mechanizm przetargowy, obejmujący procesy negocjacyjne. Istotą stosunków równoległych są konfrontacje zamiarów zachodzących zarówno między tworzącymi popyt na nieruchomości jak i między tworzącymi podaż (por. rys. 1.1).



Rys. 1.1. Rynek nieruchomości jako ogół stosunków

Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1994, s. 12.

Twórcami popytu są:

- użytkownicy, potrzebujący powierzchni do prowadzenia działalności;
- inwestorzy, którzy nabywają nieruchomość traktując ją jako aktywa finansowe.

Podaż tworzą **developeerzy**, dostarczający nowej powierzchni, powierzchni zmodernizowanej (często zaadaptowanej), a także właściciele, którzy decydują się na sprzedaż gruntów niezabudowanych bądź zabudowanych. Te rozróżnienia pozwalają wydzielić w ramach rynku nieruchomości cztery podryniki⁵:

- rynek użytkowników,
- rynek aktywów finansowych,
- rynek działań deweloperskich,
- rynek gruntów.

Klasyfikacja ta może wydawać się niezbyt konsekwentna – nie ma bowiem tutaj wyraźnego, jednoznacznego kryterium podziału rynku, wręcz przeciwnie, wystąpiło kilka kryteriów nakładających się: kryterium podmiotowe (rynek użytkowników i rynek działań deweloperskich) i kryterium przedmiotowe (rynek aktywów finansowych i rynek gruntów). Zastosowanie tej klasyfikacji wydaje się być jednak bardzo pomocne w analizie funkcjonowania rynku nieruchomości⁶. Trzy z nich: rynek użytkowników, rynek aktywów finansowych i rynek gruntów związane są z istniejącym zasobem, rynek działań deweloperskich tworzy strumień nowych powierzchni, powiększając zasób.

Przykładowo, na rynku powierzchni biurowej **rynek użytkowników** tworzy zasób powierzchni, wynajmowany od właścicieli, zasób przeznaczony przez właściciela do wynajęcia, ale również posiadany na własność bezpośrednio przez samych użytkowników, którzy występują jako właściciele-użytkownicy. Przedsiębiorstwo budowlane czy biuro projektowe, będące właścicielem powierzchni przekraczających ich obecne potrzeby, zajmują tylko część posiadanej powierzchni, znaczną część wynajmują, część czasowo nie wynajętą ujawniają w ofercie najmu.

Zasób powierzchni biurowej stanowi również zbiór **aktywów finansowych** dla ich właścicieli, którzy zainwestowali w nieruchomość celem osiągnięcia korzyści z wynajmowania w postaci dochodów. Porównują oni ryzyko i korzyści z posiadania nieruchomości z innymi aktywami. Nieruchomości, jako aktywa finansowe, postrzegane są przez inwestorów instytucjonalnych, takich jak firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne czy instytucje, ale także przez inwestorów indywidualnych.

⁵ Por. M. Bull, C. Lizieri, B. D. MacGregor, *Economics of Commercial Property Markets*, Routledge, London, New York, 1998, s. 18–40.

⁶ W literaturze przedmiotu podawane są różne klasyfikacje rynku nieruchomości. Przykładowo M. Brett wyróżnia tylko rynek lokat i najmu – por. M. Brett, *Świat finansów*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1987, s. 214. Szersza klasyfikacja wyróżnia rynek lokat, rynek najmu i rynek deweloperski – por. *Understanding The Property Cycle*, Working paper one, The Availability and Adequacy of Data, The Royal Institution of Chartered Surveyors, University of Aberdeen, 1994, s. 4.

Strumień nowego zasobu pochodzi z **rynku działań deweloperskich**. Deweloperzy tworzą nowy zasób, nabywany przez inwestorów⁷. Rynek użytkowników i rynek działań deweloperskich związany jest z **rynkem gruntów**, na którym występuje – z powodu ograniczoności zasobów – konkurencja w wykorzystaniu gruntów.

Rynki te są ze sobą powiązane. Na rynku użytkowników zderzenie popytu i podaży decyduje o stawkach czynszu, o wypełnieniu nieruchomości, a więc i o dochodowości. Dochodowość decyduje o postrzeganiu nieruchomości jako inwestycji, wpływając na wartość inwestycyjną, która wyznacza wartość gruntu i opłacalność działań deweloperskich.

Cena, rozumiana jako cena transakcyjna bądź stawka czynszu⁸, odgrywa na tych rynkach rolę decydującą. Rynek nieruchomości jest bowiem rynkiem nieformalnym⁹, nie ma swojej siedziby i statutu, nie podlega żadnej koordynacji, co powoduje, że nie jest możliwe, by na takim rynku każdy miał dobrą wiedzę o ilościach podaży i popytu przy każdym konkretnym poziomie cen. Rynek ten pozostaje rynkiem wysoce nieprzejrzystym, co oznacza trudny dostęp do informacji o cenach transakcyjnych czy umownych stawkach czynszu. Często cena ofertowa wyznaczona na poziomie wartości dostarcza kluczowych informacji rynkowych dla uczestników rynku. Na rynku nieruchomości szczególnie cennym a czasami jedynym źródłem informacji pozostaje ujawnienie zamierzeń kupna-sprzedaży czy chęci wynajmu (por. rys. 1.1).

1.2. Specyfika rynku nieruchomości

Rynek nieruchomości jako zespół stosunków odznacza się pewną specyfiką¹⁰. Warto zwrócić uwagę na kilka przejawów tej specyfiki:

⁷ Deweloper na ogół tworzy nowy zasób celem jego sprzedaży. Może wystąpić również sytuacja, że deweloper nie decyduje się na sprzedaż obiektów, pozostając ich właścicielem. Wtedy wystąpi na rynku jako deweloper-inwestor. Taka sytuacja wystąpiła w Warszawie w latach 90., kiedy deweloperzy utrzymywali nowo wznoszone biurowce, celem osiągnięcia bardzo wysokich dochodów z najmu.

⁸ Na rynku użytkownika rolę ceny pełni czynsz. Por. m. in. M. Bull, C. Lizier, B. D. MacGregor, *op. cit.*, s. 2.

⁹ Podkreśla to m. in. Fraser, stwierdzając, że rynek nieruchomości jest wszechobecny, nie ma on formalnie zorganizowanego miejsca handlu, gdzie oferowane są ceny a transakcje publicznie uwierzytelnione. Por. W. D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, The Macmillan Press Ltd., London 1993, s. 10.

¹⁰ Specyfikę rynku nieruchomości podkreśla wielu autorów, m. in. J. Dasso, A. A. Ring, *Real Principles and Practices*, Prentice Hall, Inc. New Jersey 1989. W polskiej literaturze specyfikę rynku nieruchomości opisują m. in. M. Bryx i S. Belniak, *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, Wydawnictwo i Drukarnia San Set, Warszawa 2001, s. 17–20; S. Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001, s. 39–47.

1. Stosunki wymiany dotyczą nie tylko prawa własności (współwłasności) ale również praw dotyczących korzystania z nieruchomości. Stosunki wymiany obejmują zatem zamiar transferu praw do nieruchomości (zamiar zmiany podmiotu własności), jak i również zamiar zmiany podmiotu korzystającego z nieruchomości lub sposobu jej wykorzystania. Ta właściwość wpłynie na strukturę tego rynku. Z punktu widzenia nabywanej wiązki praw można bowiem wyróżnić: rynek aktywów finansowych, czyli inwestujących we własność (współwłasność) lub nabywających prawa zbliżone do własności (w Polsce prawo użytkowania wieczystego gruntu i własnościowe prawo do lokalu spółdzielczego) i „rynek użytkowników”, na którym udostępniane jest prawo do korzystania z nieruchomości.

2. Stosunki zachodzące pomiędzy uczestnikami rynku wykraczają poza stosunki wymiany, obejmują również stosunki nie mające charakteru rynkowego. Na obszarze transferu praw dotyczących korzystania z nieruchomości obejmują np. eksmisję, wywłaszczenie, darowiznę.

3. Mechanizm rynkowy ma na rynku nieruchomości ograniczony zasięg, co stanowi efekt występowania deformacji w oddziaływaniu popytu, podaży i ceny. Deformacja ta może być następstwem:

- **interwencjonizmu państwa**, który może usztywnić podaż nieruchomości mieszkaniowych komunalnych i prywatnych czynszowych, w obrębie których występuje czynsz stabilizowany. Niskie stawki czynszu pobudzają bowiem popyt, ograniczając przyrost podaży. Długotrwała polityka niskich czynszów, a więc czynszów nie pozwalających na odpowiednią dbałość o stan techniczny, w długim okresie doprowadza do zmniejszenia zasobu, powodując spadek podaży. Interwencjonizm może przejawiać się nie tylko w regulacji cen, ale również w usztywnianiu podaży, poprzez zakaz wznoszenia nowych obiektów (np. we Francji, Danii, Holandii jest zakaz budowy nowych hiper- i supermarketów) czy pobudzanie popytu, np. poprzez system ulg budowlanych;
- **naturalnej sztywności podaży w krótkim okresie** wywołanej wyjątkową kapitałochłonnością nieruchomości i długim cyklem realizacji, a także stałością w miejscu obiektów budowlanych. Wzrost popytu na dany rodzaj nieruchomości powoduje wzrost cen (stawek czynszów), nie wywołując wzrostu podaży. W krótkim okresie podaż jest zmienną niezależną. Wzrost podaży na tym rynku w **krótkim okresie** nie jest zdeterminowany wyższym popytem i wyższą ceną, ale ograniczeniami występującymi w sferze realizacji;
- **małej elastyczności popytu i podaży w krótkim okresie**. Chociaż popyt wykazuje się relatywnie większą zmiennością niż podaż, wysoki wymóg kapitałowy przy wejściu na ten rynek powoduje, że ten rodzaj rynku wykazuje relatywnie większą sztywność niż na rynkach innych dóbr;

- **małej przejrzystości rynku nieruchomości**, przejawiającej się małą dostępnością do danych rynkowych, dotyczących cen transakcyjnych i warunków zawierania umów. Cecha ta jest typowa dla każdego najbardziej rozwiniętego rynku nieruchomości¹¹. Mała przejrzystość utrudnia analizę tego rynku. Trudność ta dotyczy zarówno analizy stosunków wymiany, jak i stosunków równoległych. Informacje mają charakter asymetryczny – ujawniane są zamiary uczestników poprzez zgłaszanie ofert do biur obrotu nieruchomościami czy ogłoszenia prasowe, brak natomiast jest informacji o cenach transakcyjnych. Cena na tym rynku pozostaje często tajemnicą stron uczestniczących w transakcji. Ujawniona kwota w aktach notarialnych może nie odwzorować faktycznie zapłaconej. Na rynku tym występuje informacja „wewnętrzna” – są lepiej i gorzej poinformowani, z przewagą tej drugiej grupy. Fakt ten wywołuje istotne następstwa dla funkcjonowania rynku – staje się on źródłem powstania wątpliwości wśród uczestników dotyczących m. in.:

- jaką wystawić ofertową cenę sprzedaży czy cenę wynajęcia?
- czy zaproponowana przeze mnie cena, skoro na nieruchomość nie ma nabywcy, powinna być utrzymana; jeśli tak, to jak długo?
- czy cena (stawka czynszu), jaką zaaprobowałem(łam) jest odpowiednia? Czy płacę mniej czy więcej od innych wynajmujących?
- czy decyzja o dzisiejszej sprzedaży jest właściwa? Czy w średnim okresie ceny i stawki czynszu nie wzrosną?

Wątpliwości te są źródłem emocji – one nie tylko utrudniają podejmowanie decyzji dotyczących kupna, sprzedaży, wynajęcia, ale powodują wydłużanie się czasu poszukiwania i czasu negocjacji. Finalizowana transakcja po długim okresie ekspozycji i negocjacji może **nie odwzorowywać** aktualnych warunków rynkowych. Na etapie szacunków wartości rynki mają skłonność do symulowania systematycznych błędów – w okresie ożywienia występują skłonności do zaniżania wartości, w okresie recesji do jej zawyżania. Wywołuje to zachowawcze reakcje zarówno w obrębie stosunków równoległych, jak i stosunków wymiany, nietrafną ocenę potencjału dochodowego nieruchomości, stanowiąc źródło małej efektywności tego rynku – cena na tym rynku nie odwzorowuje zmian zachodzących w otoczeniu, cena nie jest dobrą miarą dzisiejszej wartości, nie może być zatem jedyną podstawą wyznaczania poziomu wartości i jej zmian.

4. Deformacja w oddziaływaniu popytu, podaży i ceny stanowi istotne źródło występowania permanentnych stanów nierównowagi na rynkach

¹¹ Nawet w Niemczech, gdzie prowadzi się *Zbiór cen kupna-sprzedaży*, niemiecki rynek nieruchomości uznawany jest za nieprzejrzysty.

nieruchomości¹². Choć koncepcja klasycznego stanu równowagi rozpatrywana jest na gruncie ekonomii jako odbiegająca od rzeczywistości, zmieniające się w różnych kierunkach wielkości podaży i popytu na nieruchomości nawet teoretycznie nie mogą doprowadzić do osiągnięcia klasycznego stanu równowagi, w którym popyt zrównoważy podaż przy danej cenie. Nie tylko wtedy, kiedy podaż jest większa od popytu, ale również wtedy, gdy popyt jest większy od podaży, typowym zjawiskiem dla rynku nieruchomości jest występowanie tzw. pustostanów. Stanowią one wynik nie tylko trudności w dopasowaniu popytu i podaży, ale również ruchliwości najemców. Permanentny stan nierównowagi jest zjawiskiem typowym również na rynku lokat. Wykazuje znaczne zróżnicowanie w układzie przestrzennym (nie tylko między, ale również w obrębie miasta), czasowym, a także w jakościowej strukturze powierzchni.

Stabilność podaży w krótkim okresie, mała elastyczność cenowa popytu, interwencjonizm państwa powodują, że stany nierównowagi mogą mieć długotrwały charakter. Dla określenia stanu równowagi na rynku nieruchomości wprowadza się już pojęcie naturalnego stanu pustostanów¹³.

5. **Stosunki zachodzące** pomiędzy uczestnikami rynku są często silnie zniekształcone poprzez tzw. instytucjonalny wymiar tego rynku. Najwyższy poziom ram instytucjonalnych tworzą zasady polityczne, społeczne, gospodarcze i prawne, a także konwencje, według których zorganizowane jest społeczeństwo. Drugi poziom ram instytucjonalnych tworzą właściwości danego rynku, determinujące jego strukturę, zakres i funkcje. Trzeci, najniższy poziom tworzą organizacje, działające na rynku nieruchomości. Zależności zachodzące w ramach każdego poziomu, a także między poziomami wpływają na zachowania i oczekiwania uczestników rynków nieruchomości. Wpływ ten nie jest jednakowy. Układ instytucjonalny, który jest odbiciem władzy i interesów wewnątrz społeczeństwa, może być realizowany tylko w interesie niektórych członków tego społeczeństwa. Wpływa to na przebieg i zakres procesów rynkowych, na sposoby, w jakich nieruchomości są posiadane i użytkowane. Na rynku nieruchomości może to przejawiać się w występowaniu transakcji nierynkowych, np. uwłaszczeń czy wywłaszczeń, a także w różnej dostępności do rynku nieruchomości – poprzez wprowadzanie ulg podatkowych, bonifikat, preferencyjnego oprocentowania kredytu, politykę czynszową, zasady gospodarowania przestrzenią.

¹² Szerzej: *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, Absolwent, Łódź, 2000, s. 29–35.

¹³ G. R. Mueller uznaje, że stan równowagi wyznacza punkt, w którym występuje typowy w długim okresie stan nadpodaży, ilustrowany normalną ilością nie wynajętych powierzchni. Por. G. R. Mueller, *What Goes up Must Come DOWN; Understanding Real Estate Cycles Can Aid – Investment Decision Making*, Real Estate Now, 1996, no 2.

Obok formalnych związków występują często związki nieformalne, które są trudniejsze do uchwycenia. Obejmują one postawy społeczne, np. nastawienie do własności nieruchomości, normy zachowań, np. poszanowanie własności, dbałość o stan techniczny i standard użytkowy nieruchomości. Zbiorowe, formalne i nieformalne instytucje rynku wpływają na cenę i na wartość nieruchomości – np. polityka stałych czynszów, wprowadzona w interesie najuboższych grup społecznych, wpływa drastycznie na obniżenie wartości nieruchomości, ograniczając również zaangażowanie kapitału prywatnego w tworzenie nowych powierzchni. Dlatego też słuszna wydaje się teza, że rynek nieruchomości sam jest instytucją, obejmującą sieć zasad, konwencji i zależności formalnych i nieformalnych, które tworzą system, poprzez który nieruchomość jest użytkowana i poddawana obrotowi¹⁴. Struktura instytucjonalna rynku może faworyzować niektórych jego uczestników, którzy stają się zainteresowani w jej utrzymaniu, nawet jeżeli jest ona nieefektywna. Instytucjonalny wymiar rynku powoduje, że rynek nigdy nie jest neutralnym alokatorem zasobów i arbitrem wartości.

W każdym państwie sieć zasad, konwencji i zależności kształtuje się w nieco odmienny sposób, stanowiąc źródło odmienności tych rynków, wpływając na stan ich rozwoju. Sugeruje to celowość analizy rynku nie tylko w ujęciu lokalnym czy krajowym, ale również w ujęciu międzynarodowym.

Sieć zasad, konwencji i zależności, w jakich nieruchomości są posiadane i użytkowane, podlega również zmianom w czasie, stanowiąc źródło zmiennej dynamiki rozwoju tych rynków – celowe jest badanie rynków nieruchomości nie tylko w ujęciu statycznym, ale i dynamicznym, celowym jest zatem śledzenie dynamiki rozwoju rynków na tle zachodzących zmian instytucjonalnych.

Instytucjonalizm rynku uznaje się za ważną formę analizy teoretycznej i empirycznej rynku nieruchomości. Instytucjonalna analiza rynków nieruchomości widziana jest jako alternatywa dla modelu konkurencyjnego¹⁵.

6. Omawiane cechy, stanowiące przejaw specyfiki rynku jako ogółu stosunków wymiany, niosą za sobą istotne reperkusje dla obszaru badania rynku:

- szerokość stosunków wymiany, która pozwoliła wyróżnić rynek inwestorski („rynek lokat”), rynek użytkownika („rynek najmu”), rynek działań deweloperskich i rynek gruntów zwiększa obszar badania rynku. Rynek lokat, na którym następuje zderzenie popytu inwestycyjnego z podażą, jest obszarem poszukiwania informacji, dotyczących cen transakcyjnych,

¹⁴ G. Keogh, E. D. Arczy, *Property Market Efficiency: An Institutional Economics Perspective*, „Urban Studies” 1999, Dec. vol. 36.

¹⁵ Szerzej o instytucjonalnym modelu rynku nieruchomości w: M. Bull, C. Lizieri, B. D. MacGregor, *op. cit.*

„rynek najmu”, na którym udostępniane są powierzchnie dostarcza informacji dotyczących dochodowości nieruchomości, rynek działań deweloperskich zmienia podaż zarówno ilościowo, jak i jakościowo, decydując o dochodowości nieruchomości i cenie gruntu;

- względna rzadkość zawieranych transakcji nie tylko zmniejsza zakres danych z obu segmentów rynku, ale może wywołać sytuacje monopolistyczne czy oligopolistyczne. Ceny czy stawki czynszu, będące wynikami takich sytuacji a przyjęte – z powodu braku innych danych rynkowych do wyceny – wypaczają poziom określonej wartości.

Przedstawione rozważania uzasadniają tezę o specyfice rynku nieruchomości na tle innych rynków.

Rozdział 2

RYNEK NIERUCHOMOŚCI A GOSPODARKA

2.1. Miejsce i rola rynku nieruchomości w gospodarce

Gospodarka rynkowa jest systemem połączonych rynków, których wspólną cechą jest występowanie trzech elementów: popytu, podaży i ceny. Klasyfikacja rynków ma zawsze charakter umowny, posługuje się bowiem zawsze umownymi kryteriami. Przedstawiona dalej klasyfikacja z pewnością może być zaakceptowana przez ekonomistów, a budzić kontrowersje wśród finansistów. Opiera się ona bowiem na szeroko rozumianej definicji kapitału¹, obejmującej nie tylko kapitał finansowy, ale również kapitał rzeczowy, w tym m. in. grunty, budynki i budowle.

Przyjmując tak szeroką definicję kapitału, możemy wyróżnić rynek kapitału pieniężnego i rynek kapitału rzeczowego. Rynek nieruchomości stanowi element obu wymienionych rynków – nieruchomości w ujęciu fizycznym stanowią element rynku kapitału rzeczowego, a poprzez np. emisję papierów wartościowych, wyemitowanych na bazie wiarygodności zabezpieczonych hipotekami, również rynku kapitału finansowego.

Rynek nieruchomości, jako część rynku kapitałowego sąsiaduje z rynkiem papierów wartościowych, rynkiem kredytowym i rynkiem czynników produkcji. Poszczególne subryniki wykazują się znaczną konkurencyjnością, gdyż ograniczony kapitał pieniężny przyciąga różną dochodowość oferowanych na tych rynkach lokat kapitałowych. Instrumentami konkurującymi ze sobą są głównie: stopa oprocentowania depozytów w bankach, dochody z akcji w postaci dywidendy, zyski kapitałowe z akcji, stanowiących różnicę kursów giełdowych, dochody z obligacji w postaci oprocentowania (kuponów), dochody z nieruchomości w postaci różnicy cen nieruchomości na rynku itp. Wysokie oprocentowanie lokat bankowych przy bessie na rynku papierów wartościowych czy niskiej dochodowości nieruchomości przyciągnie kapitał do sektora bankowego, który na podstawie funkcji depozytowej banku

¹ Patrz np. Z. Wiszniewski, *Mikroekonomia współczesna*, Centrum Edukacji i rozwoju Biznesu, Warszawa 1994.

wykreuje funkcję pożyczkowo-kredytową. Wysoka dochodowość giełdy ograniczy zainteresowanie inwestorów lokatami bankowymi czy rynkiem nieruchomości. I odwrotnie, bessa na giełdzie ożywi zainteresowanie nieruchomościami, które, jako instrument finansowy, posiadają szereg zalet, m. in. zabezpieczają kapitał, chronią go przed inflacją, mają umiarkowany poziom ryzyka. Oznacza to, że poszczególne rynki konkurują ze sobą nie tylko poziomem dochodowości, ale również innymi cechami, głównie poziomem ryzyka, który wpływa na skłonność do inwestowania.

Ten teoretyczny obraz przepływu kapitału ulega pewnym zakłóceniom. Rynek nieruchomości jest niedoskonały (por. rozdz. 1.2). Główną przyczyną jego niedoskonałości jest wyjątkowo mała przejrzystość rynku, różnorodność dóbr czy nieracjonalne zachowania inwestorów. Powoduje to, że upłyne dużo czasu, zanim dochody z nieruchomości wyrównają się z resztą rynku. Jednocześnie, całkowite dochody z nieruchomości są relatywnie niskie w porównaniu z dochodami z inwestycji na rynku papierów wartościowych, co oznacza, że na rynku kapitałowym dominować będą zmiany popytu na akcje i obligacje².

Obraz ten może zostać zakłócony również przez małą płynność nieruchomości. Termin ten oznacza, że na rynku nieruchomości upływa dużo czasu – od podjęcia decyzji o wycofaniu się z inwestycji do odzyskania wyłożonego kapitału. Nieruchomość jest relatywnie drogim dobrem, liczba inwestorów jest zatem ograniczona. Nabywca musi zaakceptować nieruchomość – jej lokalizację, kształt działki, nachylenie stoku, nasłonecznienie, rozwiązania architektoniczne i funkcjonalne, ograniczenia prawne (np. w odniesieniu do zabudowy), a nade wszystko cenę. Jednocześnie koszty przeniesienia prawa własności są relatywnie wysokie – sięgają 8–10% ceny, co dodatkowo ogranicza płynność nieruchomości.

Zmiany stóp zwrotu na rynku nieruchomości będą zatem powolne, znacznie wolniejsze i trudniej dostrzegalne niż na rynku papierów wartościowych czy rynku kredytowym.

Warto zaznaczyć, że w krótkim okresie zmiany stóp zwrotu z nieruchomości są wywołane głównie zmianami popytu, przy względnej stałości podaży; np. wysoki popyt na powierzchnie biurowe w Warszawie doprowadził do ukształtowania się wysokich czynszów, a więc i wysokiej stopy zwrotu. W krótkim okresie podaż jest ograniczona – jej wzrost następuje powoli. Można spodziewać się, że dopiero po długim okresie przyrost nowych powierzchni wywoła spadek czynszów, spadek stopy zwrotu, a także wzrost wartości nieruchomości³. A więc w dłuższym czasie zwrot wartości wyłożonego

² Por. J. Harvey, *Urban Land Economics*, Macmillan, Hong Kong 1992, tab. 4.2.

³ Wartość nieruchomości jest odwrotnością stopy zwrotu. Wynika to z następującej zależności:

$$V = D \frac{1}{R}, \text{ gdzie: } V - \text{oznacza wartość, } D - \text{dochód roczny, } R - \text{stopa zwrotu.}$$

kapitału określony jest również przez podaż, na którą wpływ ma sytuacja na sąsiadujących z rynkiem nieruchomości segmentach rynku kapitałowego. Jeżeli ceny akcji będą wysokie – co oznacza, że stopa zwrotu będzie niska – akcje staną się najtańszym sposobem pozyskiwania kapitału rozwojowego przez firmę. Jeżeli ta sytuacja utrzyma się, podaż nowych emisji akcji spowoduje spadek ich cen i wzrost stopy zwrotu.

Zależności pomiędzy konkurencyjnymi segmentami rynku kapitałowego są rzadko przedmiotem wnikliwych, długookresowych badań analityków rynku kapitałowego. Badania takie, obejmujące okres ponad pięćdziesięcioletni, podjęte zostały w Wielkiej Brytanii przez Allsopa⁴ – por. tab. 2.1. Badania te dostarczają niezmiernie ciekawego materiału analitycznego dla okresu 1933–1989. Ukazują stopy zwrotu z lokat na rynku nieruchomości na tle lokat z akcji, lokaty bankowej, lokat w obligacje typu konsola (są to obligacje nie podlegające wykupowi, których nabywcy mają prawo do wiecznego osiągnięcia dochodów) oraz oprocentowania wkładów pieniężnych w spółdzielniach mieszkaniowych.

W badanym przedziale czasowym wyróżnić można wyraźnie kilka podokresów. Na pierwszy, obejmujący lata 1933–1949, przypadł światowy kryzys ekonomiczny; był to okres działań wojennych, a także (w latach 1945–1949) podjęcia przez rząd Wielkiej Brytanii polityki propodażowej. Okres międzywojenny odznaczał się stanem depresji gospodarczej. Kierunkiem zainteresowania inwestorów były obligacje rządowe (konsole). Dawały one, poprzez kontrakty rządowe, pewność dochodów. Małe ryzyko inwestowania oznaczało niższą – w porównaniu z akcjami – stopę zwrotu.

W latach 1945–1949 wzrosła podaż pieniądza, popyt na obligacje, a w związku z tym ich cena. Oznaczało to spadek stopy zwrotu z konsoli do około 3%. Wysoka cena obligacji wywołała spadek zainteresowania tymi papierami. Inwestorzy obawiali się, że cena ta nie utrzyma się, więc rozpoczęli sprzedaż konsoli. Ceny spadły, stopa zwrotu wzrosła. Zamieszczone w tab. 2.2 wyniki badań wskazują, że stopa zwrotu z nieruchomości i akcji rośnie w okresie uruchamiania prosperity, wzrasta również wyraźnie w okresach kryzysów politycznych (wojna w Korei), spada w okresach inflacji. W okresie prosperity rosną nakłady inwestycyjne, maleje bezrobocie, rośnie siła nabywczą ludności, rośnie popyt na powierzchnie biurowe, magazynowe, rekreacyjne itp., a więc rosną stawki czynszu. Dopiero ze znacznym opóźnieniem rosną ceny tychże nieruchomości, co jest jedną z przyczyn spadku stopy zwrotu.

Wojna w Korei (1955–1959) czy kryzys naftowy (1974–1976) rodzi uczucie niepewności co do przyszłych dochodów z inwestycji; ceny maleją i z tego powodu stopa zwrotu rośnie. W okresie inflacji następuje zmiana zaintereso-

⁴ Por. J. Harvey, *op. cit.*, tab. 4.2.

Tabela 2.1

Zestawienie Allsopa stóp zwrotu z konkurencyjnych inwestycji w Wielkiej Brytanii w latach 1933–1989

Wydarzenia ekonomiczne Rok	Zwykłe akcje brytyjskie	Lokaty bankowe	Stopa zwrotu z konsoli	Oprocentowanie wkładów w spółdzielniach mieszkaniowych	Nieruchomości				Czynsze gruntowe przy dzierżawie na 99 lat
					najlepsze sklepy	sklepy drugorzędne	główne biura	obiekty przemysłowe	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Światowy kryzys ekonomiczny									
1933	5,50	2,0	3,50	4,00–5,00	6,5	8,0	7,0		4,0
1934	4,50	2,0	3,00	4,00–5,00	5,5	6,0–7,0	7,0		4,0
1935	4,50	2,0	2,25	4,00–4,50	4,0–5,0	6,0	6,0		4,0
1936	4,50	2,0	3,00	4,50	5,0	7,0–8,0	7,0–8,0		4,0
1937	5,00	2,0	3,50	5,00	5,5	7,0	6,5		4,0
1938	6,00	2,0	3,50	5,00	6,0–6,5	8,0	7,0–7,5		4,5
1939	6,50	4,0–5,0	3,75	5,50	.	.	.		.
1940	6,00	2,0	3,50	.	.	.	.		.
1941	5,50	2,0	3,25	.	.	.	.		.
1942	4,50	2,0	3,00	.	.	.	.		.
1943	4,25	2,0	3,00	.	.	.	.		.
1944	4,25	2,0	3,00	.	.	.	.		.
1945	4,25	2,0	3,00	.	.	.	.		.
1946	4,00	2,0	2,50	.	.	.	.		.
1947	4,50	2,0	2,75	4,00	5,5	7,0	6,0		4,0–5,0
1948	4,00	2,0	3,25	4,00	5,0	6,0	6,0		4,0–5,0
1949	4,50	2,0	3,50	4,00	5,0	6,0	6,0		4,0–5,0
Dewaluacja szterlinga									
1950	5,50	2,0	4,50	4,50	5,50	6,5	6,5		4,0–5,0
1951	6,00	2,5	4,00	4,00	5,25	6,0	6,5		4,0–5,0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1952	5,50	4,0	4,25	4,50	5,50	6,0	6,5		4,0-5,0
1953	7,25	3,5	4,00	4,50	5,50	6,0	6,5		4,0-5,0
1954	7,00	3,0	3,75	5,00	5,50	6,0	7,0	7,5	4,0-5,0
Wojna w Korei									
1955	6,25	3,5-4,5	4,50	5,50	5,50	6,0	7,0	8,0	4,0-5,0
1956	6,25	5,5	4,75	5,50	5,50	7,0			4,0-5,0
1957	7,00	5,0-7,0	5,00	6,00	5,50	7,0	7,5		4,0-5,0
1958	7,00	5,5-4,0	5,00	6,00	5,50	7,0	7,5		4,0-5,0
1959	7,00	6,0-4,5	5,00	6,50	6,00	8,0	7,5	10,0	4,0-5,0
Umożliwienie zmian czynszów inflacja									
1960	5,00	5,0-7,0	5,25	6,00	5,50	7,0	7,0	10,0	4,0-5,0
1961	4,75	7,0-6,0	6,25	6,50	5,50	7,0	7,0	10,0	4,0-5,0
1962	5,50	6,0-4,5	6,25	6,00	5,50	7,0	6,0	10,0	5,0
1963	5,75	4,0	6,00	6,00	5,50	7,0	6,0	10,0	5,0
1964	5,00	5,0-7,0	5,50	6,75	5,50	7,0	6,0-7,0	10,0	6,0
1965	5,25	7,0-6,0	6,00	6,75	6,00	7,0-8,0	6,0-7,0	9,0	8,0
1966	6,00	6,0-7,0	6,50	7,00	6,00	7,0	6,5	9,0	10,0
1967	6,50	5,5-8,0	6,75	7,50	6,50	7,5	6,5	9,0	12,0
Dewaluacja szterlinga									
1968	5,75	8,0-7,0	8,00	8,50	7,00	7,5	7,0	9,0	12,0
1969	4,50	8,0	9,00	8,50	7,00	7,0-8,0	6,5	8,0-9,5	12,0
1970	5,00	8,0-7,0	9,00	8,00	7,50	8,0	7,5	9,0	12,0
1971	5,75	7,0-4,5	9,00	8,50	6,00-7,00	7,0	6,5-7,0	8,5	12,0
1972	4,00	4,5-7,5	11,0	10,00	6,00	6,0-7,0	4,5-5,5	7,5	12,0
1973	4,50	8,5-13,0	14,00	9,0-12,00	5,00-5,50	8,0-10,0	4,0-5,0	7,5	12,0-14,0

Tabela 2.1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Kryzys naftowy i poważna inflacja									
1974	10,00	12,5-12,0	17,00	11,00-12,00	7,00-8,00	12,00-15,00	7,8-8,0	10,0	15,0
1975	6,74	10,5	14,80	11,00-12,00	6,00-6,50	9,00	6,0-6,5	9,0	15,0
1976	6,10	9,0-15,0	14,23	10,5-13,00	5,50-6,00	8,00	6,0-6,5	8,5-9,0	18,0-20,00
Wydobycie ropy przez W. Brytanię									
1977	5,71	5,0-14,2	12,56	9,00-12,00	4,50-12,00	7,50-8,00	5,5-6,0	7,0-8,0	15,0
1978	5,62	6,5-12,5	11,92	8,50-11,94	4,00-4,50	6,50-7,00	4,5-5,5	6,5-7,5	15,0
Najwyższe stopy oprocentowania									
1979	5,70	12,0-17,0	11,31	12,00-15,00	3,50-4,00	6,00-6,50	4,4	6,5-7,0	15,0
1980	6,45	17,0-14,0	11,95	15,00	3,50-4,50	7,00-12,00	5,0-6,0	7,0-7,5	14,0
1981	6,39	12,0-16,0	12,86	14,01	3,50-4,00	8,00-12,00	4,5-5,5	7,0-7,5	14,0
1982	5,26	14,0-10,0	11,84	13,30	3,50-4,00	8,00-12,00	4,5-5,5	7,5-8,0	14,0
1983	4,75	11,0-9,0	10,31	11,03	3,50-4,00	8,00-12,00	4,5-5,5	7,5-8,0	16,0
Rozwój thatcherowski									
1984	4,62	12,0-9,0	10,16	11,84	3,50-4,00	7,00-11,00	4,5-5,5	6,7-8,0	16,0
1985	4,65	14,0-9,5	10,13	13,47	3,50-4,00	7,00-11,00	4,5-5,5	7,0-8,0	14,0
1986	4,02	10,9	9,80	12,07	4,00	7,00	6,5	8,5	15,0
1987	3,47	9,7	9,48	11,61	4,25	7,00	6,0	8,0	15,0
Inflacja: recesja									
1988	4,33	10,0	9,40	11,05	4,50	7,00	6,0	7,5	15,0
1989	4,22	13,8	9,50	13,65	5,00	8,00	6,0	8,0	15,0

- Druga wojna światowa: brak prawdziwego rynku - nie istnieją archiwa.

Źródło: J. Harvay, *Urban Land Economics*, Macmillan, Hong Kong 1992.

sowania inwestorów – poszukują oni lokat, które zabezpieczają ich kapitał przed skutkami inflacji. Za taką lokatę kapitału uznana jest nieruchomości, która chroni się przed inflacją. Inwestorzy poszukują bezpiecznej, trwałej lokaty kapitału, rośnie popyt na nieruchomości i ceny nieruchomości podążają (choć nierregularnie) za zmianami inflacyjnymi, co w efekcie prowadzi do spadku stóp zwrotu.

W okresie inflacji powstaje tzw. odwrócona luka przychodu – sytuacja, w której stopa zwrotu z obligacji, a więc z instrumentu o relatywnie niskim ryzyku, jest wyższa niż stopy zwrotu instrumentów o wyższym poziomie ryzyka, jak nieruchomości, a także akcje.

Także interwencjonizm państwowy, widoczny na obszarze polityki czynszowej w okresach inflacji, przyczynia się do spadku stopy zwrotu; np. zamrożenie czynszów w 1972 r. ograniczyło dochody z nieruchomości i zmniejszyło ich płynność.

Reasumując, konkurencja i działanie prawa popytu i podaży na rynku kapitałowym prowadzi w długim okresie do wyrównywania się poziomu cen i dochodów dóbr oferowanych na tym rynku. Inwestor będzie porównywał dochody z nieruchomości z dochodami z innych instrumentów finansowych. Dochody kapitalizować będzie przy stopie zwrotu odzwierciedlającej jego oczekiwania na przyszłość pod względem wysokości dochodów i stopnia zabezpieczenia przed inflacją.

Zmiany stopy kapitalizacji mają istotne znaczenie dla rozwoju poszczególnych rynków nieruchomości, gdyż wywołują różną ich podaż. Wysoka stopa zwrotu z inwestycji w biurowce w Warszawie powoduje utrzymywanie się, a nawet wzrost zainteresowania tym rodzajem nieruchomości. Deweloperzy i inwestorzy, a także właściciele gruntów zainteresowani są tym rynkiem biurowców. To zmniejszyć może zainteresowanie podażą nieruchomości w sektorze publicznym, np. szkół, szpitali, żłobków.

W krajach o rozwiniętych gospodarkach stopy zwrotu w poszczególnych segmentach rynku kapitałowego stanowią przedmiot obserwacji analityków rynku nieruchomości. Wynika to z faktu, że rynki te są powiązane i żadnego z nich nie da się rozdzielić od reszty gospodarki.

Migrację kapitału wyraźnie można również dostrzec na rynku kapitałowym w Polsce. W roku 1989, w obliczu wysokiej inflacji i oczekiwania dalszego jej wzrostu spadało zainteresowanie depozytami bankowymi. Stopa oprocentowania depozytów była niższa od stopy inflacji. Wyływ pieniądza z sektora bankowego wyraźnie ożywił inne segmenty gospodarki, w tym również rynek nieruchomości, prowadząc do wzrostu ich cen. Wzrost oprocentowania depozytów w 1990 r. (za styczeń oprocentowanie wynosiło 40%, za luty 32%) spowodował powrót inwestorów do sektora bankowego. Na bazie funkcji depozytowej banki powinny uruchomić funkcję kredytową. Bardzo wysoka stopa depozytowa spowodowała wysoki koszt kredytu, co zaowo-

cowało nie tylko małą skłonnością do ich zaciągania, ale wciągnęło wielu kredytobiorców w pułapkę kredytową – pomimo regulowania kolejnych wpłat ich zaległości ciągle rosły.

Spadek stopy depozytywnej powoli odciągał inwestorów od lokat bankowych. Tworząca się gospodarka rynkowa dostarczała inwestorom innych możliwości lokat. Od 1992 r. kapitał migrował na rynki akcji, ograniczając – co ujawniło się w 1993 i pierwszym kwartale 1994 r. – jego dopływ do innych segmentów gospodarki. Bessa na rynku akcji w latach 1994–1995 skierowała część kapitału na rynek obligacji. Wyraźnie strumień zaczął kierować się również na rynek nieruchomości, który został uznany za nowo wschodzący rynek. Wszystkie segmenty rynku nieruchomości przeżyły silne ożywienie. Jednakże osłabienie gospodarki polskiej (por. tab. 2.3) wpłynęło negatywnie na stopę popytową na rynku najmu, jak i na rynku lokat, osłabiło również aktywność deweloperską, zmniejszając strumień nowego zasobu.

Tabela 2.2

Wskaźniki gospodarcze w Polsce w latach 2000–2005

Wskaźnik gospodarczy	2000	2001	2002	2003 ^a	2004 ^a	2005 ^a
PKB	4,0	1	1,3	2,7	3,8	4,2
Inflacja	10,1	5,5	1,9	0,9	2,0	2,3
Spożycie na jednego mieszkańca	2,8	2,1	3,3	2,5	2,8	3,2
Stopa bezrobocia	15,1	17,4	18,1	18,3	18,1	17,9
Inwestycje	+0,2	-8,8	-7,2	3,2	6,5	8,9
Przeciętna płaca realna (zmiana w %)	2,3	1,6	1,6	3,4	3,6	3,3

^a Prognoza.

Źródło: prognozy Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową; dane Jones Long LaSalle; dane GUS.

Powrót kapitału na rynek nieruchomości widoczny jest ponownie od roku 2002 – napływ ma w dużej mierze charakter spekulacyjny, nie był odpowiedzią na poprawę sytuacji gospodarczej. Wywołany został zaangażowaniem się kapitału zagranicznego, który w znacznej mierze opuścił giełdę i chciał wyprzedzić fazę ożywienia w gospodarce polskiej, wzmocnioną w dłuższym okresie wejściem w struktury Unii Europejskiej.

Rynek nieruchomości staje się również przedmiotem zainteresowania ze strony inwestorów krajowych – w chwili obecnej ani lokaty bankowe, ani rynek papierów wartościowych nie ujawniają wysokiej atrakcyjności.

Rynek nieruchomości pełni istotną rolę w gospodarce – pozostaje pod wpływem jej rozwoju, ale również sam na nią wpływa poprzez:

1) udział w tworzeniu produktu krajowego brutto. Według szacunków udział sektora nieruchomości w USA, łącznie z budownictwem, sięgał w roku 1994 – 12–13%, w Polsce 8–9%;

2) udział w zasobie. Zasób jest definiowany jako suma wartości budynków i gruntów. Rynek nieruchomości dostarcza niezbędnych powierzchni do prowadzenia działalności gospodarczej. Stawki czynszu za te powierzchnie lub koszt ich wzniesienia mają istotny wpływ na koszty prowadzonej w nich działalności, a także na jej wynik finansowy;

3) angażowanie znacznej liczby zatrudnionych (w 1994 r. w USA sektor nieruchomości angażował 8,1% ogółu zatrudnionych);

4) udział w podatkach lokalnych (np. podatek od nieruchomości), podatkach od dochodów generowanych przez nieruchomości, podatkach od sprzedaży, od wzrostu wartości nieruchomości itp.;

5) możliwość „odmrożenia” kapitału zaangażowanego w nieruchomości drogą zaciągnięcia kredytu. Formą zabezpieczenia tego kredytu jest hipoteka. Możliwość „odmrożenia” kapitału ma istotne znaczenie, wspomagające rozwój gospodarczy.

Jednakże zmiany dochodowości nieruchomości, a więc i ich cen, wywołane wahaniami gospodarczymi, powodują, że pewna część kredytów nie może być spłacona, co prowadzi do gwałtownego spadku wartości nieruchomości i spadku płynności finansowej wielu banków, zagrażając podstawom systemu finansowego danego kraju a poprzez system powiązań również gospodarce jako całości. Rynek nieruchomości i gospodarka narodowa wykazują zatem obopólne powiązania. Rozwój gospodarek w wielu krajach dostarcza licznych przykładów, np. w Wielkiej Brytanii w 1985 r. sektor bankowy ulokował w formie kredytów na realizację nowych obiektów 7 mld GBP, w 1989 r. kwota ta wzrosła do 40 mld GBP. Już trzy lata później okazało się, że wystąpiła nadpodaż powierzchni – dochody i wartość nieruchomości spadły, co odbiło się na płynności banków, które podniosły stopę oprocentowania kredytów. Trudny kredyt przyspieszył i pogłębił zjawiska recesyjne w gospodarce⁵.

Podobne problemy wystąpiły w systemach bankowych Japonii, Stanów Zjednoczonych, Francji, krajów skandynawskich a ostatnio w wielu krajach Ameryki Łacińskiej i Azji Południowej. Tutaj spadek cen nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych wywołał kryzys systemu bankowego – por. rozdz. 2.3.

Niebezpieczeństwo kryzysu bankowego głównie związane jest z finansowaniem nieruchomości komercyjnych, gdyż to one właśnie są bardziej podatne na cykle koniunkturalne niż nieruchomości mieszkaniowe.

Przeprowadzone badania ujawniły jednak, że źródłem kryzysu pozostaje nie tyle sam rynek nieruchomości; źródła te wykraczają daleko poza rynek

⁵ Por. m. in. D. Myers, *Economics and Property*, Estates Gazette, London 1994.

nieruchomości – do sytuacji kryzysowej prowadzi kombinacja czynników makroekonomicznych, a mianowicie⁶:

– liberalizacja przepisów wewnątrz sektora finansowego (m. in. zniesiono restrykcje depozytowe, a także wiele ograniczeń, dotyczących działalności kredytowej), co zmniejszyło możliwości odpowiedniego zarządzania ryzykiem;

– globalizacja i liberalizacja międzynarodowego przepływu kapitału (podkreśla się silną pozycję Japonii jako zewnętrznego źródła finansowania kredytowego), co zniekształciło cykle na krajowych rynkach nieruchomości;

– zmienność polityki pieniężnej (silne wahania krótkoterminowych stóp procentowych w okresach ich wzrostu powodują gwałtowne zmniejszenie przepływu gotówkowego generowanego przez nieruchomości);

– nadmierne angażowanie się sektora bankowego w finansowanie nieruchomości komercyjnych, zaliczanych do aktywów „wysokiego ryzyka”. Banki często rozpoczynają akcję kredytową w sprzyjających warunkach (w wyraźnie występującej już fazie ożywienia, a wycofują się w miarę zbliżania do szczytu cyklu). Znacznie korzystniejsza sytuacja wystąpiłaby, gdyby działały bez przerwy, tzn. w poprzek cyklu⁷. W wielu krajach banki centralne (np. Bank of England czy Bank of Canada) wprowadziły restrykcje, mające zniechęcić kredytobiorców do inwestowania, ograniczając zaangażowanie banku w inwestowanie i kredytowanie nieruchomości np. do 70% kapitału podstawowego. Jednakże badania udowadniają, że nie ma żadnego związku pomiędzy powstałym kryzysem hipotecznego kredytowania nieruchomości komercyjnych a podejmowanymi działaniami regulacyjnymi. Znacznie większą możliwość oddziaływania upatruje się po stronie czynników mikroekonomicznych, które mogą ograniczyć ryzyko finansowania rynku nieruchomości. Do tych czynników należą:

- dbałość o strukturę komercyjnych rynków hipotecznych ze względu na rodzaje nieruchomości, typy inwestorów, techniki finansowania;
- wprowadzenie odpowiedniego systemu prawnego, regulującego stosunki prawne pomiędzy kredytodawcą a inwestorem oraz pomiędzy inwestorem a najemcą;
- zwrócenie baczniejszej uwagi na szczeblu banku na techniki wyceny, procedury analizy wniosków kredytowych, standardy związane z przejściem i administrowaniem nieruchomości⁸.

Reasumując, rynek nieruchomości stanowi ważny segment gospodarki – jego rozwój zależy od trendów w całej gospodarce, ale również sam wpływa na jej rozwój.

⁶ Por. *Ryzyko związane z kredytowaniem nieruchomości komercyjnych*, red. M. J. Lea, The Urban Institut, Krakowski Instytut Nieruchomości, czerwiec 1998.

⁷ *Ibidem*, s. 22.

⁸ *Ibidem*.

2.2. Rynek nieruchomości a rynek finansowy

2.2.1. Rynek finansowy

W gospodarce rynkowej można wyróżnić wiele rodzajów rynków. Biorąc pod uwagę kryterium przedmiotu wymiany, rozróżnia się rynki⁹: pracy, produktów, usług i kapitału. Każdy z nich charakteryzuje się określonym rodzajem przedmiotów obrotu. Pomiedzy poszczególnymi rynkami istnieje ścisła współzależność i wzajemne oddziaływanie. Zachodzące zmiany wynikają z relacji podaży i popytu na dane dobra i ich wyceny przez rynek.

Obrót kapitałem oraz instrumentami finansowymi jest domeną rynku finansowego. Należy on do najbardziej rozległych w gospodarce rynkowej, spełniając funkcję usługową i aktywizującą wobec innych rynków.

W zależności od rodzaju aktywów występujących na rynku finansowym dzieli się go zazwyczaj na rynek pieniężny i rynek kapitałowy. Przedmiotem transakcji na rynku finansowym są fundusze pożyczkowe i lokacyjne oraz instrumenty finansowe o zróżnicowanej charakterystyce czasowej. Okres dysponowania środkami przez podmiot finansowany oraz cele, na które podmiot decyduje się przeznaczyć uzyskane środki, są kryterium wyróżnienia rynku pieniężnego i kapitałowego.

Umownie przyjmuje się, iż instrumenty o okresie życia do jednego roku tworzą rynek pieniężny, zaś dłuższe – rynek kapitałowy. Biorąc pod uwagę kryterium celu, rynek pieniężny to rynek krótkoterminowych wolnych zasobów i niedoborów finansowych, gdzie dokonuje się przede wszystkim transakcji zapewniających płynność uczestników rynku oraz finansujących ich bieżącą działalność, zaś rynek kapitałowy służy zaspokojeniu potrzeb inwestycyjnych jego uczestników.

Na rynku pieniężnym funkcjonują przede wszystkim krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe (np. bony skarbowe, bony komercyjne, certyfikaty depozytowe, weksle, czeki, akcepty bankierskie). Natomiast operacje finansowe średnio- i długoterminowe są dokonywane na rynku kapitałowym. Mają one postać obrotu kapitałem, w tym papierami wartościowymi. W Polsce do rynku kapitałowego zalicza się instrumenty finansowe o okresie zapadalności od roku wzwyż, natomiast na rozwiniętych rynkach – o znacznie dłuższym horyzoncie czasowym, z reguły od 2 do 4 lat. Na gruncie finansów¹⁰ na rynku kapitałowym wyróżnia się:

⁹ Por. W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1994.

¹⁰ Na gruncie ekonomii pojęcie rynku kapitałowego rozumiane jest znacznie szerzej. Por. rozdz. 1.

- rynek papierów wartościowych,
- rynek długoterminowych pożyczek bankowych (i innych pośredników finansowych),
- rynek hipoteczny (długoterminowych instrumentów finansowych zabezpieczonych hipotekami).

Charakterystyczną cechą rynku kapitałowego jest jego podział na dwa poziomy:

- rynek pierwotny,
- rynek wtórny.

W ujęciu ogólnym na rynku kapitałowym pierwotnym odbywa się sprzedaż wyemitowanych papierów wartościowych. Jest to pierwotna sprzedaż inwestorom wyemitowanych instrumentów finansowych. Uczestnictwo emitenta na rynku pierwotnym może mieć charakter oferty publicznej lub niepublicznej. Natomiast na rynku wtórnym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, co umożliwi ich ponowną zamianę na gotówkę. W istocie to właśnie jakość rynku wtórnego decyduje o rozwoju rynku finansowego.

Między rynkiem pieniężnym i kapitałowym dokonuje się stałe przemieszczanie środków finansowych. Na obu rynkach następuje ciągła transformacja kapitałów krótkoterminowych na długoterminowe i odwrotnie. Z tego względu dla wyodrębnienia rynku kapitałowego wykorzystuje się często drugi z czynników, którym jest cel pozyskania kapitału pieniężnego. Zgodnie z tym kryterium, środki finansowe uzyskane na rynku kapitałowym są przeznaczane na cele inwestycyjne, natomiast fundusze gromadzone na rynku pieniężnym służą przede wszystkim do zapewniania płynności oraz pokrycia zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

Przedstawione kryteria podziału rynku finansowego na rynek pieniężny i kapitałowy nie są ostre, ponieważ często działania podejmowane przez podmiot gospodarczy na rynku pieniężnym mogą przeobrazić się w instrumenty o dłuższym horyzoncie. Ze względu na kryterium celu występować mogą przypadki, w których operacje na rynku kapitałowym, np. środki pochodzące z emisji obligacji lub zaciągnięcia długoterminowego kredytu, przeznaczone zostaną na finansowanie potrzeb bieżących.

Ponadto, na skutek żywiołowego rozwoju instrumentów finansowych jak również stałego poszerzania jego uczestników kryteria podziału stają się coraz bardziej rozmyte. Istnieją bowiem instrumenty finansowe o nieznanym czasie życia (np. hedgingowe), których klasyfikacja nie jest jednoznaczna. To dotyczy również złożonych instrumentów, które dają stronie prawo do zawarcia dalszych transakcji (np. obligacje zamienne, warranty, opcje, swoption itd.). Z drugiej strony, obecnie cele uczestników rynku wykraczają poza zaspokojenie potrzeb płynnościowych czy inwestycyjnych. Wraz z rozwojem instrumentów, stymulowany przez rozwój gospodarczy, rynek finansowy staje się przede wszystkim rynkiem transferu szeroko pojętego ryzyka.

2.2.2. Związek między rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowym

Rynek nieruchomości, z racji specyficznych cech przedmiotu transakcji, jest zwykle wyodrębniany spośród innych rynków. To dotyczy zarówno wypracowanych metod teoretycznych, jak i stosowanych narzędzi analizy i wyceny nieruchomości. Stąd, istotne jest określenie miejsca rynku nieruchomości oraz relacji w stosunku do innych rynków, w tym przede wszystkim rynku finansowego.

W gospodarce rynkowej istotnym składnikiem aktywów oraz przedmiotem inwestycji są nieruchomości. To dotyczy zarówno przedsiębiorstw, instytucji finansowych, jak również gospodarstw domowych. Zatem istnieje zależność pomiędzy inwestycjami w nieruchomości a innymi rodzajami inwestycji, przede wszystkim inwestycjami na rynku finansowym.

W ramach rynku nieruchomości można wyróżnić rynek długoterminowych lokat finansowych¹¹, który, biorąc pod uwagę wymienione kryteria, jest segmentem rynku finansowego, a ściślej – kapitałowego. Nieruchomości stają się przedmiotem inwestowania podobnie jak inne instrumenty finansowe, np. akcje czy obligacje, ze względu na swoje cechy, w tym przede wszystkim zdolność do generowania nadwyżek finansowych. W tym kontekście część rynku nieruchomości może być traktowana jako konkurencyjna wobec rynku kapitałowego.

Wobec konkurencyjności części rynku finansowego i nieruchomości istnieje tendencja do integracji obydwu rynków. Pierwotną cechą integrującą rynek kapitałowy i nieruchomości jest istnienie grupy inwestorów finansowych (zwykle są to fundusze inwestycyjne, w mniejszym zakresie banki inwestycyjne), inwestujących na rynku nieruchomości. Wzrost ich aktywności przyczynia się do zwiększenia płynności, jak również obiektywizacji wyceny. Pojawia się wówczas więcej informacji, dotyczących transakcji na rynku, co umożliwia porównanie i ocenę efektywności inwestycji, zaś rynek staje się bardziej transparentny, a w efekcie bardziej efektywny.

Fundusze inwestycyjne umożliwiają również pośrednie inwestowanie w nieruchomości, co znacznie poszerza bazę inwestorów na rynku nieruchomości, a w konsekwencji sam rozmiar rynku.

Większość aktywów funduszy inwestycyjnych to nieruchomości. Jednocześnie certyfikaty inwestycyjne (dla funduszy „zamkniętych”) są zwykle notowane na rynku publicznym, również jednostki uczestnictwa (dla funduszy „otwartych”) podlegają bieżącej wycenie. Stopy zwrotu i ryzyko tych papierów wartościowych ulega zmianom, podobnie jak innych aktywów rynku finansowego. Powoduje to dalszą integrację rynku nieruchomości i finansowego.

¹¹ Por. E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, PWN, Warszawa 1999.

Obecnie, powiązanie obu rynków jest szczególnie widoczne na obszarze:

- finansowania nieruchomości poprzez powstanie i rozwój instrumentów finansowych zabezpieczonych hipotecznie, co zostało szerzej omówione w dalszej części rozdziału;

- inwestowania w nieruchomości: oceny stóp zwrotu i ryzyka, zarządzania ryzykiem, zastosowania teorii portfela – por. rozdz. 3 i 4.

Rynek nieruchomości to jednak również rynek najmu (zaspokajający potrzeby w zakresie użytkowania nieruchomości), rynek obrotu gruntami oraz rynek deweloperski (tworzenia nowych nieruchomości). Wymienione segmenty nie mogą być traktowane jako elementy rynku finansowego.

Można zatem uznać, iż część rynku nieruchomości (rynek lokat finansowych) jest częścią rynku finansowego, a ściślej ujmując – rynku kapitałowego.

2.2.3. Nieruchomość jako lokata

Na rynku finansowym jego uczestnicy mogą przenosić kapitały pomiędzy różnymi segmentami rynku, korzystając z dostępnych instrumentów finansowych. Ich decyzje zależą zaś będą od postrzegania podstawowych parametrów: stóp zwrotu, ryzyka oraz płynności.

Z punktu widzenia inwestora podstawową różnicą pomiędzy inwestycją finansową a inwestycją w nieruchomości jest płynność, rozumiana jako możliwość zamiany inwestycji na gotówkę po cenie rynkowej w krótkim czasie. Inwestycje w nieruchomości charakteryzują się niską płynnością oraz wysokimi kosztami transakcyjnymi, co znacznie zmniejsza ich atrakcyjność. Istotną konsekwencją tych cech jest, iż inwestowanie na rynku nieruchomości ma zwykle charakter długoterminowy.

Spośród innych istotnych cech nieruchomości jako przedmiotu inwestowania wymienić można:

- stabilną zdolność do generowania nadwyżek finansowych,
- niską deprecjację wartości z tytułu inflacji,
- możliwość uzyskania korzyści podatkowych,
- trwałość oraz stałość w miejscu,
- rzadkość (deficytowość),
- możliwość wykorzystania jako zabezpieczenia zobowiązań.

Motywacje inwestorów do inwestowania w nieruchomości mogą być różne. Z jednej strony są one konsekwencją dostrzeganych zalet tych inwestycji, takich jak: źródła stałych dochodów (czynszowych i pozaczynszowych), zabezpieczenie kapitału, ochrona kapitału przed inflacją w długim okresie, możliwość osiągnięcia korzyści podatkowych (ulgi podatkowe, odpisy amortyzacyjne), możliwość odmrożenia kapitału poprzez zaciągnięcie kredytu, którego zabezpieczeniem będzie hipoteka.

Z drugiej strony inwestorzy na bieżąco oceniają alternatywne możliwości inwestycyjne. Zmiana atrakcyjności różnych rodzajów inwestycji, wynikająca z długo- lub krótkoterminowych tendencji gospodarczych, przekłada się na decyzje inwestycyjne. Powoduje to cykliczne zmiany kierunków inwestowania, fluktuacja ta nie omija również rynku nieruchomości.

Ponieważ inwestycje w nieruchomości traktować można jako alternatywne do innych instrumentów rynku kapitałowego, występuje powiązanie pomiędzy stopami zwrotu oraz ryzykiem inwestycji na rynku nieruchomości i rynku kapitałowym. Dzięki zróżnicowanej sile powiązania stóp zwrotu różnych rodzajów aktywów, motywującą do inwestowania na rynku nieruchomości może być również ich włączenie do portfela inwestycyjnego w celu zwiększenia jego efektywności¹². Jest to możliwe dzięki niskiej korelacji dochodów z nieruchomości oraz innych instrumentów (w szczególności akcji i obligacji), dzięki czemu ryzyko portfela inwestycyjnego złożonego z tych aktywów może być zredukowane.

Pomocna w zakresie oceny atrakcyjności inwestycji w nieruchomości na tle innych aktywów rynku finansowego może być analiza korelacji stóp zwrotu osiąganych przez typowe instrumenty finansowe. Analizy takie są możliwe w przypadku rynków, dla których wyznaczany jest indeks cen nieruchomości, np. indeks NCREIF¹³ na rynku amerykańskim.

Przedstawiono wyniki analizy korelacji stóp zwrotu inwestycji w nieruchomości (mierzonych zmianami wartości indeksu cen nieruchomości NCREIF) oraz stóp zwrotu funduszy inwestujących w nieruchomości (REIT¹⁴) w USA ze stopami zwrotu innych aktywów finansowych w tab. 2.3.

Tabela 2.3

Współczynniki korelacji stóp zwrotu instrumentów finansowych i nieruchomości

Współczynnik korelacji	CPI	Obligacje	Akcje (S&P 500)	T-Bills (bony skarbowe)	NCREIF	REIT
CPI	1					
Obligacje	-0,24	1				
Akcje (S&P 500)	-0,13	0,27	1			
T-Bills	0,59	0,13	-0,07	1		
NCREIF	0,33	-0,15	-0,05	-0,47	1	
REIT	-0,02	0,49	0,60	0,0	-0,06	1

Źródło: W. B. Brueggeman, J. D. Fisher, *Real Estate Finance and Investments*, Mc Graw Hill, New York 2001.

¹² Por. K. Marchlewski, *Teoria portfela a ryzyko inwestowania*, maszynopis pracy doktorskiej, Uniwersytet Łódzki, 1998.

¹³ *National Council of Real Estate Investment Fiduciaries*, por. www.ncreif.com

¹⁴ Real Estate Investment Fund (Fundusz Inwestycyjny Nieruchomości).

Przedstawione dane wskazują, iż korelacja indeksu cen nieruchomości (NCRIF) z innymi instrumentami rynku finansowego jest niewielka, często wręcz negatywna, zaś ma istotną wartość w przypadku bonów skarbowych i zmian inflacyjnych. Zasadne wydaje się zatem twierdzenie, iż inwestycje w nieruchomości chronią kapitał przed deprecjacją inflacyjną.

Interesujące jest, iż występuje niska korelacja pomiędzy stopami zwrotu bezpośrednich inwestycji w nieruchomości oraz funduszy inwestujących w nieruchomości. Uzasadnienia tej tendencji można szukać w różnicy w motywacji uczestników rynku: w przypadku segmentu mierzonego przez indeks NCRIF, uczestnicy przede wszystkim długoterminowo inwestują w konkretne projekty nieruchomościowe, zaś dla rynku reprezentowanego przez indeks REIT uczestnicy to głównie finansowi inwestorzy instytucjonalni, którzy inwestują w różne instrumenty rynku finansowego (akcje, obligacje, fundusze inwestycyjne itd.), dokonując na bieżąco oceny stanu poszczególnych segmentów rynku kapitałowego.

Z kolei w przypadku funduszy inwestujących w nieruchomości (REIT) stopy zwrotu są dodatnio skorelowane z innymi instrumentami rynku finansowego (akcjami i obligacjami), co świadczy o tym, że są one traktowane jako alternatywny, wobec np. akcji i obligacji, przedmiot inwestowania, występujący na tym samym, szeroko pojętym rynku inwestycyjnym. Aktywa te mają podobnych inwestorów, którzy poddani są analogicznym tendencjom rynkowym.

Dokonana analiza wskazuje, iż segment rynku nieruchomości (rynek lokat finansowych) jest traktowany przez inwestorów jako część rynku kapitałowego, szczególnie w części, gdzie operują finansowi inwestorzy instytucjonalni (fundusze inwestycyjne).

2.2.4. Finansowanie rynku nieruchomości

Specyfika rynku nieruchomości sprawia, iż inwestycje charakteryzują się wysoką kapitałochłonnością i niską płynnością. Cechy te z punktu widzenia inwestorów postrzegane są jako istotne wady, a często nawet bariery wejścia na ten rynek.

Wysoka kapitałochłonność bezpośrednich inwestycji w nieruchomości jest immanentną cechą rynku. Stąd, rozwiązanie problemu finansowania inwestycji otwiera drogę do rozwoju rynku.

Tradycyjnie, metody finansowania podzielić można na dwie kategorie:

- kapitałem własnym (w szczególności akcyjnym oraz udziałowym) oraz
- długiem (poprzez środki kredytowe bądź emisję dłużnych papierów wartościowych).

Istnieją również formy mieszane, takie jak np. emisja obligacji zamiennych, warrantów itd., łączące w sobie cechy finansowania długiem oraz kapitałem.

Finansowanie **kapitałem własnym** polega na emisji papierów wartościowych (w szczególności akcji oraz udziałów), dających ich posiadaczowi określone prawa udziałowe:

- **prawa majątkowe:** prawo do dywidendy, prawo do uczestniczenia w podziale majątku spółki w razie jej likwidacji, prawo do poboru akcji nowej emisji;

- **prawa korporacyjne:** prawo głosu, prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (udziałowców), bierne prawo wyborcze do organów spółki, prawo zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia, prawo sankcjonowania władz spółki;

- **inne:** prawa mniejszości, prawo do rozporządzania akcjami przez akcjonariuszy, prawo do zbywania akcji i jego ograniczenia, prawo zastawiania akcji i egzekucja z akcji.

Nabywcy akcji (udziałów) decydują o sposobie organizacji i zarządzania spółką poprzez swoich przedstawicieli w organach spółki. Jednocześnie przypadają im ewentualne korzyści z tytułu wzrostu wartości spółki. Posiadacze akcji (udziałów) mogą również dokonać ich zbycia.

Nabywcami akcji (udziałów) są często specjalizowani inwestorzy finansowi, którzy upatrują w nich możliwość uzyskania wysokich stóp zwrotu, znacznie przewyższających rentowność instrumentów dłużnych. Jednocześnie inwestorzy finansowi nie zabiegają o możliwość zarządzania spółką, oczekując jednak prawa do ich kontroli. Zwykle podpisywane są umowy regulujące wzajemne stosunki inwestorów, często zawierające dodatkowe prawa i ograniczenia, np. w postaci opcji zakupu lub sprzedaży przysługujących inwestorom finansowym. Ceną płaconą za perspektywę wysokich zysków jest ponoszone ryzyko.

Tradycyjnie **finansowanie długiem** odbywa się poprzez instrumenty kredytowe, które wspomagają środki własne inwestorów. Finansowanie kredytowe ma jednak wady, ograniczające możliwość jego stosowania. Wynikają one z:

- konieczności posiadania zdolności kredytowej, co ogranicza możliwości pozyskania środków kredytowych przez danego inwestora;

- niskiej skłonności do podjęcia ryzyka przez kredytodawców;

- konieczności posiadania historii kredytowej, co stanowi istotną barierę wejścia na rynek dla nowych przedsięwzięć;

- relatywnie wysokich kosztów, wynikających z marż bankowych (uwzględniające cenę pieniądza, cenę ryzyka, ale również koszty funkcjonowania banku jako pośrednika finansowego);

- konieczności ustanawiania zabezpieczeń o wartości znacznie przekraczającej wartość zobowiązań kredytowych (ustanawianie zabezpieczeń wiąże się często z ponoszeniem dodatkowych kosztów);

– ograniczeń kwotowych, wynikających z wewnętrznych regulacji sektora bankowego (tzw. plafony kredytowe, współczynniki koncentracji, współczynnik wypłacalności).

W efekcie inwestorzy na rynku nieruchomości poszukują narzędzi umożliwiających finansowanie inwestycji w sposób bardziej elastyczny oraz tańszy od tradycyjnych instrumentów kredytowych. Podstawowym kierunkiem poszukiwań są instrumenty rynku finansowego, których rozwój sprzyja możliwości wykorzystania również na rynku nieruchomości.

Podobny proces przechodzą narzędzia finansowania sektora przedsiębiorstw. Tradycyjne finansowanie kredytowe jest uzupełniane instrumentami rynku finansowego. Przykładem rozwoju form finansowania są papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa i oferowane inwestorom rynku finansowego (*commercial papers* – CP). To odpowiednik bonów skarbowych emitowanych przez Skarb Państwa, są to zwykle krótkoterminowe papiery wartościowe o oprocentowaniu opartym na rentowności bonów skarbowych. W warunkach polskich emisja odbywa się na podstawie prawa wekslowego (wówczas inwestor posiada prawo do zaspokojenia roszczeń z weksła zdeponowanego w banku pełniącym funkcje powiernicze) lub prawa cywilnego (umowy cywilnoprawne zobowiązujące emitenta do określonych świadczeń finansowych). CP dostarczają emitentowi krótkoterminowych środków finansowych za cenę niższą od kredytu (dzięki wyeliminowaniu marży pośrednika: banku). Z punktu widzenia inwestorów CP oferują wyższą rentowność niż bony skarbowe, niosąc ze sobą nieco wyższe ryzyko (emitentami są zwykle przedsiębiorstwa o wysokiej wiarygodności płatniczej, uwiarygodnionej odpowiednim ratingiem kredytowym), oferują również odpowiednią płynność rynku wtórnego (który jest organizowany przez banki organizujące emisje). W przypadku finansowania długoterminowego, adekwatnym instrumentem finansowym są obligacje, których emisja wiąże się jednak często z ustanowieniem dodatkowych zabezpieczeń dla nabywców (obligacje zabezpieczone).

Koncepcja emisji papierów wartościowych została przeniesiona również na rynek nieruchomości. Wiąże się to z istotnymi korzyściami:

- znacznie szerszym dostępem do środków oferowanym bezpośrednio przez rynek finansowy;
- wyższą akceptacją ryzyka przez inwestorów finansowych w przeciwieństwie do kredytodawców;
- niższymi kosztami finansowymi na skutek wyeliminowania pośrednika (banku);
- brakiem konieczności dodatkowego zabezpieczenia;
- brakiem barier formalnych ograniczających wartość finansowania;
- akceptacją dłuższych terminów finansowania;

B.U.F.

– możliwością zorganizowania wtórnego obrotu papierami wartościowymi, a co za tym idzie, zapewnieniem płynności dla nabywców (możliwość zbycia wyemitowanych papierów wartościowych);

– bieżącą oceną projektu przez rynek, poprzez wycenę papierów wartościowych związanych z finansowanym projektem.

Przykładem takich działań są spółki, których działalność polega na zarządzaniu posiadanymi nieruchomościami i czerpaniu dochodów z tytułu posiadanych praw do nieruchomości. Aktywa tego typu spółek to przede wszystkim nieruchomości. W celu sfinansowania swoich działań spółki emitują papiery wartościowe, których nabywcy uczestniczą w dochodach generowanych przez nieruchomości. Na przykład niemiecka Deutsche Wohnen AG jest spółką publiczną, notowaną na giełdzie papierów wartościowych we Frankfurcie¹⁵, finansującą swoją działalność głównie poprzez emisje papierów wartościowych. Posiada ona portfel nieruchomości mieszkaniowych (około 23 000 mieszkań) i osiąga przychody z tytułu ich wynajmowania (w 2003 r. przychody wynosiły 161 mln euro, zaś zysk netto 11 mln euro), charakteryzując się przy tym stabilnymi wynikami finansowymi. Spółka wypłaca corocznie akcjonariuszom dywidendę w wysokości około 6,2–6,8%, co stanowi korzystną alternatywę wobec innych lokat finansowych. Spółka finansuje się przede wszystkim kapitałem własnym (450 mln euro, co stanowi około 40% pasywów), oraz długoterminowymi zobowiązaniami (emisjami obligacji oraz kredytami inwestycyjnymi – około 55% pasywów). Podobną działalność prowadzą spółki publiczne również w innych krajach, przykładowo szwajcarska PSP Swiss Property oraz REG Real Estate Group, francuska Sophia S.A., brytyjska Land Securities Group PLC i inne.

Projekty nieruchomościowe charakteryzują się znaczną wartością finansowanych aktywów, a jednocześnie długim okresem finansowania. Rodzi to szczególne ryzyko dla podmiotów dostarczających środków. W celu ograniczenia ryzyka stosuje się, znaną również na innych segmentach rynku finansowego, technikę sekurytyzacji.

Sekurytyzacja jest szczególną techniką finansowania w przypadku nieruchomości. Dzięki swej specyfice dostarcza zarówno narzędzi finansowania, jak również ma istotne znaczenie dla ograniczania ryzyka związanego z inwestycjami w nieruchomości. Jednocześnie jest istotnym elementem, integrującym rynek nieruchomości z rynkiem finansowym.

W szerokim znaczeniu sekurytyzacją nazwać można proces przekształcania pozbawionych płynności aktywów lub kredytów o podobnej charakterystyce

¹⁵ *Deutsche Wohnen, One of a Kind in Europe*, Kompen and Co, „Property Research”, January 2004.

(w szczególności należności oraz nieruchomości) w pakiety przynoszących dochody papierów wartościowych, o cechach umożliwiających ich wprowadzenie na rynek w celach inwestycyjnych¹⁶.

Sekurytyzacja jest stosunkowo młodą techniką na rynku finansowym. Koncepcja sekurytyzacji wywodzi się z USA, gdzie papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (*Asset-Backed Securities* – ABS) rozwinęły się z wcześniej funkcjonującej grupy papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami (*Mortgage-Backed Securities* – MBS). Początkowo sekurytyzacja stosowana była do finansowania aktywów pierwotnie posiadanych przez banki. MBS powstały w latach 80. w sytuacji kryzysu na rynku kredytowym, umożliwiając bankom odzyskanie środków zamrożonych w wierzytelnościach oraz wzrost współczynników wypłacalności. Obecnie MBS stanowią największy segment rynku ABS¹⁷.

W Europie rynek ABS rośnie w szybkim tempie. Roczna wartość emisji wzrosła z 3 mld euro w 1992 do 146,6 mld euro w 2002 r.¹⁸ Szybki rozwój rynku stymulowany jest trzema istotnymi czynnikami:

- poprawą i rozwojem regulacji prawnych oraz rynkowych,
- rosnącym popytem ze strony rynku korporacyjnego i bankowego,
- przejrzystością rynku, dzięki większemu zaangażowaniu agencji ratingowych.

Obecnie sekurytyzacja na rynku nieruchomości, zapoczątkowana emisjami MBS w latach 80., rozszerza się na inne należności związane z nieruchomościami, przekształcając ten segment rynku w kierunku szeroko pojętej sekurytyzacji nieruchomości (*Real Estate Securitisation* – RES). Koncepcja RES prowadzi do rozwoju alternatywnych metod finansowania nieruchomości, substytucyjnych wobec tradycyjnej bankowości hipotecznej, a jednocześnie komplementarnych wobec tradycyjnego finansowania kredytowego.

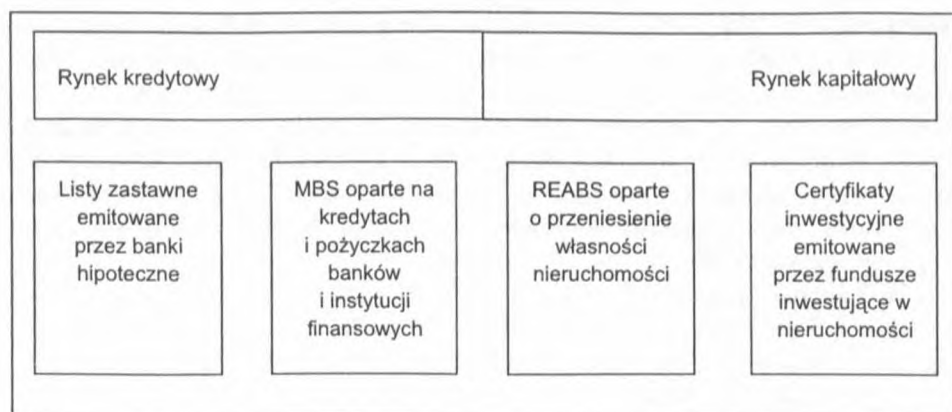
Rynek RES jest kategorią szeroką, obejmuje bowiem zarówno papiery wartościowe oparte na hipotece (MBS), jak również sekurytyzację samych nieruchomości (*Real Estate Asset-Backed Securities* – REABS). REABS są papierami wartościowymi wyemitowanymi przez szczególne podmioty, będące właścicielami nieruchomości. Wówczas dochody i ryzyko nabywcy REABS wynikają z dochodów i ryzyka związanego z przepływami finansowymi związanymi z własnością nieruchomości. Technika ta zbliża rynek REABS do certyfikatów emitowanych przez fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości.

¹⁶ F. Fabozzi, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Mc Graw-Hill, New York 2001.

¹⁷ L. Hayre, *Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*, J. Wiley & Sons, New York 2001.

¹⁸ „Deutsche Bank Securitisation Research” 2002, Deutsche Bank.

Analizując instrumenty finansujące współczesny rynek nieruchomości, zauważyć można transformację od rynku kredytowego w kierunku rynku kapitałowego. Obecnie rynek oferuje instrumenty o różnej charakterystyce. Najważniejsze z nich, związane z rynkiem nieruchomości, przedstawia rys. 2.1.



Rys. 2.1. Instrumenty finansowe związane z nieruchomościami

Źródło: opracowanie własne.

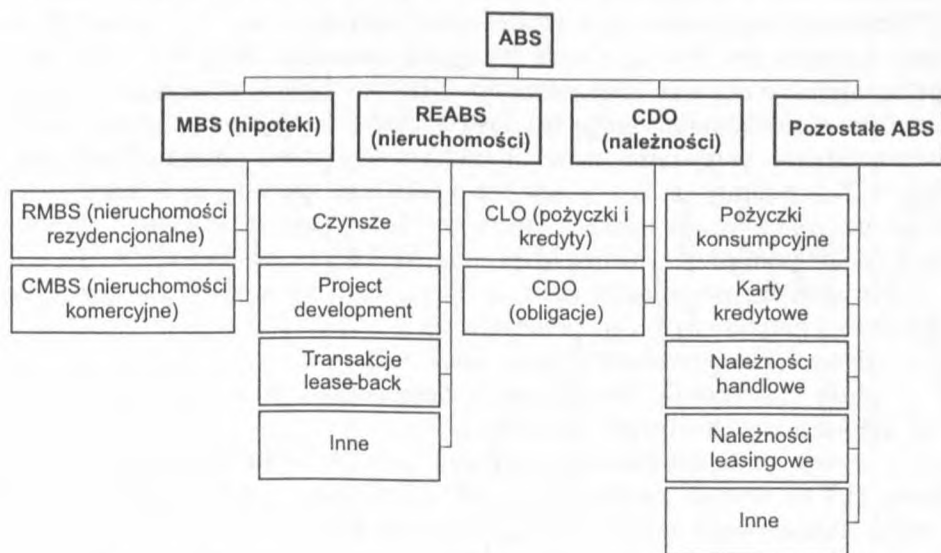
Możliwość rozwoju produktów opartych na sekurytyzacji wynika z odmiennej koncepcji wartościowania *cash-flows* stosowanej przez rynek kapitałowy oraz rynek kredytowy (banki komercyjne oraz hipoteczne). Rynek kapitałowy (adresat produktów typu RES) charakteryzuje się wyższą skłonnością do podejmowania ryzyka. W efekcie klasyczne wskaźniki obrazujące poziom długu w stosunku do wartości nieruchomości (np. LTV, LTMV) są dla transakcji RES znacznie wyższe niż dla finansowania hipotecznego (wówczas zwykle wynoszą do 80%). Cechą rynku kapitałowego jest płynny rynek wtórny, organizowany przez wyspecjalizowane podmioty (*market-makers*), na którym dokonywana jest bieżąca wycena. Ponadto, z powodu struktury oraz kosztów transakcji całkowita stopa zwrotu RES może być niższa niż wymagana przez banki hipoteczne. Są to więc produkty bardziej atrakcyjne z punktu widzenia podmiotu finansowanego¹⁹.

Z punktu widzenia podmiotu finansowanego (inicjatora sekurytyzacji, dalej inicjatora) sekurytyzację rozpatrywać można jako specyficzny produkt finansowy, zamieniający grupę aktywów generujących dochody na gotówkę. Dla nabywcy ABS (dalej inwestora) jest to forma lokowania kapitału, charakteryzująca się relatywnie niskim ryzykiem.

¹⁹ I. Barbour, F. Damerow, J. Thym, *Securitisation in the Context of Mortgage Banking*, Comerzbank Securities, 2002.

Cechą charakterystyczną sekurytyzacji jest wykorzystanie w tym celu spółek specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV). SPV nabywa aktywa od inicjatora oraz emituje ABS. Zabieg ten ma na celu oddzielenie ryzyka związanego z inicjatorem (np. ryzyka niewypłacalności, ryzyka prawnego itd.) od wyemitowanych i nabytych przez inwestorów papierów wartościowych. W przypadku zwiększonego ryzyka sekurytyzowanych aktywów możliwe jest wprowadzenie dodatkowych zabezpieczeń kontraktowych wpływów gotówkowych dla SPV, np. poprzez stosowanie nadzabezpieczenia (przewyższającego wartość długu), dodatkowych gwarancji bankowych, poręczeń itp. W przypadku sekurytyzacji należności czynszowych z nieruchomości, zabezpieczeniem jest sama nieruchomość, niezależnie od należności, wynikających z zawartych umów wynajmu. Na rynku istnieją również transakcje sekurytyzacji pożyczek niezabezpieczonych (CDO – *Collateralised Debt Obligation*), gdzie zabezpieczeniem dla inwestorów jest wyłącznie sekurytyzowane *cash-flows*, wynikające z umowy²⁰.

Rysunek 2.2 przedstawia obecny podział rynku ABS na podstawowe segmenty, według kryterium pierwotnych aktywów, będących zabezpieczeniem wyemitowanych papierów wartościowych:



Rys. 2.2. Podział rynku instrumentów finansowych zabezpieczonych aktywami

Źródło: „Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry”, Marc Breidenbach, Pacific Real Estate Society, Brisbane, January 2003.

²⁰ M. Breidenbach, *Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry*, Pacific Real Estate Society, Brisbane, January 2003.

W przypadku MBS pierwotnymi aktywami są pożyczki i kredyty udzielone przez banki. Uzyskiwane przez SPV płatności są więc w istocie płatnościami odsetkowymi od udzielonego kapitału. Mają więc one wtórny charakter wobec płatności generowanych przez nieruchomości, będącą zabezpieczeniem udzielonego kredytu. Ryzyko i jego czynniki (ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe, ryzyko refinansowe itd.) jest w tym przypadku podobne jak dla kredytodawcy. W tym sensie MBS są papierami wartościowymi o charakterze pochodnym wobec dochodów i ryzyka, wynikającego z inwestowania w nieruchomości.

Tymczasem dla REABS podstawą dochodów oraz ryzyka są przepływy finansowe związane z posiadaniem nieruchomości (np. czynsze i inne wpływy, podatki, opłaty za zarządzanie itd.). W konsekwencji, ryzyko nie jest związane z poziomem stóp procentowych kredytów (jak dla MBS), ale z poziomem dochodów czynszowych. Papiery te mają więc charakter pierwotny wobec inwestowania w nieruchomości. Uznać można, iż są substytucyjne wobec bezpośrednich inwestycji w nieruchomości.

Różnice pomiędzy MBS i REABS występują też z uwagi na status inicjatora. Dla transakcji MBS inicjatorem są zwykle banki lub inne instytucje finansowe, zaś w przypadku REABS dominującą rolę mają instytucje, będące właścicielami nieruchomości, w szczególności instytucje rządowe i samorządowe oraz gospodarcze. Warto zwrócić uwagę, iż transakcje REABS dokonywane przez instytucje rządowe lub samorządowe (zwykle będące właścicielami dużych zasobów nieruchomości) mogą być instrumentem zmniejszania, ograniczonego odpowiednimi przepisami, deficytu budżetowego oraz poziomu zadłużenia (np. w Polsce limity zadłużenia sektora publicznego zapisane są w konstytucji). Stąd na rozwiniętych rynkach istotnym inicjatorem są instytucje publiczne. Różnice pomiędzy rynkami MBS oraz REABS przedstawiono w tab. 2.4.

Pierwotnym podmiotem w transakcji sekurytyzacyjnej jest inicjator. Możliwe korzyści dla niego przedstawiają:

- dywersyfikacja źródeł finansowania inicjatora;
- duża elastyczność umożliwiająca dopasowanie struktury sekurytyzacji do indywidualnych potrzeb inicjatora;
- wyższa dźwignia finansowa. W podejściu kredytowym, dźwignia finansowa (LTV) wynosi zwykle około 60%, tymczasem dzięki wykorzystaniu rynku kapitałowego rośnie ona do około 90–95%;
- technika ta umożliwia podmiotom, które nie mają dostępu do rynku kapitałowego a nawet kredytowego (np. z powodu niskiej wiarygodności finansowej), pośrednie finansowanie z tego źródła;
- możliwość pozyskania finansowania za cenę niższą niż wynikająca ze standingu finansowego inicjatora. Emisje ABS (szczególnie zabezpieczonych nieruchomościami) mogą mieć bowiem rating wyższy niż inicjatora, co prowadzi do obniżenia jego kosztów finansowych;

Rodzaje cykli koniunkturalnych związanych z rynkiem nieruchomości

Charakter cyklu						
gospodarczy o znaczeniu krajowym/regionalnym	gospodarczy o znaczeniu lokalnym (MSA)	polityczno-społeczno-kulturalno-behawioralny	fizyczny (powierzchni)	finansowy	inwestycyjny o charakterze projektowym/portfelowym	międzynarodowy
Podtypy						
<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl ogólnych zmian gospodarczych ● Cykl inflacyjny ● Cykl odnoszący się do demografii i zatrudnienia ● <i>Intra industry</i> ● <i>Inter industry</i> ● Cykl biznesowy ● Cykl pogodowy ● Cykl technologiczny 	<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl w obszarze zurbanizowanym/miejskim ● Cykl w obszarze zurbanizowanym/wiejskim ● Cykl sąsiedztwa ● Cykl teorii planistycznych 	<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl polityczny ● Cykl impulsów generowanych przez rząd (subsytia) ● Cykl regulacji ● Cykl budownictwa mieszkaniowego ● Cykl zmian społecznych ● Cykl popularności ● Cykl regionalnych preferencji mieszkaniowych ● Cykl mody 	<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl popytowy ● Cykl podażowy ● Cykl poziomu pustostanów ● Cykl zmian sezonowych ● Cykl odnoszący się do własności ● Długookresowy ● Krótkookresowy 	<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl przepływu kapitału ● Cykl okresu kredytowania hipotecznego ● Cykl relacji zadłużenie/kapitał ● Cykl warunków zaciągania kredytów hipotecznych ● Cykl sekurytyzacji 	<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl życia fizycznego nieruchomości ● Cykl przemian własnościowych w życiu nieruchomości ● Cykl poziomu stawek czynszowych ● Cykl zapewnienia powierzchni ● Cykl kosztów operacyjnych ● Cykl wydatków kapitałowych ● Cykl poziomu kapitalizacji ● Cykl portfela 	<ul style="list-style-type: none"> ● Cykl makro na rynku nieruchomości ● Cykl specyficzny własnościowy ● Cykl walutowy ● Cykl handlowy

Źródło: Za: S. A. Pyhrr, S. E. Roulac, W. L. Born, *Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy*, „Journal of Real Estate Research” 1999, vol. 18, no 1, s. 39.

– efekt płynności. Sprzedaż aktywów przez inicjatora do SPV poprawia jego płynność. W przypadku instytucji finansowych (np. banków) odpowiednim efektem będzie wzrost współczynnika wypłacalności;

– zarządzanie ryzykiem. Zamiana aktywów niepłynnych (w szczególności aktywów materialnych) na gotówkę umożliwia obniżenie oraz aktywne zarządzanie ryzykiem. Nie zwiększając sumy bilansowej, inicjator uzyskuje większą elastyczność w zarządzaniu ryzykiem (np. ryzykiem stopy procentowej wyrażającym się w możliwości wcześniejszej spłaty należności w przypadku spadku rynkowych stóp procentowych),

Do podstawowych korzyści inwestora zaliczyć można:

– redukcje ryzyka specyficznego. Inwestor, zakupując udział w zdywersyfikowanej puli aktywów, zmniejsza ryzyko związane z pojedynczą inwestycją;

– atrakcyjne stopy zwrotu przy niskim ryzyku płatności związanych z ABS, które uważane są za aktywa o relatywnie niskim ryzyku. Jednocześnie, dzięki wyeliminowaniu pośrednictwa instytucji finansowych, dochodowość papierów wartościowych jest wyższa niż produktów bankowych;

– dzięki udziałowi agencji ratingowych ryzyko oraz efektywność SPV podlegają kontroli;

– zarządzanie ryzykiem bilansowym inwestora. Nabycie ABS umożliwia aktywne zarządzanie ryzykiem, ze względu na różnorodność form oraz struktur oferowanych na rynku emisji;

– w przypadku REABS inwestor inwestuje w nieruchomości bez konieczności ponoszenia typowych związanych z tym niedogodności – niskiej płynności, wysokiej wartości inwestycji, konieczności administrowania i zarządzania.

Ostatnia z wymienionych korzyści warta jest szczególnej uwagi. Transakcje REABS dają bowiem możliwość alternatywnego, w stosunku do tradycyjnej formy, inwestowania w nieruchomości. Można stwierdzić, iż REABS jest prawem własności do *cash-flows* związanych z sekurytyzowanymi nieruchomościami. W efekcie właściciel REABS znajduje się w podobnej sytuacji do właściciela akcji.

Rozwój rynku finansowego przejawia się m. in. w powstawaniu nowych instrumentów finansowych. Obecnie rynek transakcji sekurytyzacyjnych (ABS) jest jednym z najbardziej dynamicznych²¹ w Europie. Począwszy od roku 1992, do chwili obecnej wartość emisji wzrosła około 50-krotnie. Do największych (w roku 2002) zaliczyć można rynki:

- brytyjski (35% wartości emisji w Europie),
- włoski (20%),
- hiszpański (11%),
- niemiecki (7%),
- holenderski (7%).

²¹ „Deutsche Bank Securitisation Research” 2002.

Biorąc pod uwagę kryterium podmiotu inicjatora, dominującą rolę pełnią:

- banki (58%),
- instytucje inwestycyjne i finansowe (24%),
- podmioty gospodarcze (10%),
- sektor publiczny (8%)

Ze względu na charakter pierwotnego aktywa, w grupie wszystkich transakcji typu ABS, poszczególne typy transakcji obejmują:

- nieruchomości (56%),
- obligacje CDO (12%),
- kredyty samochodowe (6%),
- należności z kart kredytowych (5%).

Nieruchomości stały się podstawowym pod względem wartości segmentem rynku ABS. Technika sekurytyzacji przybliżyła rynek nieruchomości i rynek finansowy, stając się ich wspólną częścią. Inwestując w nieruchomości, inwestorzy tradycyjnie doceniali zalety, ponosząc jednak konsekwencje istniejących wad oraz ograniczeń tego typu inwestycji. Szczególne znaczenie ma w tym przypadku ograniczenie ryzyka, występującego w tradycyjnych formach inwestowania w nieruchomości.

Istotne zalety instrumentów rynku finansowego stosowanych do finansowania rynku nieruchomości pozwalają oczekiwać, iż segment ten będzie się w przyszłości wciąż żywiłowo rozwijał.

Ważnym elementem integrującym rynek nieruchomości i rynek finansowy są inwestorzy. W szczególności dotyczy to **funduszy inwestycyjnych**, które w różnej formie są obecne na rynku nieruchomości. Rynek wciąż poszukuje nowych narzędzi, dostosowanych do specyficznych cech inwestycji w nieruchomości, jednocześnie pozwalających na zarządzanie związanym z tym ryzykiem. Narzędzi tych w coraz szerszym zakresie dostarcza rynek finansowy, uzupełniając tradycyjne formy finansowania środkami kredytowymi.

Fundusze inwestycyjne uczestniczą w finansowaniu rynku nieruchomości, wykorzystując różnorodne instrumenty finansowe. W szczególności, fundusze pełnią często rolę inwestora finansowego. Zależnie od typu funduszu, jak i akceptowanego poziomu ryzyka fundusze w różnej formie dostarczają środki finansowe, wykorzystując zarówno instrumenty dłużne, jak i kapitałowe.

Ze względu na formę prawną oraz organizację, zgodnie z polskim prawem istnieją następujące podstawowe rodzaje funduszy inwestycyjnych:

– **fundusze otwarte** – posiadają zmienną liczbę uczestników oraz zmienną liczbę jednostek uczestnictwa reprezentujących jednakowe prawa majątkowe. Mogą zbywać jednostki udziałowe bez ograniczeń;

– **specjalistyczne fundusze otwarte** – wzorowane są na funduszach otwartych, z tym że istnieje możliwość określenia w statucie warunków odkupienia jednostek uczestnictwa; wyróżnikiem jest także powołanie organu kontrolnego Rady Inwestorów;

– **fundusze zamknięte** – emitują certyfikaty depozytowe, które są przedmiotem obrotu giełdowego i nie podlegają odkupieniu przez fundusz. Polityka inwestycyjna prowadzona przez te fundusze jest bardziej ryzykowna i swobodniejsza niż w przypadku funduszy otwartych; możliwe jest np. inwestowanie dodatkowo w udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty, transakcje terminowe oraz prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat, i inne;

– **fundusze specjalistyczne zamknięte** – szczególna forma funduszu zamkniętego. Certyfikaty inwestycyjne tych funduszy nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do obrotu publicznego. Mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, a jedynie te dopuszczone do publicznego obrotu mogą być wyłącznie na okaziciela. Możliwości inwestycyjne takiego funduszu są większe niż funduszu zamkniętego i obejmują dodatkowo prawa własności do nieruchomości gruntowych oraz budynków i lokali oraz udziały we współwłasności nieruchomości;

– **fundusze mieszane** – są odmianą funduszy zamkniętych; podstawową różnicą jest możliwość wykupienia certyfikatów na żądanie uczestnika.

Dla oceny funduszy istotne jest również, iż ze względu na brak konieczności wykupywania (umarzania) jednostek uczestnictwa, fundusze o charakterze zamkniętym nie muszą utrzymywać nadwyżki płynnych środków pieniężnych, stąd uzyskiwane przez nie stopy zwrotu są zwykle wyższe niż dla funduszy otwartych oraz mieszanych.

Biorąc pod uwagę poziom ponoszonego ryzyka (a co za tym idzie rodzaj papierów wartościowych w portfelu inwestycyjnym), fundusze można podzielić na:

– **fundusze wysokiego ryzyka** (*Private equity* oraz *Venture capital*). Pomimo różnic w kategoriach *venture capital* (VC) i *private equity* (PE), powszechnie używa się pojęcia *venture capital* na określenie inwestycji, cechujących się dużym stopniem ryzyka. W praktyce VC finansują wczesne stadia rozwoju przedsiębiorstwa, tzw. fazę zasiewów (*seed*) oraz fazę startu (*start-up*), natomiast PE koncentrują się na spółkach, mających zweryfikowany produkt lub usługę, chcących pozyskać kapitał w celu dokonania ekspansji rynkowej. Działalność inwestycyjna funduszy podwyższonego ryzyka polega na nabywaniu akcji (udziałów) w spółkach w zamian za przekazanie im środków finansowych, bardzo często podwyższających ich kapitał, oraz na udzielaniu spółkom pomocy w zakresie zarządzania. Fundusze *private equity* i *venture capital* najczęściej inwestują w przedsiębiorstwa, które nie funkcjonują na rynku publicznym. Inwestycje zwykle charakteryzują się ponadprzeciętną stopą zwrotu, będącą jedynym czynnikiem mogącym zrekompensować funduszowi ponadprzeciętne ryzyko finansowania takich przedsięwzięć. Po zakończeniu inwestycji, trwającej przeciętnie od 3 do 7 lat, dokonują wyjść z inwestycji (dezinwestycji), odsprzedając swoje udziały;

– **fundusze akcyjne**, które inwestują przede wszystkim w akcje spółek dopuszczonych do publicznego obrotu. Co najmniej 60% powierzonych środków inwestują w akcje spółek giełdowych. W zależności od tego, w jakie spółki inwestują (o ugruntowanej pozycji, wysokich dywidendach czy też dających szybki, ale niepewny zysk), ich polityka może mieć bardziej lub mniej agresywny charakter. Specyficzną formą funduszy akcyjnych są fundusze indeksowe. Skład ich portfela jest zbliżony do składowych danego indeksu giełdowego (lub branżowego). Ten sposób inwestowania ogranicza ponoszone na rynku akcji ryzyko specyficzne;

– **fundusze zrównoważone/hybrydowe** inwestują zarówno w akcje, jak i instrumenty dłużne. Udział akcji w stosunku do innych instrumentów w portfelu typowego funduszu zrównoważonego wynosi zwykle od 40 do 60%;

– **fundusze instrumentów dłużnych**, które inwestują głównie w papiery wartościowe o stałym dochodzie: bony skarbowe i pieniężne, obligacje skarbowe oraz instrumenty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa i władze samorządowe. Fundusze obligacji charakteryzuje znaczny poziom ryzyka stopy procentowej;

– **fundusze rynku pieniężnego**, inwestujące w takie instrumenty jak: bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, zabezpieczone w 100% porozumieniami odkupu. Charakteryzują się najniższym ryzykiem, ale i stosunkowo niewielkim dochodem.

Inwestycje na rynku nieruchomości są zwykle przedmiotem działania specjalistycznych funduszy inwestycyjnych. W przypadku finansowania instrumentami kapitałowymi, z racji ich specyfiki, są to fundusze podwyższonego ryzyka typu zamkniętego²². Nabywając udziały kapitałowe w przedsiębiorstwie (lub wyodrębnionym w postaci spółki przedsięwzięciu), fundusze oczekują ponadprzeciętnej stopy zwrotu, której realizacja jest zwykle związana ze sprzedażą²³ akcji (udziałów) lub likwidacją spółki celowej. Wówczas środki ze sprzedaży akcji (udziałów) są rozdysponowywane udziałowcom Funduszu, zaś sam Fundusz często likwidowany.

Fundusze inwestycyjne biorą udział w finansowaniu rynku nieruchomości również poprzez instrumenty dłużne. Fundusze instrumentów dłużnych, lub rzadziej pieniężne, nabywają instrumenty dłużne zabezpieczone hipotecznie (w szczególności listy zastawne), licząc na wyższe stopy zwrotu niż w przypadku tradycyjnych instrumentów emitowanych przez Skarb Państwa, przy zachowaniu niskiego ryzyka związanego z hipotecznym zabezpieczeniem emisji.

Przykładowo w Niemczech otwarte fundusze inwestycyjne nieruchomości funkcjonują już od kilkudziesięciu lat i pełnią tam istotną rolę, zwiększając

²² W polskim prawie zostało to dopuszczone przez nowelizację ustawy o funduszach inwestycyjnych z 16 listopada 2000.

²³ Często praktykowaną formą jest w tym przypadku sprzedaż akcji (udziałów) w celu umorzenia lub sprzedaż pozostałym inwestorom (niefinansowym).

skłonność do długoterminowego oszczędzania, finansując jednocześnie rozwój rynku nieruchomości. Według danych Deutsche Grundbesitz (spółki zarządzającej jednym z największych funduszy nieruchomości w Niemczech) niemieckie gospodarstwa domowe zainwestowały bezpośrednio w różnego rodzaju nieruchomości oraz pośrednio – poprzez fundusze inwestycyjne – ponad połowę swoich oszczędności. W przeważającej części są to fundusze inwestujące w instrumenty dłużne. Łączne aktywa niemieckich funduszy nieruchomości wyniosły na koniec roku 2001 48,2 mld euro, co kilkadziesiąt razy przekracza środki zgromadzone wówczas we wszystkich polskich funduszach inwestycyjnych.

2.3. Cykliczne zmiany aktywności rynku nieruchomości a rozwój gospodarczy

2.3.1. Cykliczne zmiany aktywności gospodarczej

Zmiany aktywności gospodarczej postrzegane są często przez pryzmat cykliczności koniunktury. Złożoność procesów wpływających na tempo i rozmiar przekształceń w gospodarce wywołuje różnorodność koncepcji i przewidywań co do przyczyn aktualnej aktywności i jej dalszych zmian. Przejawy zmian o charakterze długookresowym noszą miano trendu, a składają się na niego cykle²⁴. Teorie cyklu koniunkturalnego poszukują ich przyczyn w czynnikach egzo- i endogenicznych, a same cykle są najczęściej rozróżniane przy użyciu kryterium długości ich trwania.

Teorie egzogeniczne szukają wyjaśnienia przyczyn i przebiegu cyklu w warunkach zewnętrznych do danego systemu gospodarczego²⁵. Teorie endogeniczne podkreślają znaczenie mechanizmów gospodarczych, przede wszystkim rolę inwestycji²⁶. Próbowano również konstruować teorie oparte na syntezie czynników endo- i egzogenicznych²⁷.

Kryterium długości cyklu koniunkturalnego pozwala na wyróżnienie cykli krótkich, klasycznych i długich. Cykl krótki – tzw. cykl Kitchina – trwał ok. 3,5 roku, cykl klasyczny – Juglara – trwał od 8 do 10 lat, a cykl długi

²⁴ Por.: D. R. Kammerchen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991, s. 152.

²⁵ Można wymienić teorię meteorologiczną W. S. Jevonsa czy teorię cyklu politycznego, szerzej: *Ekonomia*, red. W. Caban, Absolwent, Łódź 1998, s. 301.

²⁶ Należy wskazać teorię J. M. Keynesa i M. Kaleckiego, szerzej: *ibidem*, s. 303.

²⁷ Najważniejszym przedstawicielem tego nurtu był J. A. Schumpeter i jego teoria innowacyjna, *ibidem*, s. 302.

– Kondratiewa – od 50 do 60 lat²⁸. W literaturze przedmiotu można także znaleźć inny podział; cykl Juglara jest tu traktowany jako cykl krótki, jako cykl średni trwający 15–25 lat wymieniany jest cykl Kuzneta, jako cykl długi wymienia się cykl Kondratiewa, a bardzo długi – Modelskiego²⁹.

Cykle Juglara nazywane są również „*fixed investment cycle*”, ponieważ oparte są na historycznych danych finansowych – po raz pierwszy wykorzystano informacje o zmianach poziomu stóp procentowych, zmianach cen oraz dotyczące równowagi banku centralnego. Autor wskazywał swoistość każdego cyklu w skali poszczególnych krajów, cykl składał się z 3 faz – ożywienia, kryzysu i likwidacji.

Cykl trwający 15–25 lat, badany przez Kuzneta, uzależniony był od dynamiki inwestycji w grunty i budynki oraz inne aktywa kapitałowe. Cykl długi – przejawiający się tzw. długimi falami – trwał od 45 do 60 lat. Badania prowadzone przez Kondratiewa oparte były na danych o gospodarkach Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Niemiec. Autor wskazywał na znaczenie czynników o charakterze społeczno-politycznym, jako katalizatorów zachodzących zmian.

Sformułowano również teorię cyklu bardzo długiego – Modelski wskazał na istnienie cyklu w okresie 100–120 lat, opartego na zmianach w obszarze stosunków międzynarodowych i równowagi światowej³⁰. Wyróżniał on cztery fazy, poczynając od pojawienia się nowej siły światowej, kontrolującej działania na arenie międzynarodowej, fazę niezakłóconej hegemonii, fazę walki o przywództwo i fazę zmiany³¹.

Badano także inne przyczyny występowania cykliczności koniunktury, wskazując m. in. znaczenie postępu technologicznego³² lub zmiany mentalności społecznej. Ta ostatnia przyczyna wyjaśnia zmiany aktywności gospodarczej zmianami w przyjętym w społeczeństwie systemie wartości, od prymatu indywidualizmu i dążenia do zapewnienia materialnego dobrobytu do wzrostu znaczenia kolektywizmu i odpowiedzialności społecznej³³.

Przemiany społeczne i zmiany aktywności gospodarczej dotyczą również rynku nieruchomości. Wpływają na zmianę zapotrzebowań konsumentów, możliwość wykorzystywania już istniejących zasobów oraz kreowanie podaży. Zależności te są widoczne zarówno w odniesieniu do nieruchomości mieszkaniowych, jak i komercyjnych, jakkolwiek mają różne nasilenie.

²⁸ Por.: *ibidem*, s. 297.

²⁹ Patrz: R. Reed, *The Cyclical Nature of Residential Housing Markets*, Pacific Rim Real Estate Society Annual Conference, Christchurch 2002, s. 5–6.

³⁰ Patrz: G. Modelski, *The Study of Long Cycles*, Frances Pinter, London 1987, s. 1–16.

³¹ *Ibidem*.

³² Patrz: P. Drucker, *Technology, Management and Society*, Pan Books, London 1972.

³³ Szerzej: A. Schlesinger Jr, *Cycles of American History*, Houghton Mifflin Company, Boston 1986.

Przez wiele lat nie dostrzegano znaczenia cyklicznej aktywności rynku nieruchomości, dopiero od końca lat 80., szczególnie ze względu na badania prowadzone przez profesjonalistów – praktyków, zaczęto doceniać wagę tej problematyki³⁴. Trudności pojawiają się już na poziomie zdefiniowania samego pojęcia cyklu na rynku nieruchomości. Przyjęta definicja została określona w 1994 r. i wskazuje ona, iż cykl na rynku nieruchomości to powtarzające się, ale nieregularne fluktuacje przejawiające się w poziomie stopy zwrotu ze wszystkich rodzajów nieruchomości oraz w innych wskaźnikach aktywności rynku nieruchomości, ale występujące z opóźnieniem lub wyprzedzeniem w stosunku do cyklu dotyczącego wszystkich nieruchomości³⁵.

W literaturze przedmiotu można znaleźć obecnie wiele badań, dotyczących długości i przebiegu cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości oraz wzajemnych relacji między tym cyklem, a cyklem w gospodarce. Analizy te przede wszystkim mają charakter krótko- i średniookresowy, koncentrują się na zmianach poziomu pustostanów, aktywności sektora budowlanego, stawek czynszu i cen na konkretnych rynkach lokalnych. Główną przyczyną zainteresowania tą problematyką jest możliwość praktycznej aplikacji uzyskanych rezultatów do podejmowania decyzji o momencie zakupu lub sprzedaży nieruchomości. Należy jednak wskazać, że podjęcie decyzji o alokacji kapitału należy opierać na badaniach kompleksowych i pozwalających na analizy długoterminowe³⁶. Jako przykłady takich badań współcześnie można wskazać prace S. Pyhrra i S. Roulaca³⁷, A. Rabinowitza³⁸ czy A. Downsa³⁹.

³⁴ Jako przyczyny braku zainteresowania cyklicznością zachowań rynku nieruchomości wskazuje się m. in. brak zaangażowania sfer akademickich, brak miary cykliczności, dywersyfikację i długookresowość inwestycji, które powinny wyeliminować znaczenie cykliczności, trudności w określaniu przyszłości, szerzej: S. A. Pyhrr, S. E. Roulac, W. L. Born, *Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy*, „Journal of Real Estate Research” 1999, vol. 18, nr 1, s. 11.

³⁵ „Property Cycles are recurrent but irregular fluctuations in the rate of all-property total return, which are also apparent in many other indicators of property activity, but with varying leads and lags against the all-property cycle”, za: Royal Institution of Chartered Surveyors, *Understanding the Property Cycle*, London, maj 1994, s. 127.

³⁶ Por.: R. Kaiser, *The Long Cycle in Real Estate*, „Journal of Real Estate Research” 1997, vol. 14, no 3, s. 234.

³⁷ Autorzy wskazują istnienie 15 różnych cykli, w zależności od oddziaływania odmiennych czynników takich jak: inflacja, aktywność sektora budowlanego, zmiany technologiczne, czy społeczne, szerzej: S. Pyhrr i S. Roulac, *Real Estate Cycles: Strategic Implementations for Investors and Portfolio Managers in a Global Economy*, Paper presented at the American Real Estate Society Conference, South Lake Tahoe, CA, March 1996.

³⁸ A. Rabinowitz, *The Real Estate Gamble: Lessons from 50 Years of Boom and Bust*, AMACOM, American Management Associations, New York 1980.

³⁹ A. Downs, *Real Estate and Long-Wave Cycles*, „National Real Estate Investor”, June 1993.

Na rynkach nieruchomości wyróżnia się cykle o charakterze makro- i mikroekonomicznym. Cykle makroekonomiczne koncentrują się na aktywności rynków na poziomie międzynarodowym, krajowym oraz regionalnym, natomiast cykle mikroekonomiczne buduje się na podstawie informacji dotyczących obszaru miasta, konkretnego subryнку lub konkretnej lokalizacji⁴⁰. Oprócz cykli samego rynku nieruchomości można również wskazać szereg różnego typu cykli powiązanych z rynkiem nieruchomości – por. tab. 2.5.

Znaczenie cykli koniunkturalnych na rynkach nieruchomości i ich wpływ na aktywność gospodarczą zostało potwierdzone przy użyciu wielu teorii, starających się wyjaśnić ich przyczyny, przebieg oraz konsekwencje. Nawiązywały one m. in. do teorii długich fal Kondratiewa, zmiennej aktywności sektora budowlanego, zmiennej aktywności inwestycyjnej. Przyczyny występowania cyklicznej aktywności rynku nieruchomości są poszukiwane nie tylko w obszarze gospodarki, ale również w nawiązaniu do zachowań społecznych i psychologii. Wskazuje się znaczenie „zachowań stadnych” i psychologii tłumów warunkowanych poszukiwaniem nagrody i unikaniem kary⁴¹.

Prekursorem kompleksowych analiz był H. Hoyt, który w swojej pracy z 1933 r. prześledził zmiany cen ziemi, stawek czynszu i aktywności rynku nieruchomości w Chicago w okresie 100 lat⁴². Wynikiem jego badań było wskazanie, iż na rynku nieruchomości mamy do czynienia z 18-letnim cyklem koniunkturalnym. Jakkolwiek w następnych latach wydawało się, że z powodu zmian politycznych i gospodarczych doszło do zaniku tego cyklu. Niektórzy wskazują, iż boom końca lat 80. XX wieku był jego dowodem⁴³.

A. Burns prześledził zmiany aktywności budowlanej na rynku mieszkaniowym w długim okresie⁴⁴. Użył do tego celu danych zebranych przez podmioty publiczne, a jego praca była w następnych latach kontynuowana⁴⁵. Innym, znaczącym autorem na obszarze cyklicznych zmian aktywności rynku nieruchomości był R. Wenzlick, który badał okres od 1795 do 1973 r., analizując transakcje na rynku mieszkaniowym. Efektem tej analizy było wskazanie istnienia cyklu trwającego przeciętnie 18 lat i 4 miesiące⁴⁶.

⁴⁰ Za: S. Pyhrr i S. Roulac, *op. cit.*, s. 10.

⁴¹ Szerzej: D. Stoken, *The Great Cycle: Predicting and Profiting from Crowd Behavior, the Kondratieff Wave and Long-Term Cycles*, IL Probus Publishing Company, Chicago 1994.

⁴² H. Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago*, The University of Chicago Press, Chicago 1933.

⁴³ Szerzej: R. Kaiser, *op. cit.*, s. 235.

⁴⁴ A. F. Burns, *Long Cycles in Residential Construction*, Economic Essays in Honor of Wesley Clair Mitchell, Columbia University Press, Nowy Jork 1935.

⁴⁵ M. in. w pracy: L. Grebler, L. Burns, *Construction Cycles in the U.S.*, „Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association” 1982, vol. 10, no 2.

⁴⁶ Za: A. Rabinowitz, *op. cit.*, s. 238.

Tabela 2.5

Znaczenie sektora mieszkaniowego w krajach UE (w %)

Kraj	Udział inwestycji mieszkaniowych w PKB	Mieszkania zamieszkałe przez swoich właścicieli	Udział wierztyelności hipotecznych w PKB	Inflacja cen domów (nominalnie)	Inflacja czynszów	Inflacja HICP
	2001	Ostatnie dostępne	2001			
Belgia	4,8	72	28	5,3	1,9	2,4
Niemcy	6,3	39	47	2,0	0,8	2,1
Grecja	4,8	80	12	11,3	4,0	3,7
Hiszpania	7,3	85	32	15,5	4,1	2,8
Francja	4,2	58	22	6,5	0,5	1,8
Irlandia	8,8	78	30	8,0	14,4	4,0
Włochy	4,5	69	10	5,7	2,1	2,3
Luxemburg	3,2	67	29	9,1	3,0	2,4
Holandia	5,8	53	74	9,7	2,6	5,1
Austria	5,0	56	30	-2,9	2,8	2,3
Portugalia	5,7	64	47	3,6	2,6	4,4
Finlandia	4,5	64	21	-0,8	3,9	2,7
Dania	3,5	59	67	5,8	2,7	2,3
Szwecja	2,1	53	58	7,9	1,7	2,7
Wielka Brytania	2,8	68	60	8,1	3,3	1,2
Strefa euro	5,5	60	33	6,8	1,3	2,5
UE	4,9	61	39	7,1	1,6	2,3

Źródło: *Structural Factors in the EU Housing Markets*, European Central Bank, March 2003.

Badania wskazują różnice w przebiegu cyklu na rynku nieruchomości komercyjnych i nieruchomości mieszkaniowych. W wielu pracach potwierdzono długoterminowe cykle rynku nieruchomości biurowych, nieprzystające do fluktuacji makroekonomicznych⁴⁷. Rynek nieruchomości mieszkaniowych zachowuje się w sposób bardziej podobny do ogólnych zmian aktywności gospodarczej⁴⁸.

Fazy aktywności rynku nieruchomości są przesunięte w czasie w stosunku do całokształtu sytuacji gospodarczej danego obszaru. Wynika to przede wszystkim z długości procesu inwestycyjnego i z powolności zmian rynku nieruchomości – por. rys. 2.3. Obserwuje się więc, że mimo zakończenia fazy prosperity w gospodarce i przechodzenia do etapu stagnacji wciąż trwa boom inwestycyjny na rynku nieruchomości. Podobnie, gdy gospodarka wychodzi już z okresu recesji i rozpoczyna się powolny wzrost, rynek nieruchomości znajduje się jeszcze w głębokim kryzysie.

Należy wskazać czynniki uznane za wskaźniki niezbędne do oceny koniunktury. Takie znaczenie przypisuje się poziomowi pustostanów. Dowiedziono, iż cykliczne zmiany poziomu pustostanów wiążą się ze zmianami stawek czynszu. Okres dostosowania poziomu czynszów powierzchni biurowych do zmienionych warunków rynkowych trwa około 1 roku⁴⁹. Same cykliczne zmiany poziomu pustostanów związane są z opóźnieniem w działalności deweloperskiej. Jako wytłumaczenie niedopasowania między poziomem popytu i podaży, czego wyrazem są wydłużone okresy nadmiernego poziomu pustostanów oraz bardzo niskiego poziomu pustostanów, wskazuje się niechęć właścicieli do dostosowywania poziomu wypełnienia i czynszów do silnych zmian w popycie najemców oraz okresy boomu budowlanego istniejącego mimo wysokiego poziomu pustostanów⁵⁰.

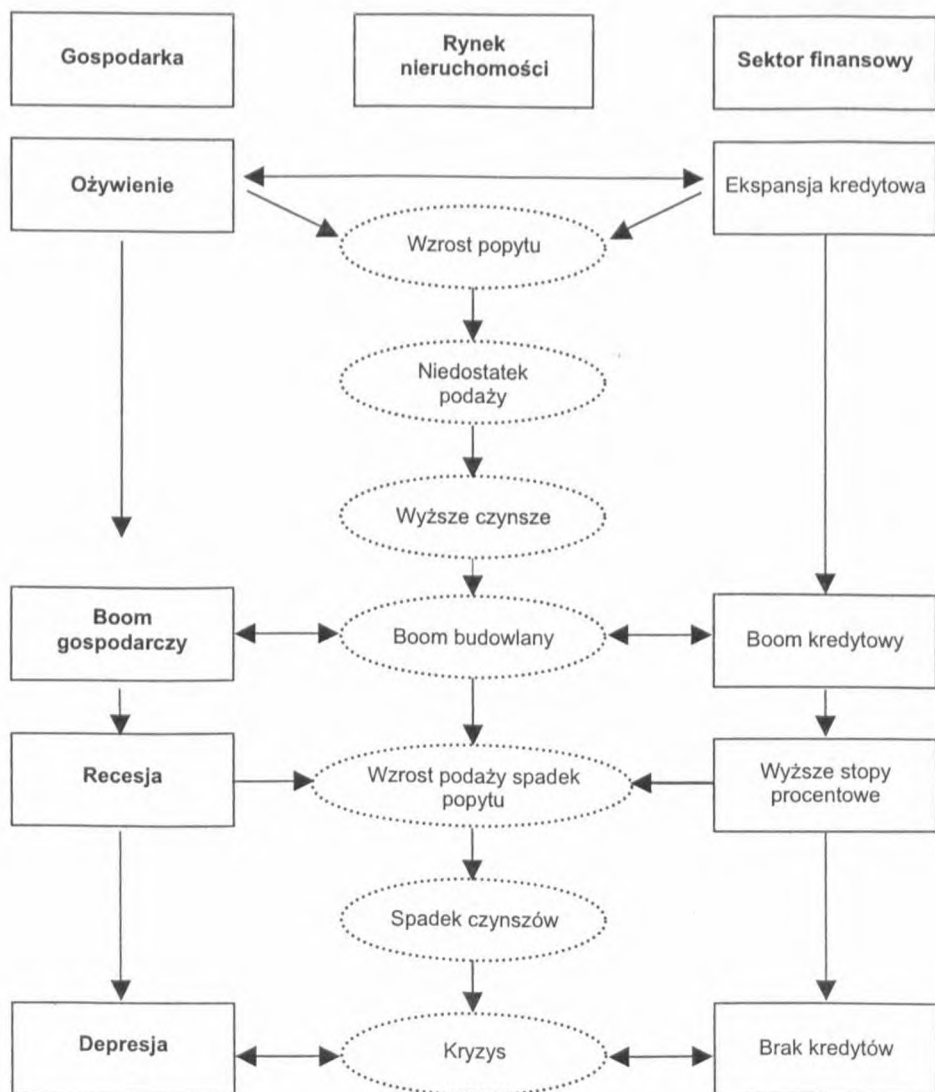
Ze współczesnych badań wynika, iż długie cykle mają różny okres trwania, a w zasadzie obserwuje się ich wydłużanie. Wskazuje się odmienne uzasadnienia tego stanu, koncentrując się na znaczeniu transformacji technolo-

⁴⁷ Szerzej: J. L. Kling, T. E. McCue, *Office Building Investment and the Macro-Economy, Empirical Evidence, 1973–1985*, „Journal of American Real Estate and Urban Economics Association” 1987, nr 3; W. C. Wheaton, *The Cyclical Behavior of the National Office Market*, *ibidem*, nr 4; S. R. Grenadier, *The Persistence of Real Estate Cycles*, „Journal of Real Estate Finance and Economics” 1995, no 10.

⁴⁸ Szerzej: D. DiPasquale, W. Wheaton, *Housing Dynamics and the Future of Housing Prices*, „Journal of Urban Economics” 1994, vol. 35, no 1; L. Grebler, L. Burns, *Construction Cycles in the U.S.*, „Journal of American Real Estate and Urban Economics Association” 1982, vo. 10, no 2.

⁴⁹ Szerzej: W. C. R. Wheaton, G. Torto, *Vacancy Rates and the Future of Office Rents*, „Journal of the American Real Estate and Urban Economic Association” 1988, vol. 13, no 2, s. 430–455.

⁵⁰ Patrz: S. R. Grenadier, *op. cit.*



Rys. 2.3. Schemat cyklu koniunkturalnego rynku nieruchomości

Źródło: R. Barras, *Property and the Economic Cycle: Building Cycles Revisited*, „Journal of Property Research” 1994, no 11.

gicznej⁵¹, okresie wymiany dóbr konsumpcyjnych i kapitałowych⁵² czy zmianach socjo-politycznych⁵³. Ta ostatnia teoria koncentruje się na wskazaniu przyczyn wydłużania czasu trwania cyklu w różnicach pokoleniowych. Jej autor stwierdza, że poziom optymizmu i aktywności oraz pesymizmu i bierności w działalności biznesowej uzależniony jest od wczesnych doświadczeń człowieka, przeżyć z okresu młodości i podejmowania pierwszej pracy. Ze względu na wydłużanie się okresu aktywności zawodowej i oddziaływania pewnego modelu zachowań wydłużają się również cykle koniunkturalne⁵⁴.

Próbowano zastosować teorię Kondratiewa do wyjaśnienia zmian koniunktury na rynku nieruchomości. Wskazano cztery fazy cyklu koniunkturalnego – wzrostu, spadku, fałszywego wzrostu i kryzysu o nierównomiernych okresach trwania⁵⁵. Najdłuższa faza wzrostu – trwała od 20 do 30 lat, po niej następowała krótka faza spadku – od 3 do 7 lat, kolejną była faza fałszywego ożywienia trwająca około 10 lat, a cykl był kończony fazą kryzysową o okresie od 8 do 23 lat. Dane empiryczne pozwalają na prześledzenie tego cyklu w odniesieniu do rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych⁵⁶.

Ze względu na podobieństwo aktywności rynków nieruchomości w wielu krajach na przełomie lat 80. i 90. pojawiła się teoria głosząca istnienie globalnego cyklu na rynku nieruchomości, wywołanego globalizacją działalności inwestycyjnej i przepływów finansowych⁵⁷. Jej autor wskazywał deregulację systemów finansowych i liberalizację rynków kapitałowych jako główne przyczyny sprawcze bardzo silnego boomu na rynkach nieruchomości w wielu państwach w II połowie lat 80. Pośrednicy finansowi uwolnieni od restrykcyjnych przepisów traktowali inwestycje na rynku nieruchomości jako obciążone bardzo niskim poziomem ryzyka. Dopływ środków finansowych o niskich kosztach dla dłużników przyczynił się do wzrostu zainteresowania nieruchomościami.

Wzrost popytu przy niewielkim wzroście podaży w krótkim okresie wywołał szybki wzrost cen. To z kolei było przez wielu interpretowane jako

⁵¹ R. Ayres, *Technological Transformation and Long Waves. Part I and Part II*, „Technological Forecasting and Social Change” 1990, Vols. 36 and 37.

⁵² Teoria J. Forrestera, patrz: J. Delbeke, *Recent Long-Wave Theories – A Critical Survey*, „Futures”, August 1981, s. 246–257.

⁵³ R. Kaiser, *The Kondratieff Cycle: Investment Strategy Tool or Fascinating Coincidence?*, „Financial Analysts Journal”, May/June 1979.

⁵⁴ *Ibidem*.

⁵⁵ B. Kavanagh, *Calling the Price Drop*, The Land Value Research Group, Melbourne 1994.

⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁷ B. Renaud, *The 1985–1994 Global Real Estate Cycle, Its Causes and Consequences*, Policy Research Working Paper 1452, World Bank 1995.

zachęta do inwestowania (paradoks spekulacyjny). Ciągły wzrost cen wywołał boom budowlany. Jednakże wzrost kosztów obsługi kredytów i pożyczek spowodował załamania na rynkach nieruchomości, co bardzo silnie dotknęło pośredników finansowych i wpłynęło na pogorszenie sytuacji gospodarczej.

Można odnaleźć empiryczne przykłady współzależności między spekulacyjnym wzrostem cen na rynku nieruchomości a późniejszym krachem gospodarczym. Inwestycje spekulacyjne na rynkach nieruchomości w Japonii⁵⁸, Stanach Zjednoczonych, Ameryce Południowej⁵⁹ oraz w krajach europejskich⁶⁰ angażowały wiele podmiotów gospodarczych. Boom budowlany wywołany wzrostem cen i stawek czynszu przyczyniał się do wysokiej nadpodaży powierzchni, która na ogół ujawniała się w trakcie recesji gospodarczej. Niemożność spłacenia zaciągniętych zobowiązań obciążała inwestorów, doprowadzając niektórych do bankructwa. To z kolei przyczyniało się do pogorszenia sytuacji pośredników finansowych. Bankrutujący inwestorzy nie mogli się także wywiązać ze swoich zobowiązań w stosunku do wykonawców, co niejednokrotnie rozszerzało krąg upadających podmiotów gospodarczych.

Natomiast w następnych latach odnotowano znaczne złagodzenie amplitudy cyklu w odniesieniu do aktywności rynku nieruchomości komercyjnych. Pojawiły się opinie o czasowym zaniku cyklu⁶¹. Przyczynami tego efektu były: pojawienie się nowych metod finansowania (sekurytyzacja), co spowodowało znaczny napływ funduszy, poprawa przejrzystości rynku i jego dyscypliny dzięki wzrostowi znaczenia rynku publicznego różnego typu funduszy inwestycyjnych nieruchomości oraz rozkład ryzyka na szerszy krąg podmiotów⁶². Podkreśla się jednakże pojawienie się nowych źródeł zagrożeń, wynikających przede wszystkim ze wzrostu integracji rynku nieruchomości i rynku kapitałowego, ponieważ kryzys na rynku kapitałowym będzie w większym stopniu dotykał rynku nieruchomości niż w latach poprzednich⁶³.

⁵⁸ Szerzej: H. Nakaso, *The Financial Crisis in Japan during 1990s: How the Bank of Japan Responded and the Lesson Learnt*, BIS Paper nr 6/2001.

⁵⁹ Szerzej: S. Herrera, G. Perry, *Tropical Bubbles: Asset Prices in Latin America, 1980–2001*, World Bank Paper 2724, 2001.

⁶⁰ Szerzej: A. Baum, *Evidence of Cycles in European Commercial Estate Markets – and Some Hypothesis*, Working Papers in Land Management and Development, University of Reading, nr 05/2000.

⁶¹ Szerzej H. Zhu, *The Case of the Missing Commercial Real Estate Cycle*, „BIS Quarterly Review”, September 2002.

⁶² *Ibidem*, s. 56.

⁶³ Szerzej: *ibidem*, s. 65.

2.3.2. Znaczenie rynku nieruchomości dla rozwoju gospodarczego na przykładzie nieruchomości mieszkaniowych

Na rynek nieruchomości wpływają zmiany zachowań konsumentów. Oddziaływanie nowych uwarunkowań jest badane w związku ze zmianami aktywności rynku nieruchomości, a w szczególności w odniesieniu do rynku mieszkaniowego. Obecnie istotna część zasobów gospodarstw domowych składa się z praw do mieszkań i domów. Zmiany poziomu cen, oprocentowania wierzycelności hipotecznych czy czynszów mają znaczenie makroekonomiczne, oddziałując na inflację i zagregowany popyt. Są one również związane ze zmianami aktywności gospodarczej oraz mobilnością zasobów siły roboczej. Obserwowany w ostatnich latach wzrost cen na rynkach nieruchomości mieszkaniowych w krajach UE oraz Stanach Zjednoczonych uzależniony jest od zmian w poziomie dochodów ludności, zmian w poziomie oczekiwanych dochodów oraz wysokości kosztów korzystania z obcych źródeł finansowych⁶⁴. Zwiększa się poziom zadłużenia hipotecznego oraz udział mieszkań i domów zamieszkiwanych przez właścicieli – por. tab. 2.6 i 2.7.

Tabela 2.6

Roczny wzrost cen i kosztów w sektorze mieszkaniowym w krajach UE (%)

Kraj i okres	Wzrost cen mieszkań	Wzrost kosztów budowy (realny)	Wzrost cen ziemi
Belgia 1981–2001	1,2	-0,5	1,8
Dania 1980–2001	1,0	0,0	1,2
Niemcy 1980–2001	0,5	0,1	1,1
Grecja 1984–2001	3,5	0,1	Bd
Hiszpania 1987–2001	4,2	-0,8	Bd
Francja 1980–2001	1,4	-0,7	Bd
Irlandia 1980–2001	3,7	1,5	Bd
Włochy 1980–2001	1,2	-0,6	Bd
Luxemburg 1980–2001	2,6	0,3	6,3
Holandia 1980–2000	2,3	0,0	1,9
Austria 1987–1999	3,5	1,2	3,1
Portugalia 1988–2001	0,4	0,7	2,8
Finlandia 1981–2001	1,9	1,1	Bd
Szwecja 1980–2001	-0,2	-0,4	1,3
Wielka Brytania 1980–2001	3,0	1,4	5,2

Źródło: *Structural Factors in the EU Housing Markets*, European Central Bank, March 2003.

⁶⁴ Szerzej: *Structural Factors in the EU Housing Markets*, European Central Bank, March 2003.

Tabela 2.7

Zmiany aktywności rynku mieszkaniowego w Stanach Zjednoczonych w latach 1990–2003

Rok	Sprzedaż jednostek mieszkaniowych na rynku		Przeciętne ceny na rynku wtórnym (tys. USD)	Zmiana procentowa	Przeciętne ceny na rynku pierwotnym (tys. USD)	Zmiana procentowa	Oprocentowanie kredytów hipotecznych	
	wtórnym (tys.)	pierwotnym (tys.)					stałe	zmienne
1990	3 220,6	535,0	118,1		149,8		10,13	8,36
1991	3 186,0	507,0	128,4	8,2	147,2	-1,7	9,25	7,10
1992	3 479,0	608,0	130,9	1,9	144,1	-2,1	8,40	5,63
1993	3 787,0	666,0	133,5	1,9	147,7	2,4	7,33	4,59
1994	3 917,0	670,0	136,7	2,3	154,4	4,5	8,36	5,34
1995	3 886,0	665,0	139,0	1,6	158,7	2,7	7,95	6,07
1996	4 197,0	758,0	141,8	2,0	166,4	4,8	7,81	5,67
1997	4 382,0	805,0	150,5	6,1	176,2	5,8	7,60	5,61
1998	4 970,0	885,0	159,1	5,7	181,9	3,2	6,95	5,58
1999	5 205,0	881,0	168,3	5,7	195,6	7,5	7,43	5,98
2000	5 125,0	877,0	176,2	4,6	207,0	5,8	8,06	7,04
2001	5 282,0	907,0	185,3	5,1	213,2	2,9	6,97	5,83
2002	5 595,0	977,0	201,7	8,8	226,7	6,3	6,54	4,62
2003 ^a	6 030,0	1 072,0	214,0	6,0	240,0	5,8	5,90	3,80

^a przewidywane.

Źródło: U.S. Census Bureau, National Association of Realtors, Freddie Mac i Federal Housing Finance Board, National Association of Home Builders.

Rynek nieruchomości mieszkaniowych ma zawsze charakter lokalny, więc jego aktywność mierzona ilością transakcji, wysokością cen i stawek czynszu uzależniona jest od konkretnych regulacji, dotyczących systemu podatkowego, planowania przestrzennego i dostępnych fizycznie zasobów gruntu. Wzrost cen jest utrudnieniem w nabywaniu nieruchomości mieszkaniowych, ale jednocześnie umożliwia zaciąganie wyższych kredytów i pożyczek zabezpieczanych prawami do nieruchomości. Wpływa więc na decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne konsumentów. Od kilku lat trwają dyskusje nad istnieniem tzw. efektu majątkowego wywołanego wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych, poparte badaniami empirycznymi⁶⁵.

Według badań amerykańskich efekt majątkowy rynku nieruchomości mieszkaniowych jest większy od efektu majątkowego giełdy papierów wartościowych. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych o 10% skutkował bowiem wzrostem wydatków konsumpcyjnych o 1,4%, a w przypadku wzrostu cen papierów wartościowych o 10% wydatki konsumpcyjne zwiększały się jedynie o 0,3%⁶⁶.

Pojawiające się pytania dotyczą samodzielności fluktuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych, stopnia ich uzależnienia od zmian aktywności gospodarczej, instrumentów, dzięki którym możliwy byłby wpływ na amplitudę wahań. Wskazuje się, iż w długim okresie wzrost cen domów i mieszkań powinien odpowiadać wzrostowi kosztów kreowania podaży, jednakże wzrosty cen są znacznie silniejsze, co może być wynikiem zarówno zbyt małej ilości wykwalifikowanej siły roboczej, jak i ograniczonej podaży gruntów⁶⁷.

Jedną z najistotniejszych przyczyn wzrostu cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w ostatnich latach było obniżenie stóp procentowych kredytów i pożyczek hipotecznych. Było to wynikiem zarówno zmian regulacji prawnych – liberalizacji, wzrostu konkurencji między pośrednikami finansowymi, jak i postępu technicznego pozwalającego na obniżenie kosztów. Nie bez znaczenia były także czynniki demograficzne oraz socjo-kulturowe.

⁶⁵ Wyniki badań nie są jednak jednoznaczne. Trudności związane z oceną efektu majątkowego rynku nieruchomości mieszkaniowych wywołane są przede wszystkim faktem, iż tylko część podmiotów jest jego beneficjentami – natomiast ci wszyscy, którzy kupują po raz pierwszy, muszą posiadać lub pożyczyć większe kwoty, patrz: np. *ibidem*; L. Boone, N. Girouard, *The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour*, „OECD Economic Studies” 2002, nr 33; K. E. Case, J. M. Quingley, R. J. Shiller, *Comparing Wealth Effects: the Stock Market versus the Housing Market*; Institute of Business and Economic Research, Fisher Center for Real Estate and Urban Economics, Working Paper 01 004, May 2003.

⁶⁶ K. E. Case, J. M. Quingley, R. J. Shiller, *op. cit.*, s. 19.

⁶⁷ *Structural Factors in the EU Housing Markets*, European Central Bank, March 2003, s. 18.

Rozwój gospodarki opartej na wiedzy⁶⁸ i gospodarki cyfrowej – *digital economy*⁶⁹ – istotnie modyfikują rozwój gospodarczy. Informacje płynące z prędkością światła powodują konieczność elastycznych przekształceń i przystosowania się do zmiennych warunków nowoczesnych przedsiębiorstw. Powstają pytania o wpływ tych zmian na rynek nieruchomości, a w szczególności na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Prowadzone są badania, których celem jest określenie przekształceń, jakim podlega rynek nieruchomości mieszkaniowych pod wpływem oddziaływania nowych uwarunkowań.

Badanie rynków nieruchomości mieszkaniowych na obszarach tzw. nowej gospodarki wskazało pewne odmienności zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej w stosunku do rynków na obszarach mniej zaawansowanych technologicznie⁷⁰. Cechy charakterystyczne obszarów nowej gospodarki, takie jak: wyższy poziom inwestycji kapitałowych i płynności, większa częstotliwość zmian miejsca pracy, wyższe zarobki i poziom produktywności skutkują wzrostem popytu na nieruchomości mieszkaniowe. Większa dostępność środków finansowych oraz wyższe zarobki prowadzą do szybkiego wzrostu cen. Jednocześnie zachodzą zmiany standardów jakościowych poszukiwanych mieszkań, ponieważ wzrastają oczekiwania co do komfortu życia. Rośnie znaczenie terenów zielonych, obszarów podmiejskich o niskiej zabudowie. Oczekiwana mała intensywność zabudowy powoduje dalszy wzrost cen ze względu na ograniczoną podaź gruntów⁷¹.

⁶⁸ Społeczeństwo co kilkaset lat podlega wyraźnej transformacji, czego następstwem jest nowe uporządkowanie. Zmienia się sposób widzenia świata, podstawowe wartości, struktura społeczna i polityczna oraz sztuka i kluczowe instytucje w ostatnich latach głosi się, iż podstawowym czynnikiem warunkującym rozwój gospodarczy jest wiedza, szerzej: P. Drucker, *Społeczeństwo pokapitalistyczne*, PWN, Warszawa 1999, s. 9, 14.

⁶⁹ D. Tapscott, *Digital economy*, McGraw-Hill, New York 1995, rozdz. 1.

⁷⁰ J. Landis, V. Elmer, M. Zook, *The New Economy and Housing Market Outcomes*, Institute of Business and Economic Research, Fisher Center for Real Estate and Urban Economics, Conference Paper Series C 01-003, September 2001.

⁷¹ *Ibidem*, s. 10.

Rozdział 3

RYZYSKO INWESTOWANIA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

3.1. Specyfika decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości

Inwestorzy, zainteresowani lokatami na rynku kapitału, kierują się różnymi motywacjami. Zależą one od wieku, zgromadzonego kapitału, skłonności do ponoszenia ryzyka, dotychczasowych doświadczeń, czasu, jakim dysponuje inwestor do zajmowania się inwestycją. Każdy inwestor dąży do osiągnięcia „korzyści”, ale każdy inaczej będzie interpretował ten termin. Dla jednego będą to korzyści finansowe, inny inwestor chce uchronić swój kapitał przed inflacją. Wielu wybierze zakup obligacji czy budowę domu, dążąc do uzyskania ulg w podatku dochodowym. Dla innych inwestowanie oznacza samorealizację, zaspokojenie własnego ego, dążenie do prezentacji własnej siły i umiejętności. Dla niewielkiej grupy inwestorów mogą być nieważne wyniki finansowe decyzji inwestycyjnych, ważne jest uczestnictwo w grze rynkowej.

Zróznicowanymi motywacjami kieruje się również inwestor, wkraczający na rynek nieruchomości. Część uczestników tego rynku dokona wyboru nieruchomości nie tylko ze względów finansowych.

Motywacje inwestora na rynku nieruchomości można podzielić na obiektywne i subiektywne. Obiektywnym motywem jest np. potrzeba zaspokojenia lub poprawy warunków mieszkaniowych oraz dążenie do osiągnięcia dochodów. Motywacjom obiektywnym często towarzyszą subiektywne, które przejawiają się w dążeniu do zdobycia prestiżu i statusu społecznego, zapewnienia poczucia bezpieczeństwa, wygody i komfortu, osiągnięcia osobistej satysfakcji z posiadania nieruchomości.

Inwestor, dążący do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych (będzie to na ogół młody inwestor) bądź ich poprawy (inwestor w wieku 30–40 lat), kieruje swoje zainteresowania na rynek mieszkaniowy, inwestor, posiadający kapitał i chcący go pomnożyć, zainwestuje na rynku nieruchomości komercyjnych czy przemysłowych.

Jeden i drugi ulokuje kapitał w nieruchomości, gdy zamierza:

- zabezpieczyć kapitał np. przed wydatkowaniem na nadmierną konsumpcję bieżącą, zmuszając siebie samego do oszczędzania;
- ochronić kapitał przed inflacją;
- uzyskać ulgi i korzyści podatkowe (w postaci odliczenia od dochodu, z którego może skorzystać właściciel domu, odroczenia lub uniknięcia płacenia podatku od zysków kapitałowych w przypadku sprzedania nieruchomości);
- zaciągnąć kredyt pod zabezpieczenie hipoteczne, „odmrażając” tym samym włożony kapitał i reinwestując go na inne cele.

Z powyższego wynika, że lokowanie kapitału w nieruchomości może przynieść inwestorowi wielorakie korzyści. Pewna ich część jest w ogóle niemierzalna, np. satysfakcja czy poczucie bezpieczeństwa.

Część korzyści jest mierzalna w sposób pośredni – np. w postaci „odmrożonych” środków finansowych. Część jest bezpośrednio mierzona dochodem z nieruchomości. Pewna część korzyści może być mierzona oszczędnościami w wysokości płaconego podatku dochodowego czy podatku od nieruchomości.

Wymienione korzyści tworzą zespół zalet, zachęcających do inwestowania w nieruchomości.

Kierując się różnymi motywacjami, inwestor zainteresowany będzie zróżnicowanymi segmentami rynku nieruchomości. Dążenie do osiągnięcia korzyści jest typowe dla racjonalnego inwestora, który działa we własnym interesie. Na to wskazał laureat Nagrody Nobla H. A. Simon, który rozwinął pojęcie istoty racjonalnej stwierdzając, że interes własny jest dla ludzi tym, czym siła grawitacji dla świata¹. Sukces własny jest motorem, pchającym ludzi do podejmowania nowych zadań celem osiągnięcia jak największej satysfakcji w życiu na różnych jego obszarach. Na rynku nieruchomości prowadzi on do optymalnego wykorzystania zasobów nieruchomościowo-przestrzennych. Optymalne wykorzystanie obejmuje wszelkie możliwe legalne działania, zmierzające do uzyskania najwyższej wartości majątku nieruchomego przy zachowaniu jego pełnej użyteczności².

Decyzje inwestycyjne, podejmowane na rynku nieruchomości, odznaczają się znaczną specyfiką, charakterystyczną dla samej nieruchomości, a także transakcji kupna-sprzedazy. Do cech specyficznych w szczególności należy zaliczyć:

- Wysoką wartość nieruchomości – inwestowanie w nieruchomości wymaga posiadania bardzo dużego kapitału, co powoduje, że rynek nieruchomości dla wielu inwestorów – z uwagi na ich możliwości finansowe – będzie

¹ Por. R. Żytek, A. S. Herbert, [w:] *Laureaci Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii*, PWN, Warszawa 1991.

² Por. J. Dasso, A. A. Ring, *Real Estate, Principles and Practices*, Prentice Hall, Inc., New Jersey 1989.

niedostępny. Małe kapitały mogą znaleźć swoje „ujście” z powodzeniem na rynku papierów wartościowych czy lokat bankowych.

- Wysoki udział kapitału obcego – wysoka wartość nieruchomości (wysoka jej kapitałochłonność) powoduje konieczność zaangażowania na etapie kupna środków obcych. Najczęściej występującą techniką pozyskiwania kapitału jest sięgnięcie po kredyt czy pożyczkę. Finansowanie przez środki obce powoduje obciążenie wygenerowanego zysku operacyjnego kosztami zaciągniętego kredytu. Ważne jest, że finansowanie przez dług jest możliwe głównie na rynku nieruchomości komercyjnych, bowiem na duży udział odsetek mogą sobie pozwolić inwestorzy, którzy mają stałe źródła dochodów, a te dochody mają tendencję zwyżkową. Również na rynku nieruchomości mieszkaniowych niewiele osób może jednorazowo pokryć cały koszt nabycia domu czy mieszkania. Sięgną oni również po kredyt. Dla jego otrzymania zasadnicze znaczenie ma posiadanie dochodu wystarczającego do obsługi długu. Wykorzystanie kapitału obcego jest nie tylko konieczne, możliwe, ale często celowe z uwagi na tzw. płaszczyznę podatkową. Koszt kredytu zmniejsza zysk operacyjny naszego inwestora, zmniejsza zatem tzw. zysk brutto, będący podstawą naliczania podatku dochodowego. Przy finansowaniu inwestycji środkami własnymi, czyli z zysku, inwestor najpierw musi „podzielić się” z fiskusem, płacąc podatek dochodowy od wygenerowanego zysku brutto. Finansowanie inwestycji ze środków obcych staje się pożyteczne także w sytuacji, kiedy inwestor może osiągnąć wyższą stopę zwrotu z zaangażowanego własnego kapitału od stopy oprocentowania kredytu. Relację pomiędzy kapitałem obcym a własnym (akcyjnym) określa się w Wielkiej Brytanii słowem *gearing* (przekładnia lub mechanizm napędowy), w Stanach Zjednoczonych *leverage* (dźwignia). Relacja ta nazywana jest też „wskaźnikiem zapożyczenia”³. Włączenie kapitału obcego umożliwia rozłożenie ryzyka pomiędzy kredytodawcą (bank) i kredytobiorcą (inwestora).
- Długi okres realizacji inwestycji – na ten aspekt inwestowania zwróci uwagę inwestor, którego decyzje inwestycyjne uwzględniają zabudowę gruntu. Cykl realizacji inwestycji – w zależności od rodzaju nieruchomości – wynosi od kilkunastu do kilkudziesięciu miesięcy, sięgając często kilku lat. Wysoki kapitał połączony z długim cyklem inwestowania, uzależnia powodzenie przedsięwzięcia od zmian w aktywności gospodarczej, głównie od fazy w tzw. cyklu koniunkturalnym. To wpływa istotnie na ryzyko inwestowania w tym segmencie rynku nieruchomości.
- Długi okres użytkowania – długowieczność obiektów oznacza możliwość osiągania dochodów w długim okresie. Przerwy w osiąganiu dochodów, wywołane zmniejszeniem aktywności gospodarczej (wystąpieniem pusto-

³ Por. M. Brett, *Świat finansów*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1992.

stanów) czy koniecznością przeprowadzenia remontu, powodują nieodwracalne straty w strumieniu dochodów.

- Mała płynność nieruchomości i wysokie koszty transakcji – na wycofanie się z inwestycji nieruchomościowej i transfer prawa własności potrzeba relatywnie (w porównaniu z akcjami, funduszami powierniczymi itp.) dużo czasu. Przy dużych inwestycjach komercyjnych czy przemysłowych okres ten znacznie przedłuża się i może wynieść – w zależności od aktywności gospodarczej – kilka czy kilkanaście miesięcy. Wysoki jest również koszt transakcji – w warunkach polskich sięga on 8–10% ceny transakcyjnej. Wysokie koszty transakcji powodują, że inwestycje w nieruchomości muszą być traktowane jako inwestycje długofalowe.
- Mała przejrzystość rynku nieruchomości – inwestor podejmując decyzje inwestycyjne, dysponuje gorszymi informacjami w porównaniu z informacjami pochodzącymi z innych segmentów rynku kapitałowego, głównie rynku papierów wartościowych.

Ta specyfika sprawia, że na etapie podjęcia decyzji inwestycyjnej na rynku nieruchomości inwestor musi rozważać nie tylko zalety nieruchomości jako inwestycji, ale również jej wady. Do wad tych – obok wysokiej kapitałochłonności – należy również: relatywna niepodzielność nieruchomości, mała płynność nieruchomości, długi okres zwrotu wyłożonego kapitału i konieczność zarządzania nią.

Jako wadę inwestowania w nieruchomości wymienia się jej niepodzielność. W relacji do akcji, obligacji, udziałów w funduszach powierniczych, kapitał ulokowany w nieruchomościach nie może być – z uwagi na dużą kapitałochłonność – wycofany częściowo. Proces wycofywania jest długi; decyduje o tym wartość transakcji, koszt transferu prawa własności, stałość w miejscu, która wymusza konieczność dostosowania się inwestora do wymogów lokalizacyjnych.

Inwestowanie w nieruchomości odznacza się długim okresem zwrotu wyłożonego kapitału – sięga on od kilku do kilkunastu lat. Zdecydowanie cechą ta odróżnia ten kierunek inwestycji od inwestycji np. w handlu.

Inwestowanie w nieruchomości wymaga również zarządzania, co stanowi kolejną wadę inwestowania. Nawet jeśli inwestor zatrudni zarządcę, pewna część decyzji pozostaje w jego gestii – należą tutaj decyzje przekraczające tzw. zwykły zarząd (np. obciążenie nieruchomości prawami osób trzecich), a także pewna część zadań operacyjnych, jak np. ocena budżetów nieruchomości i sprawozdań finansowych.

Każdy z inwestorów, w zależności od przygotowania, znajomości rynku i predyspozycji, inaczej wykorzystuje zalety tej samej nieruchomości, osiągając inny rozmiar korzyści. Każdy ze względów subiektywnych (wiek) czy obiektywnych (stan rynku) w różnym stopniu odczuje wady inwestowania w nieruchomości. Oznacza to, że dla każdego z uczestników rynku ta sama

nieruchomość posiada inną wartość. Inwestor będzie skłonny nabyć nieruchomość, jeżeli według jego oceny wartość nieruchomości będzie wyższa od ceny rynkowej, czyli wartości, opierającej się na założeniach inwestora.

Wartość nieruchomości dla konkretnego inwestora nosi nazwę wartości indywidualnej. Wartość indywidualna, zwana też wartością inwestycyjną, szczególnie eksponowana w amerykańskiej literaturze przedmiotu⁴, prezentuje wartość lokaty dla konkretnego inwestora, wartość uwzględniającą jego wymagania inwestycyjne. Często traktowana jest jako przeciwstawną kategorii wartości rynkowej. „W przeciwieństwie do wartości rynkowej, wartość inwestycyjna jest wartością dla osoby, a nie wartością na rynku”⁵. Przedstawia subiektywną relację między konkretnym inwestorem i rozpatrywaną inwestycją; uwzględnia dochód, jaki będzie generowała nieruchomość w zakładanym przez inwestora czasie jej eksploatacji (np. 4–5 lat), nadwyżkę kapitału, jaką uzyska inwestor po sprzedaniu nieruchomości, a także wartość zaciągniętego kredytu hipotecznego. Nie jest jednak właściwe określanie wartości inwestycyjnej na podstawie niezwykłych celów hipotetycznego inwestora.

Inwestor podejmuje decyzję o sprzedaży nieruchomości, gdy jej wartość wymienna będzie wyższa od odczuwanej przez niego wartości użytkowej nieruchomości.

Konkretnego inwestora cechuje podejście finansowe w przeciwieństwie do podejścia ekonomicznego, reprezentowanego przez typowego inwestora, stanowiącego punkt wyjścia przy ustalaniu wartości rynkowej nieruchomości.

W każdym procesie podejmowania decyzji, nie tylko nieruchomościowych, można wyróżnić kilka faz.

1. Rozpoznanie sytuacji – inwestor, w zależności od celu inwestowania, poszukuje aktywów, których posiadanie umożliwi mu realizację zamierzeń – np. inwestor, który dąży do utrzymania wysokiej płynności kapitału, będzie stronił od rynku nieruchomości, jego uwaga zwrócona zostanie na inne segmenty rynku kapitałowego, m. in. rynek papierów wartościowych. Inwestor, którego celem jest zabezpieczenie kapitału w długim horyzoncie czasowym, poszukiwać będzie bardziej trwałych lokat. Jego uwaga – przy założeniu posiadania odpowiednich środków finansowych – może być zwrócona na rynek nieruchomości, obligacji czy kruszców. Nieruchomości pozostaną w spektrum jego uwagi także wówczas, gdy dążyć on będzie do maksymalizacji dochodu lub bogactwa, bowiem aktywa nieruchomościowe oferują zwykle wyższe dochody niż obligacje.

Faza rozpoznania sytuacji jest fazą nabywania świadomości o możliwościach inwestycyjnych – o zaletach i wadach inwestowania w różne aktywa, tendencjach rozwoju poszczególnych segmentów rynku nieruchomości.

⁴ Por. m. in. J. Dasso, A. A. Ring, *op. cit.*, s. 373–374; *The Appraisal of Real Estate*, Appraisal Institute, Chicago, Illinois 1992, s. 23.

⁵ *Ibidem*.

2. Zebranie danych – druga faza jest logiczną kontynuacją pierwszej. Świadomość naszego inwestora musi być podbudowana faktami, dotyczącymi możliwości inwestycyjnych. Na podstawie doniesień prasowych, własnych wywiadów zbiera wszystkie istotne dane. Długość tej fazy zależy od wagi problemu, którego podłożem jest wielkość kapitału, a także czas przeznaczony na podjęcie decyzji.

3. Identyfikacja problemu – ta faza obejmuje analizę zebranych informacji. Prowadzi do wyłonienia szeregu problemów, wymagających dalszych poszukiwań. Inwestor zainteresowany nieruchomościami będzie zmuszony do:

a) zdobycia dodatkowych informacji na temat prawa własności i możliwości jego nabycia;

b) zapoznania się z otoczeniem nieruchomości i określenia trendów rozwojowych tego otoczenia;

c) uzyskania informacji na temat finansowania nieruchomości, możliwości i warunków uzyskania środków pochodzących ze źródeł obcych;

d) identyfikacji skutków podatkowych na etapie nabycia i utrzymania nieruchomości;

e) określenia wartości inwestycyjnych (indywidualnych) dostępnych nieruchomości;

f) określenia wymogów na etapie nabycia nieruchomości (np. uzyskanie przez inwestora zagranicznego promesy na zakup nieruchomości).

4. Analiza rozwiązań alternatywnych – zainteresowanie nawet konkretnym segmentem rynku nieruchomości wymaga rozważenia możliwych rozwiązań i ich skutków. Ten etap wymaga odpowiedzi na pytanie: czy inwestować w nieruchomości, jeżeli tak, to jaką wielkość kapitału i na jakich warunkach (własność, współwłasność), czy zainwestować cały posiadany kapitał, czy tylko jego część.

Faza ta dotyczy rozstrzygnięć, dotyczących składu portfela inwestycyjnego naszego inwestora.

5. Podjęcie decyzji – na podstawie zebranych informacji i przeprowadzonych analiz inwestor dokona wyboru inwestycji, która przyniesie mu największe korzyści.

Proces decyzyjny nastawiony jest głównie na badanie i analizę. Podjęcie decyzji rozpoczyna proces administracyjny, którego istotą jest działanie, a nie analiza.

3.2. Ryzyko inwestycyjne

3.2.1. Pojęcie ryzyka

Prowadzenie działalności gospodarczej, w tym inwestycyjnej, jest immanentnie związane z występowaniem ryzyka, które wynika z braku pewności co do wielkości i okresu występowania przyszłych przepływów pieniężnych. Dwa podstawowe elementy – wartość przepływów gotówkowych oraz – czas stanowią o występowaniu ryzyka.

Ryzyko jest pojęciem wieloznacznym, różnie interpretowanym w wielu dyscyplinach naukowych. W ujęciu potocznym, według *Słownika języka polskiego*⁶, ryzyko określa się jako „działanie, które może przynieść niepowodzenie, stratę, przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznan”. W sensie ekonomicznym ryzyko można określić jako „niebezpieczeństwo niezrealizowania celu założonego przy podejmowaniu określonej decyzji”. Akcent jest tu położony na negatywne aspekty występowania ryzyka: możliwość poniesienia straty lub osiągnięcia korzyści mniejszych od oczekiwanych. Ryzyko ma w tym przypadku charakter jednostronny, niesymetryczny.

Uogólniając można określić ryzyko jako sytuację, w której **przyszła wartość przynajmniej jednego z czynników tworzących otoczenie nie jest znana**⁷. W tym ujęciu wszelkie zdarzenia zarówno „gorsze”, jak i „lepsze” od oczekiwanych są związane z występowaniem ryzyka, ma ono zatem charakter dwustronny, aczkolwiek zwykle asymetryczny.

Zwykle przyjmuje się, iż ryzyko występuje na skutek rozporządzenia aktywami, np. poprzez inwestycje kapitałowe lub finansowe. Warto podkreślić, iż dla ponoszenia ryzyka nie jest niezbędne uprzednie rozporządzenie aktywami. Często jest sytuacja, gdy występuje ono wyłącznie na skutek przyjęcia zobowiązania (np. emisji opcji czy weksła), co nie jest związane z uprzednim rozporządzeniem aktywami. W tej sytuacji możliwe jest, iż strata przekroczy wartość posiadanych aktywów. Nie jest również konieczne, aby te późniejsze przepływy były obciążone ryzykiem. Możliwa jest sytuacja odwrotna, gdy przepływy występujące później są znane, zaś wcześniejsze obciążone ryzykiem. Sytuacja taka występuje np. w działalności turystycznej. Elementem immanentnie związanym z ryzykiem jest natomiast czas. Możliwe jest jednak znaczne skrócenie czasu, w którym ponoszone jest ryzyko. W przypadku rynków walutowych (*forex*) możliwe jest inwestowanie i ponoszenie związanego z tym ryzyka w czasie ułamków sekund (np. w operacjach arbitrażowych).

⁶ *Słownik języka polskiego*, red. E. Sobol, PWN, Warszawa 2000, s. 887.

⁷ Por. E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, wyd. II, PWN, Warszawa 1999, s. 174.

Pojęcie ryzyka jest bliskie pojęciu niepewności, różnicuje je jednak fakt, że dla ryzyka możliwe jest wyznaczenie poziomu prawdopodobieństwa, iż dany, nieznan co do wartości lub stanu, czynnik przyjmie określoną wartość lub stan. W przypadku niepewności prawdopodobieństwo to pozostaje nieznan. Stąd ryzyko jest często traktowane jako konkretyzacja niepewności⁸. W efekcie z ryzykiem mamy do czynienia, jeśli istnieje możliwość określenia rozkładu prawdopodobieństwa, iż rzeczywiście osiągnięty rezultat będzie się różnić od wartości oczekiwanej. Z ryzykiem mamy do czynienia, gdy możliwe jest oszacowanie tego rozkładu, z niepewnością zaś, gdy nie jest to możliwe⁹. Rozkład prawdopodobieństwa może być albo wymierny, albo niewymierny, lecz odczuwany przez decydenta. Ryzyko jest zatem wypadkową ilości, ale także jakości dysponowanych informacji o procesach gospodarczych i społeczno-politycznych oraz stopnia zmienności i konfliktowości wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania¹⁰.

3.2.2. Źródła ryzyka

W zależności od prowadzonej działalności gospodarczej można mówić o różnych rodzajach ryzyka. Podstawowe źródła ryzyka to czynniki zewnętrzne: makroekonomiczne oraz wewnętrzne – mikroekonomiczne.

Czynniki zewnętrzne to warunki gospodarcze kształtowane przez zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej i politycznej, wzrost gospodarczy, podaż pieniądza i inflację, poziom stóp procentowych i kursów walutowych, zakres i skalę opodatkowania, stawki celne itp.

Wymienione czynniki generują tę część ryzyka, która jest podatna na fluktuacje całej gospodarki. Wywierają one wpływ o charakterze systematycznym i kształtują podobne warunki ekonomiczne dla wszystkich porównywalnych przedsięwzięć. Ryzyko to zwane jest **ryzykiem systematycznym**, rynkowym. W teorii finansów określa się je jako niedywersyfikowalne, gdyż nie można go zmniejszyć, dywersyfikując działalność gospodarczą przedsiębiorstwa¹¹ czy skład portfela inwestycyjnego.

Na ryzyko to składa się m. in.:

– **ryzyko gospodarcze**, wynikające z korelacji pomiędzy zmianami stanu gospodarki a stopami zwrotu poszczególnych przedsięwzięć gospodarczych czy inwestycyjnych;

⁸ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1999, s. 232.

⁹ J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 50.

¹⁰ *Efektywność przedsięwzięć rozwojowych*, red. R. Borowiecki, Akademia Ekonomiczna TNOiK, Warszawa-Kraków 1996, s. 75.

¹¹ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 41.

- **ryzyko polityczne**, wynikające z decyzji i zdarzeń o charakterze politycznym, mających miejsce zarówno w kraju, jak i za granicą, a które mają wpływ na sytuację gospodarczą oraz decyzje inwestorów;
- **ryzyko inflacji**, powodujące spadek realnej wartości przyszłych przepływów finansowych;
- **ryzyko stopy procentowej**, polegające na zmianie wartości aktywów lub pasywów na skutek zmian rynkowych stóp procentowych;
- **ryzyko reinwestycji**, polegające na zmienności stóp reinwestycji finansowych, co jest konsekwencją zmian stóp procentowych;
- **ryzyko kursowe**, które polega na zmianie wartości aktywów i pasywów na skutek zmian kursów walutowych;
- inne.

Czynniki wewnętrzne określają poziom ryzyka, wynikającego ze specyfiki danego przedsięwzięcia, czyli z: wartości aktywów oraz pasywów, ich struktury terminowej czy walutowej, oraz specyfiki i rodzaju prowadzonej działalności. Elementy te są kształtowane przez decyzje związane z zarządzaniem danym przedsięwzięciem. Ten typ ryzyka określany jest często jako **ryzyko specyficzne**, zmienne, ponieważ nie istnieją istotne powiązania pomiędzy zmianami ogółu rynku a tą częścią ryzyka. W teorii finansów ryzyko to zwane jest dywersyfikowalnym, ponieważ możliwe jest jego ograniczenie poprzez dywersyfikację prowadzonej działalności czy składu portfela inwestycyjnego. Ponieważ zwykle ryzyko specyficzne stanowi znaczną część całkowitego ryzyka, a zatem efektywna dywersyfikacja może przynieść znaczne korzyści¹². Ryzyko specyficzne jest związane z działaniami operacyjnymi, inwestycyjnymi i finansowymi, które decydują o rentowności i płynności finansowej. Ryzyko to jest właściwe dla danego przedsięwzięcia, a wpływ na nie mają m. in.¹³:

- indywidualne efekty uregulowań zewnętrznych (np. rządowych, samorządowych, norm technicznych i technologicznych itd.),
- możliwości i decyzje kierownictwa,
- jakość personelu oraz kadry zarządzającej,
- strajki,
- dostępność surowców i materiałów,
- zawarte umowy z odbiorcami oraz dostawcami i kooperantami,
- poziom techniczny i technologiczny,
- wyposażenie w środki trwałe i majątek obrotowy,
- wpływ konkurencji,

¹² W efekcie zauważyć można tendencje do dywersyfikacji działalności zarówno w aspekcie branżowym, jak i geograficznym, co staje się istotnym elementem i korzyścią z postępującej globalizacji gospodarki.

¹³ R. Ch. Moyer, J. R. McGiugan, W. J. Kretlow, *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992, s. 227, za M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 36.

- jakość i struktura finansowania zewnętrznego,
- poziom dźwigni operacyjnej i połączonej,
- inne, zależne od specyfiki przedsięwzięcia.

Rozpatrując ryzyko, można zauważyć jego związek z ogólnymi warunkami gospodarczymi, a w szczególności z fazą cyklu koniunkturalnego, w którym znajduje się dany rynek. W okresie recesji zazwyczaj obserwujemy wzrost ryzyka, natomiast w fazie ożywienia i koniunktury ryzyko maleje. Oznacza to, iż istnieją zewnętrzne źródła ryzyka, związane z otoczeniem. Oczywiście jest, iż źródła ryzyka tkwią w danym przedsięwzięciu (przedsiębiorstwie, inwestycji czy nieruchomości), jak również wynikają z jego aktywności na rynku. W tym kontekście zwykle wyróżnia się ryzyko operacyjne oraz finansowe.

Ryzyko operacyjne (handlowe) związane jest z możliwością aktywnego oddziaływania na sprzedaż, koszty, ceny, poziom technologiczny, jakość zarządzania, siłę przetargową, poziom konkurencji itp. W przypadku nieruchomości ryzyko operacyjne związane jest zarówno z generowanymi przychodami (na co składa się np. struktura i jakość wynajmowanej powierzchni, możliwość uzyskiwania przychodów z innych źródeł – miejsc parkingowych, powierzchni reklamowych itp., wahania poziomu wykorzystania powierzchni, udział części wspólnych w powierzchni nieruchomości, wyposażenie techniczne itd.), jak i poziomem kosztów związanych z utrzymaniem i obsługą nieruchomości, jakością zarządzania, strukturą terminową umów najmu, konkurencją lokalną, jakością otoczenia itd.

Ryzyko finansowe dotyczy działalności instytucji finansowych, przedsiębiorstw oraz prywatnych inwestorów. Wiąże się ono z nieoczekiwanymi zmianami przepływów pieniężnych, wynikających z aktywności na rynkach finansowych oraz inwestycyjnych bądź działalności operacyjnej¹⁴.

Ryzyko finansowe postrzegane jest w wielu aspektach, jednak najczęściej wyróżnia się następujące jego rodzaje¹⁵:

- **ryzyko rynkowe** (*market risk*) – wiąże się ze zmianami wartości instrumentów finansowych:
 - **ryzyko wartości** – efekt zmian wartości aktywów w wyniku działania czynników rynkowych (oczekiwań uczestników rynku: popytu oraz podaży), oraz utrudnionego dostępu do informacji wpływającej na cenę (w efekcie niskiej efektywności rynku);
 - **ryzyko stopy procentowej**, polegające na zmianie wartości aktywów i pasywów w wyniku zmian rynkowej stopy procentowej,
 - **ryzyko walutowe**, efekt zmian wartości aktywów i pasywów na skutek zmian kursów walutowych;

¹⁴ E. Smaga, *Ryzyko i zwrot w inwestycjach*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995, s. 18.

¹⁵ J. Holliwel, *Ryzyko finansowe – metody identyfikacji i zarządzania ryzykiem finansowym*, Liber, Warszawa 2001, s. 10–14.

– **ryzyko kredytowe**, kontrpartnera (*counterpart risk*) – spowodowane jest niedotrzymaniem przez jedną ze stron warunków umownych (kontraktu finansowego, handlowego), zwykle w zakresie realizacji płatności;

– **ryzyko płynności** (*liquidity risk*) – wiąże się z niedostatecznym wolumenem obrotu na danym rynku, a co za tym idzie trudnością szybkiego zawarcia transakcji po cenie rynkowej;

– **ryzyko operacji** (*operation risk*) – dotyczy popełnionych błędów w działalności operacyjnej, wynika z wad wewnętrznych systemów oraz błędów człowieka;

– **ryzyko prawne** (*legal risk*) – wynika ze zmian regulacji prawnych, rachunkowych, podatkowych itp.

W przypadku przedsiębiorstw, ale również poszczególnych inwestycji czy nieruchomości, ryzyko finansowe związane jest przede wszystkim ze strukturą źródeł finansowania. Ogólnie można przyjąć, iż wzrost udziału środków obcych zwiększa ryzyko działalności, aczkolwiek istotna jest również struktura oraz jakość finansowania zewnętrznego, nie tylko zaś sam jego poziom. W szczególności istotna jest struktura terminowa zobowiązań oraz relacja kosztów finansowania zewnętrznego do generowanej nadwyżki operacyjnej. Z drugiej strony, dzięki efektowi dźwigni finansowej, absorpcja zewnętrznych środków finansowych stwarza możliwość dodatkowego wzrostu wartości.

Pojęcie ryzyka operacyjnego i finansowego można zilustrować, analizując uproszczony rachunek zysków i strat, uwzględniający podział kosztów na stałe i zmienne:

(+) przychody ze sprzedaży,

(–) koszty zmienne,

(–) koszty stałe,

(=) zysk operacyjny (EBIT) (ten poziom analizy związany jest z ryzykiem operacyjnym),

(+/-) zyski i straty z tytułu różnic kursowych,

(–) odsetki od finansowania zewnętrznego (poziom związany z ryzykiem finansowym),

(=) zysk brutto,

(–) podatek dochodowy,

(=) zysk netto.

Ryzyko operacyjne może być mierzone zmiennością zysku operacyjnego. Źródłem ryzyka operacyjnego jest dźwignia operacyjna, określająca wpływ zmian przychodów na zysk operacyjny netto. Ryzyko finansowe ma swoje źródło w dźwigni finansowej. Ryzyko operacyjne i finansowe tworzą ryzyko całkowite, którego efektem jest tzw. dźwignia połączona (całkowita)¹⁶.

¹⁶ M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 31.

Z punktu widzenia zarządzania, w długiej perspektywie celem jest generowanie jak najwyższej wartości przy akceptowanym poziomie ryzyka. Ze względu na zmienność otoczenia, zarządzający stoją przed dwoma podstawowymi problemami – alokacja aktywów (co w zależności od rodzaju prowadzonej działalności oznaczać może np. sposób produkcji, strukturę środków trwałych i obrotowych, strukturę portfela inwestycji itd.) oraz sposobu finansowania. W tym kontekście ryzyko działalności gospodarczej jest powiązane z ryzykiem finansowym.

W przypadku **nieruchomości** występują szczególne rodzaje ryzyka¹⁷. Specyfika nieruchomości sprawia, że z punktu widzenia ryzyka niezbędne jest poszerzenie analizy o dodatkowe aspekty związane z inwestowaniem w tego typu aktywa. Zaliczyć tu można następujące rodzaje ryzyka, mające wpływ na wartość nieruchomości:

- **ryzyko prawne** (zmiany prawa, w szczególności prawa gospodarczego),
- **ryzyko podatkowe** (zmiany w zakresie podatkowym – sposób opodatkowania, możliwość korzystania z ulg podatkowych – mające wpływ na wartość nieruchomości),
- **ryzyko lokalne** (wpływ otoczenia, czynników o znaczeniu lokalnym, np. planu zagospodarowania przestrzennego),
- **ryzyko lokalizacji** (niewłaściwy, z punktu widzenia celu działalności, wybór lokalizacji),
- **ryzyko zmian technologicznych i funkcjonalnych** (powodujących zmianę popytu na nieruchomości oraz sposobu ich wykorzystania),
- **ryzyko techniczne** (związane z technicznymi cechami nieruchomości),
- **ryzyko trwałości fizycznej** (możliwość, że środek trwały ulegnie zużyciu technicznemu lub zniszczeniu).

3.2.3. Miary ryzyka

Istotną kwestią w analizie a następnie zarządzaniu ryzykiem jest jego **miar**. Istnieje wiele miar ryzyka, w których są oceniane różne aspekty ryzyka. Dalej omówiono najczęściej stosowane metody pomiaru **ryzyka wartości**, które ma najistotniejsze znaczenie. Najczęściej wyróżnia się następujące miary:

- zmienności (*volatility measures*),
- zagrożenia (*downside risk measures*),
- wrażliwości (*sensitivity measures*).

¹⁷ Por.: M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestowanie w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001, rozdz. 4.

Miary zmienności opierają się na definicji ryzyka jako **możliwości osiągnięcia wyniku innego niż oczekiwany**. Ryzykiem jest więc osiągnięcie wyniku „gorszego”, jak i również „lepszego” niż oczekiwany. Zakłada się, że rozkład prawdopodobieństwa analizowanej zmiennej będącej nośnikiem ryzyka jest dwustronny. Pomiar tak zdefiniowanego ryzyka umożliwiają miary dyspersji stosowane powszechnie w statystyce, jak **odchylenie standardowe**, które jest wykorzystywane jako miernik ryzyka zarówno w teorii portfela Markowitza¹⁸, w wycenie opcji oraz w szacowaniu wielkości VaR¹⁹. Zaletą odchylenia standardowego jest prosta formuła kalkulacyjna, powszechność stosowania w różnych dziedzinach nauki, łatwa interpretacja. Miernik ten posiada jednak kilka dość istotnych wad:

- zakłada się, iż rozkład prawdopodobieństwa jest symetryczny, co często nie jest zgodne z rzeczywistością²⁰;
- jest zmienny w czasie, co powoduje, iż tak mierzony poziom ryzyka jest mało stabilny;
- jest miarą *ex-post*, opartą na danych historycznych, powstaje zatem problem doboru okresu analizy: zbyt krótki powoduje niedokładność, zbyt długi – przeszacowuje wpływ przeszłych zdarzeń. W efekcie dobór okresu analizy, jak i stabilność wartości w czasie mają istotne znaczenie dla możliwości stosowania odchylenia standardowego (jak również innych mierników statystycznych) do szacowania przyszłej wartości ryzyka.

Inne, rzadziej stosowane statystyczne miary ryzyka to:

- wariancja;
- momenty wyższego rzędu, np. skośność (przydatna do analizy niesymetrycznych rozkładów ryzyka);
- średnie bezwzględne odchylenie stóp zwrotu od mediany;
- rozstęp;
- odchylenie międzykwartylowe.

Miary zagrożenia oparte są na definicji, ujmującej ryzyko jako **możliwość wystąpienia sytuacji niekorzystnej**. Definicja ta jest stosowana m. in. w ubezpieczeniach i jest charakterystyczna dla jednostronnych rozkładów ryzyka. Do mierników zagrożenia zalicza się:

- semiodchylenie standardowe. Miernik ten ma budowę analogiczną do odchylenia standardowego, z tym że do obliczeń uwzględniane są wyłącznie zdarzenia niekorzystne. W sytuacji, gdy rozkład prawdopodobieństwa ana-

¹⁸ Patrz H. Markowitz, *Portfolio selection*, New York University Press, New York 1959.

¹⁹ *Value at Risk* – wartość narażona na ryzyko, por. C. Butler, *Tajniki Value at Risk: Praktyczny podręcznik zastosowań metody VaR*, Liber, Warszawa 2001.

²⁰ W. Sharpe wykazał, iż wraz z rosnącą liczbą obserwacji rozkład prawdopodobieństwa analizowanej zmiennej zbliża się do rozkładu normalnego. Jest to wniosek z tzw. twierdzenia centralnego Linpunowa.

lizowanej zmiennej jest symetryczny, semiodchylenie standardowe jest proporcjonalne do odchylenia standardowego, i miary te można stosować zamiennie;

– poziom bezpieczeństwa $P(R < Ra) = a$, wyrażony przez prawdopodobieństwo, iż wartość zmiennej będzie mniejsza od założonego poziomu bezpieczeństwa (Ra);

– Value at Risk (VaR) – wartość narażona na ryzyko. Miara ta jest coraz bardziej popularna dzięki rekomendacjom Komitetu Bazylejskiego (*Basle Committee of Banking Supervision*). Formalnie VaR oznacza stratę wartości rynkowej taką, że prawdopodobieństwo jej osiągnięcia lub przekroczenia w zadanym przedziale czasowym jest równe zadanemu poziomowi tolerancji²¹. Można to przedstawić za pomocą poniższego wzoru:

$$P(W \leq W_0 - VaR) = \alpha$$

W przypadku VaR można wyróżnić trzy podstawowe metody estymacji: podejście historyczne, wariacji-kowariancji i symulacje Monte Carlo²².

Miary wrażliwości ukazują nie skutki (jak miary zmienności), ale **przyczyny powstania ryzyka**. Miary te wywodzą się bezpośrednio z modeli wyceny instrumentów finansowych i są różne dla poszczególnych instrumentów. Cechują się jednak podobnymi wadami i zaletami. Największą wadą mierników wrażliwości jest konstrukcja oparta na konkretnym modelu wyceny. W przypadku, gdy model wyceny jest nieskuteczny, związany z nim miernik ryzyka jest wadliwy. W zależności od badanego instrumentu można określić następujące miary wrażliwości:

Dla akcji:

- współczynnik wrażliwości β dla jednowskaźnikowego modelu CAPM²³ – wskazuje on, o ile zmieni się stopa zwrotu akcji, jeśli stopa zwrotu portfela rynkowego lub indeksu giełdowego zmieni się o jednostkę. W tym modelu zakłada się, iż źródłem ryzyka cen akcji jest zmienność indeksu rynkowego,
- współczynniki wrażliwości β^n dla wielowskaźnikowego modelu APT (*Arbitrage Pricing Theory*) – poszczególne współczynniki β^n wskazują na zmianę stopy zwrotu z akcji, przy zmianie jednej ze zmiennych modelu. W zależności od przyjętej konstrukcji modelu wielowskaźnikowego²⁴, mogą

²¹ C. Butler, *op. cit.*, s. 5.

²² Por. Z. Marciniak, *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2001, s. 14.

²³ Model ten został sformułowany w latach sześćdziesiątych niezależnie przez W. Sharpa, J. Lintnera, J. Mossina i J. Teynora.

²⁴ Typowe konstrukcje modeli wielowskaźnikowe to: modele branżowe (zmiennymi są indeksy branżowe), fundamentalne (wykorzystywane są zmienne makroekonomiczne), modele *input-output* (wykorzystywane powiązania branżowe).

różne być źródła ryzyka, różna skala i siła ich wpływu. Modele te pozwalają na analizę wpływu wybranych czynników na zmiany cen akcji.

Dla **obligacji** o stałej stopie procentowej decydujące znaczenie ma ryzyko stopy procentowej. Wyraża się ono zmianami wartości obligacji na skutek zmian rynkowej stopy procentowej. Biorąc pod uwagę różnorodność terminów i konstrukcji obligacji, różna jest skala ryzyka, zawsze jednak wzrost rynkowej stopy procentowej powoduje spadek wartości obligacji. Wyróżnia się następujące miary ryzyka:

- *duration* – określa wrażliwość ceny obligacji na zmianę stopy procentowej,
- zmodyfikowane *duration* – wyraża zdyskontowaną wartość *duration*, i ma podobną interpretację co *duration*,

W przypadku **kontraktów terminowych** stosuje się model wyceny oparty na konstrukcjach hedgingowych na rynku kasowym dla zabezpieczenia transakcji terminowej. Miernikiem ryzyka jest wówczas współczynnik zabezpieczenia dla kontraktu terminowego β , który wskazuje, jak zmieni się cena instrumentu podstawowego, gdy cena kontraktu terminowego zmieni się o jednostkę.

Instrumenty warunkowe, **opcje i warianty**, wycenia się za pomocą modelu Blacka-Scholesa. Występujące mierniki ryzyka to tzw. greckie współczynniki, m. in.:

- delta (δ) – wskazuje, jak zmieni się cena opcji, przy zmianie wartości instrumentu bazowego;
- gama (γ) – wskazuje, jak zmieni się delta opcji, przy zmianie wartości instrumentu bazowego,
- theta (θ) – wskazuje, jak zmieni się cena opcji, przy zmianie czasu do wygaśnięcia opcji.

W przypadku **nieruchomości** możliwe jest zastosowanie zarówno miar zmienności, jak i wrażliwości. **Miary zmienności** opisują ryzyko stóp zwrotu osiągniętych z inwestycji w nieruchomości, jak również zmienność generowanych przez nieruchomości przepływów finansowych. Stopy zwrotu określane być mogą zarówno dla instrumentów notowanych na rynkach publicznych (np. giełdach), jak i na prywatnych. W pierwszym przypadku dokonywana jest analiza stóp zwrotu osiągniętych przez notowane na giełdach papiery wartościowe: akcje spółek sektora nieruchomości (tzw. *Real Estate Securities*), Funduszy Inwestycyjnych Nieruchomości (np. REIT's²⁵ na rynku amerykańskim). Analiza stóp zwrotu inwestycji prywatnych wymaga również okresowej wyceny. Dla uzyskanych wyników – szeregu stóp zwrotu osiągniętych w kolejnych okresach – stosuje się opisane statystyczne miary zmienności.

²⁵ REIT – Real Estate Investment Trusts.

Miary wrażliwości oparte są na modelach wyceny nieruchomości i obrazują wrażliwość wartości nieruchomości na wybrane zmienne zewnętrzne. Do tego mogą służyć również modele typowe dla rynku akcji, zastosowane dla notowanych na giełdzie Funduszy Inwestycyjnych Nieruchomości oraz bezpośrednio spółek sektora nieruchomości. W tym celu można użyć zarówno modelu CAPM, jak i APT, stanowiących rozwinięcie teorii Markowitza. Biorąc pod uwagę konstrukcję modeli CAPM oraz APT, istotne jest skonstruowanie indeksów cen nieruchomości, umożliwiających pomiar wrażli-

Tabela 3.1

Indeksy amerykańskiego rynku nieruchomości

Wyszczególnienie	NAREIT	Wilshire	Lehman Brothers
Typ analizowanej zmiennej	Stopa zwrotu ^a , całkowita stopa zwrotu ^b , dywidenda	Stopa zwrotu, całkowita stopa zwrotu, dywidenda	Stopa zwrotu
Wagi udziału aktywów w indeksie	Zależne od udziału w rynku	Zależne od udziału w rynku	Równe wagi
Kwalifikacja przyjęcia	Wszystkie publiczne emisje	Wszystkie publiczne emisje	Brak
Częstotliwość notowań	Miesięcznie	Miesięcznie i dziennie	Dziennie
Liczba aktywów	226	119	100
Wartość portfela	44,3 mld USD	37,2 mld USD	34,0 mld USD
Kryteria włączenia do indeksu	Wszystkie notowane REIT's	Wartość powyżej 50 mln USD	Wartość powyżej 100 mln USD
Kryteria wyłączenia z indeksu wyjścia	Zaniechanie oferty publicznej	Wartość poniżej 25 mln USD	Wartość poniżej 100 mln USD
Okres włączenia nowych emisji	Miesiąc po emisji	Kwartał po emisji	Następny dzień roboczy po pierwszym dniu emisji
Struktura indeksu (liczba aktywów; procentowy udział)	Tylko REITs; Zwykle (177; 87,6%); oparte na hipotece (29; 5,6%); hybrydowe (22; 6,8%)	Różne typy; REITs (109; 86,9%); REOC ^c (10; 13,1%)	Tylko zwykłe REITs (100, 100%)

^a Stopa zwrotu = (wartość końcowa - wartość początkowa)/wartość początkowa.

^b Całkowita stopa zwrotu = (wartość końcowa - wartość początkowa + dywidenda)/wartość początkowa.

^c REOC - Real Estate Operating Company.

Źródło: NAREIT, Wilshire Associates, Lehman Brothers.

wości zmian cen poszczególnych papierów wartościowych w stosunku do indeksu rynkowego oraz indeksu branżowego. Przykładowo, współczynnik β dla inwestycji w Fundusze REIT's na rynku amerykańskim, określony dla lat 2001–2003, wyniósł 0,65²⁶. Świadczy to o relatywnie niskim ryzyku inwestowania w fundusze nieruchomościowe.

W krajach o wysokim stopniu rozwoju rynku nieruchomości już w latach 70. stworzono indeksy rynku nieruchomości. Na rynku amerykańskim stosowane są trzy podstawowe: The National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) Index, The Wilshire Real Estate Securities Index, oraz The Lehman Brothers Equity REIT Index. Indeksy te tworzone są na podstawie wyników amerykańskich spółek inwestujących w nieruchomości. Specyfikę każdego z nich oraz zasady wyznaczania przedstawia tab. 3.1. W Europie podobną rolę pełnią indeksy IPD.

Konstrukcje indeksów cen nieruchomości mają istotne znaczenie dla rozwoju rynku nieruchomości, ponieważ:

- umożliwiają wycenę inwestycji nieruchomościowych jak również stworzenie mierników ryzyka na podstawie modelu CAPM oraz APT, co z kolei pozwala na porównanie efektywności lokat w nieruchomości z innymi alternatywnymi inwestycjami na rynku kapitałowym²⁷;
- umożliwiają podział ryzyka na systematyczne i specyficzne, a co za tym idzie określenie korzyści z dywersyfikacji lokat nieruchomościowych;
- wpływają na zwiększenie efektywności informacyjnej rynku, dostarczając narzędzi do wyceny wartości i ryzyka;
- umożliwiają stosowanie narzędzi analizy portfela inwestycyjnego²⁸;
- sprzyjają obiektywizacji wyceny inwestycji, zarówno w poszczególne nieruchomości, jak i dla całego sektora.

3.3. Zarządzanie ryzykiem

3.3.1. Istota zarządzania ryzykiem

Pod pojęciem zarządzania ryzykiem rozumie się ogół środków wykorzystywanych w celu identyfikacji zagrożeń, ograniczania ich wystąpienia lub złagodzenia skutków występowania ryzyka. Instrumenty zarządzania ryzykiem można podzielić na ukierunkowane przyczynowo lub skutkowo.

²⁶ Według Damodoran Research Centre.

²⁷ W tym celu skorzystać można ze wskaźników efektywności inwestycyjnej np. Sharpe'a lub Treynora. Szerzej: G. Brown, *Property Investment and the Capital Markets*, E-FN Spon, New Zealand 1992.

²⁸ Temat ten jest szerzej omówiony w dalszej części rozdziału.

Przyczynowe zarządzanie ryzykiem ma za zadanie określenie ryzyka występującego w przypadku podjęcia decyzji alternatywnych, a następnie taki dobór środków i narzędzi zarządzania ryzykiem, które wpłyną na ograniczenie możliwości powstania ryzyka. Zadaniem **skutkowego zarządzania ryzykiem** jest ograniczenie skutków ryzyka podczas realizacji decyzji.

Skuteczność podejmowanych decyzji uwarunkowana jest w dużym stopniu świadomości występowania ryzyka. System zarządzania ryzykiem składa się z następujących **etapów postępowania**²⁹:

- **identyfikacja ryzyka** (przyczyny i rodzaj zagrożeń, miejsce i czas wystąpienia oraz konsekwencje),
- **szacowanie ryzyka** (określenie możliwej skali odchyień od wartości oczekiwanej, konsekwencje zaistniałych odchyień),
- **kontrola ryzyka** (kontrola przebiegu procesów, prawidłowości przeprowadzonych operacji zabezpieczających pod względem formalnym i merytorycznym, określenie sposobu reakcji),
- **zarządzanie otwartymi pozycjami** narażonymi na ryzyko,
- **ocena efektywności** stosowanych strategii.

Identyfikacja ryzyka odbywa się w ścisłym powiązaniu z przyjętymi celami i zadaniami. Jest to jeden z najistotniejszych elementów systemu zarządzania ryzykiem, ponieważ błędy w zakresie identyfikacji ryzyka prowadzić mogą do znacznych strat.

Szacowanie ryzyka odbywa się przy użyciu mierników ryzyka. Temat ten jest szerzej omówiony w dalszej części pracy. Dzięki oszacowaniu wielkości ryzyka stworzyć można odpowiednie strategie finansowe, umożliwiające zabezpieczenie otwartych pozycji narażonych na ryzyko (np. poprzez operacje hedgingowe, operacje na rynku *futures*, strategie opcyjne, transakcje typu *forward* itd.).

Kontrola ryzyka umożliwia bieżące dostosowywanie wykorzystywanych narzędzi do zmian w ekspozycji na ryzyko. Ponadto, system kontroli ryzyka wspiera rozwój systemu zarządzania ryzykiem, w szczególności w aspekcie jego identyfikacji. Końcowym elementem systemu zarządzania ryzykiem jest ocena efektywności stosowanych strategii. Stanowi ona punkt wyjścia do doskonalenia stosowanych metod i narzędzi.

System zarządzania ryzykiem wykorzystuje różnorodne **metody zarządzania ryzykiem**. Metody można podzielić na:

- **unikanie** (dostosowywanie pozycji aktywów i pasywów narażonych na ryzyko),
- **ubezpieczenie** (zawarcie umów z instytucjami ubezpieczającymi ryzyko: bankami, firmami ubezpieczeniowymi itd. lub kontraktów zabezpieczających na rynku finansowym),

²⁹ W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001, s. 35–39.

– **sprzedaż** (zawarcie umowy z partnerem, który ma odmienną ekspozycję ryzyka).

Skonstruowanie i wdrożenie systemu zarządzania ryzykiem finansowym pozwala na uniezależnienie wyniku finansowego, wartości bilansowej oraz struktury przepływów pieniężnych od zmian na rynkach finansowych bądź innych, wybranych przez zarządzających czynników.

Skuteczny system zarządzania ryzykiem przynosi istotne korzyści. Do najważniejszych zaliczyć można:

– większą skuteczność planowania, budżetowania, controllingu ograniczenie ryzyka wzrostu cen czynników kosztotwórczych, np. kosztu finansowania, cen czynników produkcji;

– stabilizację przyszłych wyników operacyjnych oraz finansowych, dzięki skutecznemu stosowaniu systemu zarządzania ryzykiem osiągnąć można zwiększenie stabilności i wiarygodności firmy poprzez obniżenie generowanego przez nią ryzyka. W efekcie prowadzi to do wzrostu jej wartości.

3.3.2. Źródła, rodzaje i poziom ryzyka na rynku nieruchomości

Ryzyko związane z nieruchomościami jest immanentnie związane z cechami samych nieruchomości jak również rynku nieruchomości. Cechy nieruchomości podzielić można na fizyczne oraz ekonomiczne. Specyficzne cechy nieruchomości skutkują występowaniem określonego typu ryzyka. Dalej przedstawiono typowe zależności, odniesione do wcześniej omówionych rodzajów ryzyka – por. tab. 3.2.

Tabela 3.2

Cechy nieruchomości a ryzyko

Cecha	Istota wpływu	Ryzyko
1	2	3
Trwałość oraz stałość w miejscu	Podatność na zmiany prawne Podatność na wpływy otoczenia Brak możliwości transferu Trwałość fizyczna Długi okres inwestycji	Ryzyko prawne Ryzyko lokalne Ryzyko podatkowe Ryzyko fizycznej trwałości Ryzyko płynności
Niepodzielność	Trudność podziału Wymaga znacznych nakładów Zmienność wykorzystania nieruchomości, fluktuacja dochodów Utrata funkcjonalności	Ryzyka rynkowe: płynności finansowe Ryzyko wartości Ryzyko zmian technologicznych/funkcjonalnych

1	2	3
Różnorodność	Utрудnia wycenę Podnosi koszty i wydłuża czas transakcji Różnorodność rozwiązań technicznych i funkcjonalnych	Ryzyko wartości Ryzyko płynności Ryzyko zmian technologicznych/funkcjonalnych Ryzyko techniczne
Złożoność fizyczna	Wymaga fachowej obsługi Złożoność analizy	Ryzyka techniczne Ryzyko operacyjne Ryzyko wartości
Niska płynność	Trudność w sprzedaży po cenie rynkowej	Ryzyko płynności Ryzyko wartości
Wysoka kapitałochłonność	Powoduje konieczność korzystania z środków obcych Długi okres zwrotu Konieczność modernizacji	Ryzyko stopy % Ryzyko walutowe Ryzyko wartości Ryzyko zmian technologicznych/funkcjonalnych Ryzyko techniczne
Rzadkość (deficytowość)	Ograniczona podaż, Wpływ zmian popytu i podaży na wartość	Ryzyko rynkowe Ryzyko wartości Ryzyko płynności
Lokalizacja	Wpływ na wartość mają czynniki fizycznej (położenie) oraz ekonomicznej (komunikacja, infrastruktura) lokalizacji	Ryzyko lokalne Ryzyko lokalizacji
Współzależność	Wpływ na wartość mają okoliczne nieruchomości	Ryzyko lokalizacji Ryzyko lokalne

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę szczególnie zakres ryzyka występującego w przypadku nieruchomości, istotne wydaje się przedstawienie go na tle ryzyka towarzyszącemu inwestowaniu w inne alternatywne instrumenty: akcje, obligacje, instrumenty pochodne, surowce. Dalej przedstawiono porównanie podstawowych rodzajów ryzyka dla nieruchomości oraz innych, typowych instrumentów finansowych – por. tab. 3.3.

Jak już wspomniano, na poziom ryzyka wpływają czynniki makro- i mikroekonomiczne. Jednak w przypadku nieruchomości podział ten należy odnieść do szczególnych uwarunkowań związanych z inwestowaniem w nieruchomości.

Tabela 3.3

Ryzyko inwestowania instrumentów finansowych

Instrumenty	Poziom ryzyka				
	ryнку	wartości	stopy %	płynności	prawne
Akcje	Duży	Duży	Średni	Niski	Średni
Obligacje o stałej stopie %	Niski	Niski	Duży	Niski	Niski
Instrumenty pochodne	Duży	Duży	Średni	Średni	Średni
Surowce	Duży	Średni	Niski	Duży	Niski
Nieruchomości – inwestycje bezpośrednie ^a	Średni	Niski	Niski	Duży	Średni
Nieruchomości – inwestycje pośrednie ^b	Duży	Średni	Niski	Niski	Średni

^a Bezpośrednie inwestycje w nieruchomości.

^b Pośrednie inwestowanie w nieruchomości, poprzez fundusze inwestycyjne (np. REIT), papiery wartościowe spółek nieruchomościowych (tzw. Real Estate Securities, Real Estate Operating Securities).

Źródło: opracowanie własne.

Ryzyko specyficzne jest to ryzyko związane z pojedynczą nieruchomością. Wpływ na nie mają czynniki oddziałujące na konkretną nieruchomość. Wyróżnia się sześć źródeł tego ryzyka³⁰:

- **oddziaływanie lokalizacji** – zmiany infrastruktury oraz nowe obiekty wokół nieruchomości mogą zwiększyć lub zmniejszyć wartość nieruchomości;
- **wpływy strukturalne obiektów** – w zależności od preferencji dotyczących pożądanых cech nieruchomości wartość danej nieruchomości może ulegać zmianie, w efekcie rozwoju technologii oraz nowych rozwiązań funkcjonalnych;
- **jakość budynku** – wpływa na możliwość pozyskania najemców (nabywców) oraz poziom czynszu najmu (ceny);
- **oddziaływanie prawne** – stan prawny oraz decyzje dotyczące danego terenu, szczególnie Miejscowy Plan Zagospodarowania Przestrzennego decydują o atrakcyjności danej nieruchomości;
- **deprecjacja** (nieregulowany spadek wartości aktywów w czasie) – związana z wiekiem, stanem technicznym oraz wyposażeniem danej nieruchomości. Wpływa na realizowaną stopę zwrotu dla nieruchomości.

Kolejnym rodzajem ryzyka występującym w tym podziale jest ryzyko **systematyczne** (ryнку). Jest ono związane ze zmianami na rynku nieruchomości w wyniku działania czynników zewnętrznych, które zwykle wpływają na cały rynek, w podobnym stopniu dotycząc każdej lub, co najmniej dużej części, nieruchomości³¹. Do źródeł ryzyka systematycznego zaliczyć należy:

³⁰ G. Brown, *op. cit.*

³¹ Por. *Inwestowanie w nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, VALOR, Łódź 1999, s. 32.

- ogólne czynniki gospodarcze i ekonomiczne,
- zmiany obowiązującego prawa,
- zmiany polityczne,
- zmiany na rynku finansowym oraz inwestycyjnym,
- koszty transakcyjne,
- podatki.

Biorąc pod uwagę podział na ryzyko systematyczne i specyficzne, przeprowadzić można jego analizę porównawczą. Umożliwia ona określenie podatności inwestycji na zmiany, dotyczące ogółu rynku, jak również oszacowanie potencjalnych korzyści z dywersyfikacji portfela lokat. Dalej przedstawiono podział ryzyka wartości na specyficzne i systematyczne dla różnych instrumentów finansowych.

Tabela 3.4

Ryzyko systematyczne i specyficzne instrumentów finansowych

Instrumenty	Poziom ryzyka		
	systematyczne	specyficzne	całkowite
Akcje	Duży	Duży	Duży
Obligacje o stałej stopie%	Niski	Niski	Niski
Instrumenty pochodne	Średni	Duży	Duży
Surowce	Duży	Średni	Średni
Nieruchomości – inwestycje bezpośrednie	Niski	Średni	Średni
Nieruchomości – inwestycje pośrednie	Średni	Niski	Średni

Źródło: opracowanie własne.

3.3.3. Metody zarządzania ryzykiem na rynku nieruchomości

Źródłem zagrożenia wartości nieruchomości jest ryzyko rynkowe, wynikające z niekorzystnych zmian poziomu czynników rynkowych lub ich zmienności. W przypadku nieruchomości występują różne rodzaje ryzyka charakterystyczne dla tego rynku, dla których możliwe jest wykorzystanie aktywnych metod zarządzania ryzykiem. Zarządzanie ryzykiem może objąć:

- zarządzanie ryzykiem ceny sprzedaży,
- zarządzanie ryzykiem ceny materiałów i usług budowlanych,
- zarządzanie ryzykiem cen najmu,
- zarządzanie ryzykiem kredytowym,
- zarządzanie ryzykiem walutowym,
- inne ryzyka (umowy warunkowe, opcje na zakup nieruchomości).

Ryzyko ceny sprzedaży występuje ze względu na długi okres pomiędzy zaangażowaniem środków finansowych (w trakcie procesu inwestycyjnego)

a ich odzyskaniem (sprzedaż lub wynajem nieruchomości). W efekcie, w momencie podejmowania decyzji o rozpoczęciu procesu inwestycyjnego, przeszłe ceny sprzedaży obciążone są znacznym ryzykiem.

Narzędzia zarządzania to:

- ubezpieczenia od skutków zmian cen,
- umowy z nabywcami o charakterze kontraktu *forward* (gwarantujące przyszłą cenę, przyszłą sprzedaż z dziś znaną ceną),
- klauzule umowne (waloryzacyjne), uzależniające przyszłą cenę sprzedaży od czynników rynkowych (np. odpowiednio dobranego wskaźnika inflacji czy kursów walutowych).

Ryzyko ceny materiałów i usług budowlanych występuje ze względu na okres pomiędzy podjęciem decyzji o rozpoczęciu procesu inwestycyjnego a jego realizacją (zakup towarów i usług budowlanych). W efekcie, w momencie podejmowania decyzji nie są znane rzeczywiste wydatki, ponoszone w związku z realizacją projektu.

Narzędzia zarządzania to:

- ubezpieczenia od skutków zmian cen,
- klauzule umowne (waloryzacyjne), uzależniające przyszłą cenę zakupu od czynników rynkowych,
- umowy o charakterze kontraktu *forward* z dziś znaną ceną (umowy ryczałtowe),
- opcje (na zakup materiałów lub usług) po dziś znanych cenach.

Na obszarze nieruchomości dochodowych istotne jest zarządzanie **ryzykiem cen najmu**. Najem (lub dzierżawa) ma charakter umowy długoterminowej, określającej ciąg stałych płatności finansowych realizowanych przez najemcę na rzecz wynajmującego. Zawarcie umowy najmu niesie ze sobą ponoszenie ryzyka związanego ze zmianami rynkowych cen lub czynników, wpływających na ceny najmu w przyszłości (np. kursy walutowe, stopy procentowe, inflacja). Wzrost rynkowej ceny najmu powoduje stratę u wynajmującego, poprzez koszt utraconych korzyści. W sytuacji spadku rynkowych cen najmu stratę ponosi najemca, dla którego korzystne może być wypowiedzenie umowy najmu w celu zawarcia z innym lub tym samym wynajmującym umowy najmu po aktualnych, atrakcyjniejszych cenach.

Narzędzia zarządzania ryzykiem cen najmu obejmują:

- wbudowanie w czynsz instrumentu pochodnego (uzależnienie wysokości czynszu od wybranej zmiennej bazowej: kursu walutowego, stopy procentowej, wskaźnika inflacji, ceny najmu innych nieruchomości uznanych za bazowe). Metoda ta nie może mieć zastosowania do regulowania cen najmu lokali mieszkalnych³². Ponadto, wbudowanie instrumentu pochodnego umożliwia

³² Zgodnie z art. 5 ust. 3 Ustawy z 21.03.2001 r. „O ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego” (Dz.U. nr 71, poz. 733) „świadczenie

wynajmującemu zabezpieczenie innych rodzajów ryzyk (np. walutowego³³, stopy procentowej itd.);

– terminy rewizji lub wypowiedzenia umowy. Skrócenie terminów trwania umowy powoduje ograniczenie ryzyka ceny najmu, umożliwiając stronom umowy zawarcie nowej, dostosowanej do zmiany rynkowej ceny najmu. Obecnie w Polsce istnieją ustawowe ograniczenia co do możliwości rewizji umowy najmu dla nieruchomości mieszkalnych³⁴.

Ryzyko kredytowe (kontrpartnera) polega na niedotrzymaniu zobowiązań finansowych przez stronę umowy. W omawianej sytuacji dotyczy to zwykle najemcy bądź nabywcy nieruchomości. W tym celu stosowane są klasyczne metody zarządzania ryzykiem kredytowym: identyfikacja ryzyka (analiza zdolności kredytowej strony umowy oraz jej okresowa weryfikacja³⁵) oraz zabezpieczenie (np. kaucje, weksle, gwarancje, ubezpieczenia itp). W przypadku nierealizowania zobowiązań możliwe jest skorzystanie z posiadanych zabezpieczeń dla uniknięcia strat finansowych.

Podmioty działające na rynku nieruchomości mogą znaleźć się w dwóch odmiennych co do zagrożenia **ryzykiem walutowym** sytuacjach. W szczególności dotyczy to podmiotów realizujących projekty nieruchomościowe oraz właścicieli nieruchomości:

– są zobowiązani regulować opłaty (np. z tytułu kredytu) w walucie obcej (lub denominowane). W takich okolicznościach wzrost kursu waluty obcej zwiększa obciążenia finansowe w walucie krajowej;

– są wierzycielami, otrzymując stałe lub jednorazowe wpływy w walucie obcej (lub denominowane). Zmiana kursu walutowego zmienia wartość przepływu wyrażoną w walucie krajowej.

Narzędzia zarządzania ryzykiem walutowym obejmują:

- eliminowanie (lub ograniczanie) ryzyka poprzez zbilansowanie pozycji narażonej na ryzyko³⁶;
- ubezpieczenie, poprzez zawarcie transakcji z instytucją ubezpieczeniową;
- transakcje zabezpieczające, polegające na zawarciu umowy na rynku finansowym, przykładowo:

pieniężne za odpłatne używanie lokalu ustala się w pieniądzu polskim, zaś inne ustalenia, łącznie z zastrzeżeniem klauzul waloryzacyjnych, jest niedopuszczalne i uważa się za niezastrzeżone”.

³³ Co może być korzystne gdy wynajmujący posiada zobowiązanie w walucie obcej, np. kredyt inwestycyjny.

³⁴ Patrz: Ustawa z 21.03.2001 r. „O ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego”; (Dz.U. nr 71, poz. 733).

³⁵ Przykładowo, poprzez wprowadzenie obowiązku okresowego przekazywania dokumentów wskazujących na zdolność do regulowania zobowiązań, np. sprawozdań finansowych podmiotów gospodarczych.

³⁶ Przykładowo, w sytuacji finansowania zakupu nieruchomości kredytem walutowym, poprzez zawarcie umowy najmu wyrażonej w tej samej walucie.

- *swap* walutowy: umowa dwustronnie zobowiązująca, istotą której jest stała lub jednorazowa przyszła wymiana danej ilości jednej waluty na inną po z góry określonym kursie. W rzeczywistości może dojść i zwykle dochodzi do wymiany jedynie różnic powstałych w wyniku zmiany wzajemnego kursu tych walut pomiędzy rynkiem terminowym a kasowym. Zwykle w kontrakt zaangażowany jest pośrednik swapowy, którym na ogół jest bank;
- transakcje *futures* – polegające na zakupie waluty w przyszłym terminie po dziś znanym kursie;
- opcje walutowe: czyli prawa do nabycia lub sprzedaży waluty obcej po dziś znanej cenie, w zdefiniowanym momencie lub okresie w przyszłości³⁷.

W przypadku transakcji obrotu nieruchomościami inwestorzy często korzystają z narzędzi zarządzania **ryzykiem związanym ze specyficznymi warunkami zawarcia transakcji**:

– zawarcie kontraktu terminowego na zakup nieruchomości. Przesłanką do zawarcia takiego kontraktu może być niepewność co do decyzji administracyjnych³⁸ lub innych, niezależnych od podmiotu zawierającego kontrakt a chcącego nabyć nieruchomość. Umowa nabiera charakter warunkowego, zaś jej spełnienie uzależnione jest od przesłanek zewnętrznych. Konstrukcja ta umożliwia zabezpieczenie ryzyka prawnego, lokalnego itp.;

– dodanie do umowy najmu opcji zakupu nieruchomości po wygaśnięciu umowy najmu (dzierżawy). Opcja taka może określać cenę bądź też uzależniać cenę od zmiennej rynkowej, ograniczając w ten sposób ryzyko najemcy (np. w związku z ponoszonymi przez niego nakładami w obcym środku trwałym);

– umowy pierwokupu, umożliwiającej najemcy zakup nieruchomości w przypadku jej sprzedaży przez wynajmującego. Metoda ta umożliwia ograniczenie ryzyka najemcy w przypadku sprzedaży osobie trzeciej wynajmowanej nieruchomości. Umowy pierwokupu są również stosowane w sytuacji istnienia kilku współwłaścicieli nieruchomości, umożliwiając pozostałym ograniczenie ryzyka związanego ze sprzedażą części nieruchomości przez jednego z nich.

Dotychczas omówiono zarządzanie szczególnymi typami ryzyka, charakterystycznymi dla nieruchomości. Istnieją również narzędzia, szeroko stosowane na rynku finansowym, które mogą być użyte do kompleksowego zarządzania ryzykiem, również dla nieruchomości traktowanych jako aktywa rynku kapitałowego. W szczególności można wyróżnić:

- technikę **sekurytyzacji**,
- **grupowanie nieruchomości w pule** (portfele nieruchomości).

³⁷ Zależnie od typu opcji: europejskiej lub amerykańskiej.

³⁸ Przykładowo, nieskorzystania przez gminę z prawa pierwokupu, wydania decyzji o warunkach zabudowy, zmiany planu zagospodarowania itp.

Sekurytyzację (por. pkt 2.2) można określić w ślad za F. J. Fabozzim³⁹ jako „proces przekształcania pozbawionych płynności aktywów w pakiety oprocentowanych papierów wartościowych, o cechach umożliwiających ich wprowadzenie na rynek w celach inwestycyjnych”. Sekurytyzacja oddziela zatem ryzyko związane z aktywami (w analizowanym przypadku nieruchomości) od pozostałych rodzajów ryzyka finansowego właściciela.

Biorąc pod uwagę aspekty zarządzania ryzykiem, sekurytyzację cechuje:

- uzyskanie zewnętrznego **finansowania aktywów**;
- **zmniejszenie ryzyka płynności Inicjatora**⁴⁰, co jest istotne dla instytucji, na które nałożone zostały wymogi dotyczące płynności (np. banków), zaś nabiera szczególnego znaczenia w przypadku kapitałochłonnych z natury nieruchomości;

- **wydzielenie**, pod względem prawnym oraz funkcjonalnym, **ryzyka** sekurytyzowanych aktywów oraz dochodów z nich pochodzących, od ryzyka pozostałej działalności inicjatora;

- **zmniejszenie kosztów pozyskiwania środków**. Wyemitowane w procesie sekurytyzacji papiery dłużne posiadają zwykle wysoki rating inwestycyjny, często wyższy od ratingu Inicjatora, co umożliwia tańsze pozyskanie kapitału;

- obniżanie **ryzyka koncentracji**, poprzez rozłożenie finansowania aktywów na wiele podmiotów, nabywców wyemitowanych papierów wartościowych;

- tworzenie **ryнку wtórnego** dla papierów wartościowych wyemitowanych w wyniku sekurytyzacji, co zmniejsza **ryzyko płynności** dla ich nabywców.

Najczęściej sekurytyzacji podlegają⁴¹: kredyty hipoteczne, karty kredytowe, kredyty samochodowe, kredyty osobiste, kredyty komercyjne (*CLO's*), obligacje (*CBO's*), leasing środków transportu, należności handlowe, tantiemy, należności w sektorze ochrony zdrowia, nieruchomości. Sekurytyzowane aktywa winny posiadać następujące cechy:

- występowanie odpowiedniej różnorodności i wielkości portfela sekurytyzowanych aktywów, co redukuje ich ryzyko specyficzne oraz ryzyko koncentracji;

- istnienie danych historycznych dotyczących płatności – są one podstawą do wyznaczenia współczynników opóźnionych i przedwczesnych spłat oraz nadania ratingu;

- jednorodność, która umożliwia stworzenie przejrzystej struktury transakcji;

- przewidywalność przyszłych dochodów – umożliwia opracowanie planu przyszłych płatności z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych.

³⁹ F. Fabozzi, *Handbook of mortgage-backed Securities*, Mc Graw-Hill, New York 2001.

⁴⁰ Inicjator uzyskuje środki finansowe w zamian za sekurytyzowane aktywa, co podwyższa jego płynność.

⁴¹ J. Tucker, *Typy aktywów nadających się do sekurytyzacji*, s. 12; materiały konferencyjne *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawa 1998.

W procesie sekurytyzacji uczestniczy wiele podmiotów, a mianowicie:

- inicjator,
- Spółka Specjalnego Znaczenia (SPV),
- doradca,
- dłużnicy pierwotni,
- inwestorzy,
- agent płatniczy,
- agencja ratingowa,
- gwaranci.

Inicjatorem procesu sekurytyzacji aktywów jest zazwyczaj ich pierwotny właściciel, zazwyczaj są to instytucje finansowe. Inicjator dokonuje sprzedaży sekurytyzowanych aktywów na rzecz SPV, i uzyskuje za to środki finansowe. Inicjator pełni często również funkcje gwaranta płatności SPV na rzecz Inwestorów.

Instytucja SPV (Spółka Specjalnego Przeznaczenia – Special Purpose Vehicle) jest często stosowana w transakcjach finansowania strukturalnego, w tym m. in. w transakcjach sekurytyzacyjnych. Wpływy z emisji papierów wartościowych SPV przeznacza wyłącznie na zakup określonych aktywów, służących jako zabezpieczenie ich obsługi i wykupu. SPV ma ograniczony statutowo zakres działania, wyłącznie do operacji związanych z realizacją transakcji sekurytyzacyjnej. Zastosowanie takiej konstrukcji zapewnia czytelność ryzyka emitowanych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS), gdyż ogranicza się jedynie do ryzyka nabywanych przez SPV aktywów. W ramach procesu sekurytyzacji emitowane są najczęściej dłużne papiery wartościowe, których termin wykupu zależy od zapadalności aktywów, stanowiących ich zabezpieczenie. W tym celu stosuje się zwykle podział na transze o różnym terminie wykupu. Stosowany jest również podział na transze o różnym zabezpieczeniu płatności, a więc różnym ryzyku dla nabywców.

Zadaniem **doradcy** jest zaplanowanie, organizacja i utworzenie struktury sekurytyzacyjnej. Doradca często jest założycielem SPV, co pomaga w utrzymaniu pełnej niezależności SPV od Inicjatora⁴².

Dłużnikami są podmioty pierwotnie zobowiązane, realizujące w programie sekurytyzacji płatności z tytułu zobowiązań wobec inicjatora na rachunek SPV. W przypadku nieruchomości rolę tę pełnią najemcy, użytkownicy lub przyszli nabywcy sekurytyzowanych nieruchomości.

Inwestorami są podmioty, dostarczające kapitał poprzez zakup papierów wartościowych emitowanych przez SPV. Inwestorzy, decydując o zakupie określonych papierów wartościowych, kierują się ich rentownością, ryzykiem oraz płynnością instrumentu.

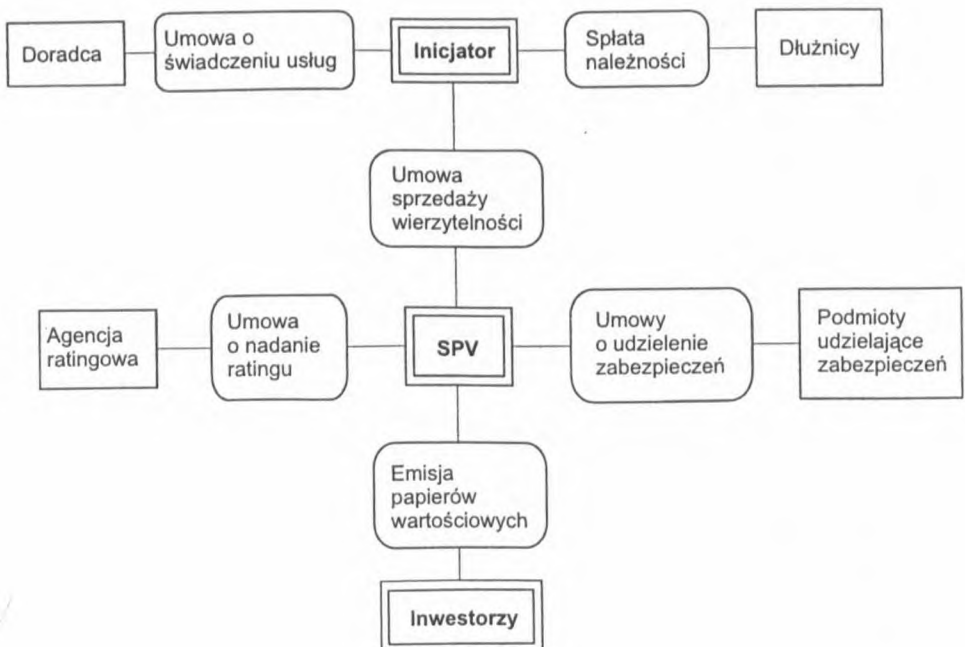
⁴² I. A. Raczkowska, *Sekurytyzacja wierzycielności bankowych*, KiK, Warszawa 2001 s. 31–32.

Agentem płatniczym jest instytucja finansowa, najczęściej bank, organizująca emisję papierów wartościowych. Podmiot ten może także administrować płatnościami związanymi z sekurytyzowanymi aktywami oraz przepływami pieniężnymi z tytułu emisji papierów wartościowych, obniżając, z punktu widzenia inwestorów, ryzyko operacyjne SPV.

Agencja ratingowa jest podmiotem, oceniającym ryzyko inwestycyjne, określa on bezpieczeństwo lokowania przez inwestorów kapitału w dany instrument finansowy. Wysoka ocena ratingowa emitowanych przez SPV papierów wartościowych zmniejsza ryzyko inwestora i poprawia atrakcyjność danego waloru. Zasadą jest, że transakcje sekurytyzacyjne są oceniane przez niezależne agencje ratingowe.

Gwaranci gwarantują zobowiązania z tytułu wyemitowanych przez SPV papierów wartościowych. Często rolę gwaranta pełni również inicjator. W przypadku istotnego ryzyka związanego z sekurytyzowanymi aktywami gwarancje są niezbędne dla powodzenia transakcji i sprzedaży inwestorom emitowanych przez SPV papierów wartościowych.

Dalej przedstawiono **schemat typowej transakcji sekurytyzacyjnej** – por. rys. 3.1.



Rys. 3.1. Schemat typowej transakcji sekurytyzacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Poddanie nieruchomości procesowi sekurytyzacji może zostać przeprowadzone na kilka sposobów, jednakże zawsze będzie to powiązane z przepływami finansowymi związanymi z konkretną nieruchomością lub ich grupą. Można wyróżnić kilka kategorii takich przepływów.

- przepływy pieniężne związane z płatnościami czynszowymi;
- przyszłe, pozaczynszowe, przepływy pieniężne związane z nieruchomością;
- wpływy z opłat za przejazd daną drogą lub inne wpływy z użytkowania określonej infrastruktury (np. mosty, tunele);
- wpływy z opłat za przeprowadzenie i użytkowanie urządzeń technicznych, np. rurociągów, sieci teleinformatycznych;
- wpływy z biletów wstępu na stadiony, hale koncertowe i tym podobne obiekty;
- przepływy pieniężne związane ze spłatą kredytów hipotecznych.

W związku z tym wyróżnić można typy papierów wartościowych, zależnie od typu i techniki sekurytyzacji aktywów:

1. Mortgage Backed Securities – MBS

To papiery wartościowe tworzone w oparciu o przepływy pieniężne ze spłat puli kredytów hipotecznych⁴³. Inicjatorem jest w tym przypadku bank. Mogą to być kredyty zabezpieczone hipoteką nieruchomości mieszkaniowych lub komercyjnych. Istnieją cztery podstawowe typy struktur stosowanych przy emisji MBS⁴⁴:

– *pass-through securities* (świadcstwa udziałowe), będące najprostszą strukturą sekurytyzacyjną. Ich nabywcy uzyskują proporcjonalny udział w zbiorze kredytów hipotecznych oraz związany z tym udział w *cash-flows*. W przypadku *pass-through securities* nie jest powoływana SPV. Zaletą tej konstrukcji jest prostota oraz niskie koszty obsługi. Wadą jest trudność w ustaleniu rentowności tych papierów w momencie emisji jak również wyższe ryzyko. Wynika to z ponoszonego przez nabywców ryzyka kredytowego oraz możliwości wcześniejszej spłaty kredytów w wyniku zmian rynkowej stopy procentowej, co zmienia strukturę przepływów kapitałowych oraz poziom rentowności⁴⁵;

– *pay-through securities*, będące papierami wartościowymi o charakterze dłużnym, których emitent zobowiązuje się do wypłaty nabywcom kuponów oraz nominału w określonym terminie. Powołanie SPV pozwala na trans-

⁴³ S. G u d k o w a, *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002, s. 57.

⁴⁴ Por. L. S. H a y r e, B. S m i t h, *Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*, John Wiley & Sons, Inc. Toronto 2001, s. 9.

⁴⁵ Por. A. K o s i Ń s k i, *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997, s. 59–60.

formacje strumieni pieniężnych (zmianę terminów i stóp procentowych). Typowymi *pay-through securities* związanymi z kredytami hipotecznymi są CMO – *collateralized mortgage obligations*⁴⁶;

– CMO (*Collateralized Mortgage Obligations* – zabezpieczone obligacje hipoteczne) – emitowane przez SPV, będące właścicielami puli kredytów hipotecznych. SPV dokonuje zamiany (restrukturyzacji) przepływów pieniężnych pochodzących ze spłat kredytów. Obligacje są emitowane w transzach, co umożliwia znaczną elastyczność w zakresie parametrów finansowych emisji. Wadą tej konstrukcji są wyższe koszty związane ze stworzeniem i działalnością SPV, co wpływa na wymaganą odpowiednią wartość sekurytyzowanych należności⁴⁷;

– SMBS (*Stripped Mortgage Backed Securities*) emitowane przy wykorzystaniu dwóch procedur. Pierwsza zakłada podział emisji na dwie klasy papierów wartościowych typu *pass-through*, które wypłacają swoim nabywcom oddzielnie odsetki oraz raty kapitałowe w różnych proporcjach. Druga zakłada zastosowanie instrumentów typu *pay-through* (zwykle są to CMO) generujących tylko płatności odsetkowe (*Interest-Only*) lub tylko raty kapitałowe (*Principal-Only*). Papiery te emitowane są jednocześnie, przy czym *Principal-Only* emitowane są z dyskontem⁴⁸.

2. Real Estate Assets Backed Securities – RE ABS

To papiery wartościowe tworzone w oparciu o przepływy pieniężne pochodzące z dochodów uzyskiwanych z puli nieruchomości. Zwykle będą to dochody czynszowe, lecz bywają to również dochody z opłat np. za miejsca parkingowe, użytkowanie budowli lub urządzeń związanych z nieruchomością, dochody ze sprzedaży np. biletów na obiekty sportowe⁴⁹ itp. Zwykle inicjatorem jest właściciel puli nieruchomości, mogą to być przedsiębiorstwa, instytucje finansowe, organizacje użyteczności publicznej, samorządy lokalne lub skarż państwa⁵⁰. Rentowność oraz ryzyko dla nabywców RE ABS są związane z przepływami finansowymi generowanymi przez sekurytyzowane nieruchomości.

⁴⁶ Por. S. Gudkova, *op. cit.*, s. 62–63.

⁴⁷ Por. A. Kosiński, *op. cit.*, s. 61–64.

⁴⁸ Por. S. Gudkova, *op. cit.*, s. 70–72.

⁴⁹ Niemiecki klub piłkarski Schalke 04 w celu sfinansowania budowy nowego stadionu (Arena Schalke) wyemitował papiery wartościowe o wartości około 85 mln euro, których spłata jest finansowana z przychodów ze sprzedaży biletów na mecze przez najbliższe 10 lat. Dodatkowo zabezpieczeniem jest sam stadion.

⁵⁰ Por. M. Breidenbach, *Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry*, Pacific Real Estate Society, Brisbane, January 2003, s. 4–6.

Szczególnym podmiotem tworzonym w celu sekurytyzowania kredytów hipotecznych są **banki hipoteczne**. Banki te udzielają kredytów zabezpieczonych hipoteką oraz nabywają wierzytelności innych banków z tytułu udzielonych przez nie kredytów zabezpieczonych hipoteką⁵¹. Bank na podstawie wymienionych wierzytelności emituje listy zastawne. List zastawny jest to papier wartościowy, stwierdzający wierzytelność pieniężną, jaka przysługuje okazielowi lub podmiotowi w nim określonego, względem banku hipotecznego, będącego emitentem listów. W liście hipotecznym bank zobowiązuje się do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych. Listy zastawne uznawane są za papiery wartościowe o niskim ryzyku, zaś oferowane rentowności są bliskie wierzytelnościom skarbu państwa.

Zastosowanie sekurytyzacji w stosunku do nieruchomości pozwala na częściowe wyeliminowanie immanentnych wad nieruchomości. Nabywca papierów wartościowych powstałych w wyniku sekurytyzacji czerpie dochody z nieruchomości lub powstałe w oparciu o nią, przy czym nie musi on ponosić dużych kosztów związanych z zakupem całej nieruchomości i jej zarządzaniem, zaś płynność inwestycji jest wyższa, a obrót szybszy, tańszy i łatwiejszy niż samymi nieruchomościami. Jednocześnie wyeliminowane są niektóre rodzaje ryzyka i niedogodności typowych dla inwestowania w nieruchomości, np.:

- niepodzielny charakter inwestycji i związana z tym kapitałochłonność,
- ryzyko płynności (niska płynność nieruchomości wynikająca z wartości transakcji),
- długi okres inwestowania środków,
- wysokie koszty transakcyjne,
- konieczność zarządzania i wypełniania obowiązków związanych z własnością nieruchomości.

W przypadku emisji typu dłużnego (np. CMO's, listy zastawne) rentowność oraz ryzyko związane jest z rynkiem długu. Ze względu na niskie ryzyko kredytowe emitenta (SPV, Bank Hipoteczny) dominujące dla inwestora jest ryzyko stopy procentowej.

SPV, której aktywami są nieruchomości, dokonując emisji papierów wartościowych typu RE-ABS, przenosi dochody (po odjęciu wydatków) związane z posiadaniem nieruchomości na właścicieli wyemitowanych papierów wartościowych. Wówczas stopa zwrotu i ryzyko są wprost uzależnione od obecnych oraz oczekiwanych stóp zwrotu i ich zmian generowanych przez pulę nieruchomości, będącą przedmiotem sekurytyzacji.

Ponadto, ze względu na znaczną skalę transakcji, sekurytyzacja przynosi korzyści w zakresie redukcji ryzyka specyficznego (dzięki dywersyfikacji

⁵¹ Art. 12 ust. 1 i 3 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. O listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. z dnia 21 listopada 1997 r.).

portfela nieruchomości lub kredytów hipotecznych, będących w posiadaniu SPV), płynności (rynek ABS charakteryzuje płynność podobna jak dla innych papierów wartościowych rynku kapitałowego) i innych, będąc równocześnie formą pośredniego inwestowania w nieruchomości. W efekcie inwestor, szczególnie w przypadku posiadania RE-ABS, uzyskuje korzyści z rozwoju rynku nieruchomości, unikając typowych wad związanych z bezpośrednim inwestowaniem w nieruchomości. Charakterystykę papierów wartościowych powstałych w wyniku sekurytyzacji przedstawia tab. 3.5.

Warto zauważyć, iż w przypadku transakcji wyemitowanymi w procesie sekurytyzacji papierami wartościowymi na rynku wtórnym dostępne stają się dodatkowe narzędzia analizy ryzyka. Zmiany cen papierów wartościowych na rynku wtórnym dostarczają danych umożliwiających wykorzystanie narzędzi statystycznych: analizy ryzyka (odchylenia standardowego) oraz analizy technicznej. Inwestor uzyskuje wówczas możliwość wyceny rentowności i ryzyka podobnie jak dla innych papierów wartościowych. W efekcie możliwe jest porównanie z innymi aktywami rynku finansowego oraz ich włączenie do portfela inwestycyjnego.

Za wadę sekurytyzacji należy uznać **wysokie koszty transakcji**⁵², które czynią ją opłacalną jedynie przy zgromadzeniu puli aktywów o znacznej wartości. Transakcje sekurytyzacyjne mają charakter „true-sale”, co oznacza transfer własności aktywów od Inicjatora do SPV. Istotne jest zatem, aby koszty związane z transakcją zostały zminimalizowane. Przede wszystkim dotyczy to kosztów związanych z przeniesieniem własności nieruchomości. Stąd często siedzibami SPV stają się kraje o sprzyjającym otoczeniu fiskalnym, tzw. *off-shore* (np. Kajmany, Jersey, Cypr). W konsekwencji, transakcje sekurytyzacyjne dla swej efektywności wymagają odpowiedniej skali, szacowanej na co najmniej 50–100 mln euro⁵³.

Jednocześnie omawiane transakcje niosą za sobą niebagatelne zalety dla inicjatora, stając się sposobem na obniżenie kosztów finansowych i dywersyfikację źródeł finansowania. Należy zauważyć, że sekurytyzacja likwiduje wadę nieruchomości, jaką jest wysoka kapitałochłonność oraz koszty transakcyjne jedynie z punktu widzenia inwestora. Inicjator sekurytyzacji ponosi wysokie koszty związane z m. in. emisją papierów wartościowych czy nadaniem ratingu.

⁵² Zaliczyć do nich można: opłaty dla sponsora (powołującego i zarządzającego SPV), opłaty za zarządzanie aktywami będącymi zabezpieczeniem transakcji (w szczególności dotyczy to nieruchomości), usługi świadczone SPV (prawne, księgowo, windykacyjne, audytorskie itp.), podatki i opłaty zależnie od środowiska prawnego i fiskalnego SPV, opłaty dla organizatora emisji (instytucji sprzedającej wyemitowane papiery wartościowe), opłaty dla market-makera (związane z utrzymywaniem płynności na rynku wtórnym), opłaty dla agencji ratingowej (nadanie oraz monitorowanie ratingu), koszty operacyjne (np. usługi bankowe itp.). Część z wymienionych kosztów ma charakter stały, niezależny od wartości transakcji.

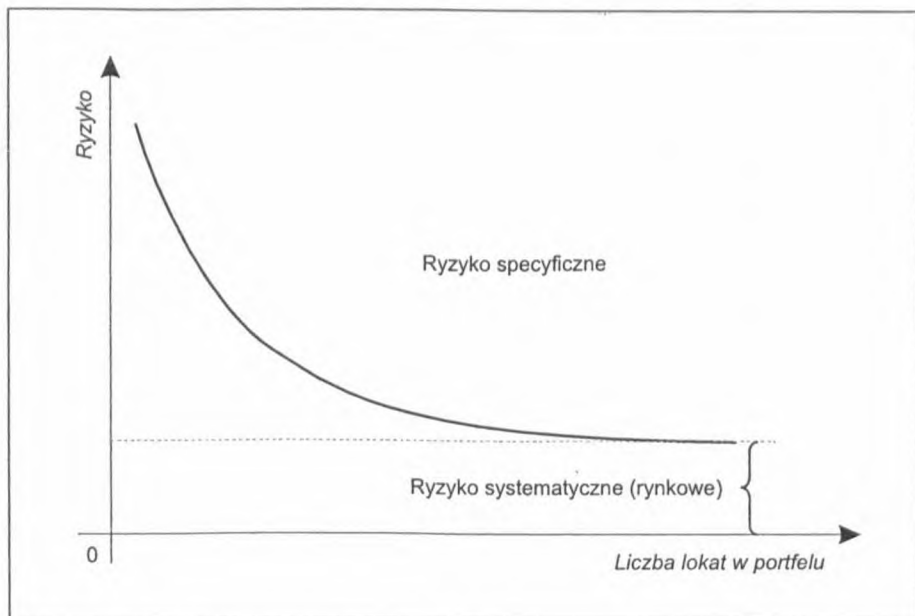
⁵³ Por. M. Breidenbach, *op. cit.*

Charakterystyka papierów wartościowych powstałych w wyniku sekurytyzacji

Wyszczególnienie	MBS (USA)			RE ABS	Listy zastawne (Europa)
	<i>Pass-through securities</i> świadectwa udziałowe oparte na kredytach hipotecznych	Zabezpieczone obligacje hipoteczne CMO	SMBS – Stripped Mortgage Backed Securities		
Emitent papierów wartościowych	bank	SPV	SPV lub bank	SPV	bank hipoteczny
Typowy inicjator	bank	bank, instytucje publiczne (FHLMC, FNMA, GNMA,)	banki, instytucje publiczne (FNMA, GNMA, FHLMC)	właściciel nieruchomości	bank hipoteczny
Restrukturyzacja strumieni pieniężnych	nie	tak	W zależności od typu transakcji	tak	tak
Źródło dochodów, rentowność	Przychody z kredytów hipotecznych,	przychody z kredytów hipotecznych,	przychody z kredytów hipotecznych,	przychody z puli nieruchomości (np. czynszowe lub za użytkowanie),	przychody z kredytów hipotecznych,
Rentowność	związana z rynkiem kredytowym	związana z rynkiem długu	związana z rynkiem długu lub kredytowym	związana z przepływami generowanymi przez pulę nieruchomości	związana z rynkiem długu
Źródło ryzyka	Kredyty hipoteczne będące podstawą emisji, ryzyko wcześniejszej spłaty, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe	Zmiany rynkowej stopy procentowej, ryzyko kredytowe Emitenta i gwaranta	Zmiany rynkowej stopy procentowej, ryzyko kredytowe Emitenta i gwaranta	Poziom oraz zmienność przepływów finansowych z puli nieruchomości	Zmiany rynkowej stopy procentowej, ryzyko kredytowe Emitenta i gwaranta

Źródło: opracowanie własne.

Sposobem na ograniczenie ryzyka, obok sekurytyzacji, jest **dywersyfikacja**, czyli celowy podział portfela inwestycyjnego. Inwestorzy dążą do zróżnicowania portfela lokat⁵⁴, co pozwala na osiągnięcie korzystniejszej relacji pomiędzy oczekiwaną stopą zwrotu a ryzykiem. W tym celu budują portfel lokat, w którym dzięki wykorzystaniu wzajemnych zależności pomiędzy stopami zwrotu poszczególnych aktywów możliwe jest wyeliminowanie części **ryzyka specyficznego**. W odpowiednio zdywersyfikowanym portfelu ryzyko specyficzne jest zredukowane do zera⁵⁵. Teoretyczną zależność pomiędzy ryzykiem portfela a liczbą jego składników przedstawia rys. 3.2.



Rys. 3.2. Efekt redukcji ryzyka portfela poprzez dywersyfikację

Zależność tę wykorzystać można do konstrukcji portfela (puli) nieruchomości. Odpowiednia budowa portfela nieruchomości umożliwi obniżenie ryzyka inwestycyjnego, przede wszystkim poprzez redukcję ryzyka specyficznego, pozostawiając głównie część zwaną ryzykiem systematycznym – związanym z ogółem rynku nieruchomości. Dalsza redukcja ryzyka jest możliwa

⁵⁴ Poprzez lokaty rozumiemy tu wszelkie inwestycje w aktywa, mające na celu osiągnięcie dochodu. Lokatami mogą być zarówno inwestycje w papiery wartościowe (lokaty finansowe), jak i aktywa materialne, np. nieruchomości, dzieła sztuki, złoto.

⁵⁵ Pozostałe ryzyko, tzw. systematyczne (lub rynkowe), wynika z samego faktu inwestowania na danym rynku, zaś jego źródłem jest kowariancja pomiędzy stopami zwrotu aktywów na rynku. Por. np. R. A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG Press, Warszawa 1996.

poprzez łączenie lokat nieruchomościowych z innymi typami aktywów, np. akcjami. Powstałe wówczas portfele heterogeniczne charakteryzuje niskie ryzyko systematyczne i całkowite. Możliwość ta jest szczególnie atrakcyjna dla inwestorów o charakterze globalnym, którzy generują popyt na inwestycje nieruchomościowe właśnie ze względu na redukcję ryzyka systematycznego.

Problem konstrukcji portfela inwestycyjnego opisuje Nowoczesna Teoria Portfela (*Modern Portfolio Theory*) stworzona przez H. Markowitza⁵⁶. Model ten opiera się na kilku podstawowych założeniach, które można podzielić na założenia behawioralne (dotyczące motywów zachowań inwestorów) oraz przedmiotowe (dotyczące właściwości aktywów na rynku):

- decyzje inwestorów oparte są wyłącznie na dwóch wskaźnikach: oczekiwanej stopie zwrotu, która przedstawia efektywność inwestycji, oraz odchyleniu standardowym, odzwierciedlającym poziom ryzyka;

- inwestorom znane są rozkłady stóp zwrotu wszystkich dostępnych na rynku lokat, jednocześnie inwestorzy mają tożsame oczekiwania co do ich parametrów;

- inwestorzy wybierają zawsze: spośród lokat o tej samej stopie zwrotu tę o najniższym odchyleniu standardowym, spośród lokat o tym samym ryzyku taką, której efektywność będzie najwyższa;

- aktywa są podzielne: umożliwia to stworzenie portfela złożonego z dokładnie określonej liczby poszczególnych składników;

- aktywa charakteryzują się wyłącznie: oczekiwaną stopą zwrotu, ryzykiem (mierzonym odchyleniem standardowym) oraz współzależnością (mierzoną kowariancją), oznacza to, iż stopy zwrotu aktywów mają charakter rozkładu normalnego;

- nie występują koszty transakcji;
- nie ma ograniczeń przepływu informacji;
- płynność rynku umożliwia natychmiastowe przeprowadzenie transakcji i bieżące dostosowywanie składu portfela.

Oczekiwana stopa zwrotu i ryzyko portfela zgodnie z modelem Markowitza wyrażone są następującymi wzorami:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(R_i)$$

oraz

$$\sigma_p = \left[\sum_{i=1}^n (X_i^2 \sigma_i^2) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1, j \neq i}^n (X_i X_j \sigma_i \sigma_j) \right]^{\frac{1}{2}}$$

⁵⁶ Por. H. M. Markowitz, *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, December 1952, oraz idem, *Portfolio Selection - Efficient Diversification of Investments*, Yale University Press, New Haven 1959.

gdzie:

- $E(R_p)$ – oczekiwana stopa zwrotu portfela,
- σ_p – ryzyko portfela,
- i – kolejne składniki portfela,
- $E(R_i)$ – oczekiwana stopa zwrotu i -tego składnika portfela,
- σ_i – ryzyko i -tego składnika portfela,
- σ_{ij} – współczynnik korelacji pomiędzy zmiennymi R_i oraz R_j .

Konstrukcja portfela opiera się zatem na analizie trzech podstawowych parametrów: wartości oczekiwanej stopy zwrotu jego składników, odchylenia standardowego stopy zwrotu oraz korelacji pomiędzy stopami zwrotu składników portfela.

Szczególną rolę w redukcji ryzyka portfela odgrywa współczynnik korelacji, będący wystandaryzowaną miarą współzależności pomiędzy dwoma rozkładami stóp zwrotu. Współczynnik korelacji może przyjmować wartości w przedziale $\langle -1; 1 \rangle$, przy czym dla większości par aktywów pochodzących z tego samego rynku przybiera wartości dodatnie. Dodatnia korelacja oznacza, że wzrostowi stopy zwrotu jednej lokaty towarzyszyć będzie wzrost stopy zwrotu innej. Zauważmy jednocześnie, że ujemna korelacja pomiędzy stopami zwrotu składników portfela powoduje zmniejszenie całkowitego ryzyka portfela lokat. Właśnie dzięki tej własności odpowiednia dywersyfikacja pozwala na zmniejszenie ryzyka portfela aktywów, a w konsekwencji kreowanie portfela o optymalnej relacji oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka.

Zgodnie z teorią portfela, **inwestorzy wybierają portfele maksymalizujące relację oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka**. Są to tzw. portfele efektywne. Portfel efektywny jest najkorzystniejszym z portfeli danej klasy ryzyka. Ponieważ dla różnych poziomów ryzyka można stworzyć tylko jeden portfel efektywny, należy skonstruować tzw. granicę efektywną Markowitza⁵⁷, składającą się ze wszystkich istniejących portfeli efektywnych. Oczywiście jest, że każdy z inwestorów konstruując własny portfel inwestycyjny dążyć będzie do posiadania portfela efektywnego. Jego położenie na granicy efektywnej wynikać będzie z użyteczności portfela, a ta z kolei z indywidualnej preferencji co do poziomu akceptowanego ryzyka.

Spośród portfeli efektywnych istnieje taki, który maksymalizuje efektywną stopę zwrotu (stopę zwrotu portfela ponad stopę zwrotu tzw. aktywów bezryzykownych) na jednostkę ponoszonego ryzyka. Portfel taki zwany jest optymalnym.

Z definicji portfela efektywnego wynika, że spełnia on warunek:

$$\max(R_p - R_f), \sigma_p = \text{const},$$

⁵⁷ Por. K. Marchlewski, [w:] *Inwestowanie w nieruchomości*, s. 200–202.

zaś w przypadku portfela optymalnego, wartość maksymalną osiąga funkcja⁵⁸

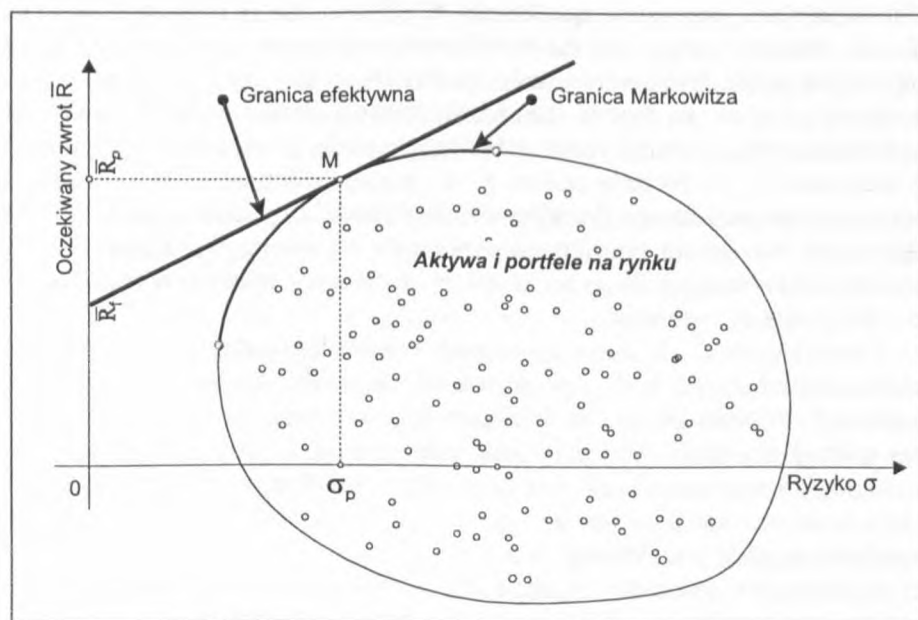
$$\max(\vartheta) = \frac{\sum_{i=1}^n X_i (\bar{R}_i - R_f)}{\left[\sum_{i=1}^n (X_i^2 \sigma_i^2) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1, i \neq j}^n (X_i X_j \sigma_{ij}) \right]^{1/2}}$$

gdzie:

R_p , σ_p – odpowiednio oczekiwana stopa zwrotu oraz ryzyko portfela optymalnego,

R_f – stopa zwrotu aktywów pozbawionych ryzyka⁵⁹.

Graficzną interpretację omawianych zależności przedstawia rysunek, na którym M oznacza portfel optymalny – por. rys. 3.3.



Rys. 3.3. Portfele efektywne, portfel optymalny, granica efektywna

Źródło: opracowanie własne.

⁵⁸ Wartość funkcji ϑ dla aktywów nazywana jest współczynnikiem Sharpe'a.

⁵⁹ Wartość R_f jest charakterystyczna dla każdego rynku finansowego i odzwierciedla szereg czynników makroekonomicznych, takich jak: poziom obecnej oraz oczekiwania przyszłej inflacji, popyt i podaż na pieniądź, poziom deficytu budżetowego, stopy Banku Centralnego, kursy wymiany i inne. Można przyjąć, iż wartość stopy R_f jest odzwierciedlona w rentowności bonów i obligacji skarbowych.

Teoria portfela tworzona była w celu zarządzania portfelem akcji. Wynikająca z klasycznej teorii portfela możliwość obniżania ryzyka systematycznego poprzez rozszerzanie bazy potencjalnych składników portfela spowodowała poszukiwania nowych rynków inwestycyjnych, nieznacznie skorelowanych pomiędzy sobą. Ponieważ rynek akcji oraz same akcje znacznie różnią się, co do cech i właściwości od rynku nieruchomości i odpowiednio nieruchomości, do podstawowych kierunków poszukiwań zalicza się **rynek nieruchomości**⁶⁰. Włączenie nieruchomości do portfela składającego się z aktywów o różnorodnej charakterystyce (heterogenicznych, czyli złożonych np. z akcji, obligacji oraz nieruchomości) ma na celu obniżenie jego ryzyka. Ponadto możliwe jest wykorzystanie teorii Markowitza do konstrukcji efektywnego lub optymalnego portfela inwestycyjnego złożonego z nieruchomości.

Problem w wykorzystaniu teorii Markowitza polega na znacznych rozbieżnościach pomiędzy założeniami teorii a cechami nieruchomości jako aktywa inwestycyjnego. Jest to wynikiem specyficznych cech nieruchomości, takich jak: kapitałochłonność, niepodzielność, niska płynność, wysoki koszt transakcji i czas niezbędny na jej przeprowadzenie. Nieruchomości, nie spełniając szeregu założeń teorii dotyczących właściwości aktywów, sprawiają, iż włączenie ich do portfela oddala go od granicy efektywnej. W szczególności dotyczy to **niepodzielnego charakteru nieruchomości**. Zgodnie z teorią portfela, aktywa są całkowicie podzielne, co pozwala na precyzyjne skonstruowanie portfela efektywnego. Brak tej cechy w przypadku nieruchomości skutkuje nieefektywnością portfela.

Teoria portfela zakłada również **brak kosztów transakcyjnych**, zaś w przypadku nieruchomości koszty przeniesienia własności stanowią istotną wartość transakcji. Ponadto, w przypadku transakcji na rynku nieruchomości stosunkowo **długi** jest **okres** pomiędzy podjęciem decyzji o nabyciu bądź sprzedaży a zrealizowaniem transakcji. Cechy te, jak również niewielka **płynność rynku** nieruchomości, nie pozwala na bieżące dostosowywanie składu portfela do wyników analizy portfelowej.

Podstawowe trudności występują z określeniem **stopy zwrotu**. Dla nieruchomości, oczekiwana stopa zwrotu zależna jest od ceny nabycia i sprzedaży nieruchomości oraz od wysokości wpływów z czynszu. Bieżąca cena sprzedaży jest trudna do oszacowania, dla jej przybliżenia wymagana jest okresowa wycena. Informacje pomocne w ustaleniu wartości nieruchomości są niejednokrotnie niejawnie lub nie pozwalają na uznanie jej za obiektywne źródło wyceny rynkowej. Ponadto, względna rzadkość transakcji nie pozwala na

⁶⁰ Por. P. H. Hogan, *Portfolio Theory Creates New Investment Opportunities*, „Journal of Financial Planning”, January 1994; J. Lewis, *MPT Comes to Real Estate*, Institutional Investor, February 1990.

podawanie bieżących, według standardów rynku kapitałowego, wartości nieruchomości. Z tego względu nieruchomości wchodzące w skład portfeli, w tym szczególnego typu portfela, jakim są indeksy rynkowe, podlegają okresowej, najczęściej kwartalnej wycenie. Wycena jest jedynie opinią rzeczoznawcy co do wartości aktywa i może być traktowana jedynie jako substytut ceny rynkowej.

Specyfika rynku nieruchomości jest przyczyną występowania różnic w statystycznej, opartej na zmienności stóp zwrotu, ocenie **ryzyka** inwestowania w nieruchomości w porównaniu z innymi lokatami finansowymi. Analiza stóp zwrotu, a w szczególności występowanie długich okresów pomiędzy badaniami rynku (informacjami o transakcjach lub okresowymi wycenami wartości nieruchomości), powoduje istotne niedoszacowanie ryzyka związanego z inwestycją w nieruchomości⁶¹. Podobne problemy dotyczą **analizy kowariancji** rynku nieruchomości w relacji do innych rynków np. akcji oraz pomiędzy stopami zwrotu poszczególnych nieruchomości.

Dodatkowym źródłem ryzyka jest również sposób wyceny nieruchomości. Wycena oparta na porównaniu z innymi nieruchomościami skutkuje wysoką korelacją stóp zwrotu, a w konsekwencji niedoszacowaniem ryzyka specyficznego. Ponadto, ze względu na małą przejrzystość rynku występują problemy z oceną wielkości **ryzyka systematycznego**, które jest z tego powodu zwykle zawyżane.

Aby zastosować teorie portfela dla selekcji nieruchomości, niezbędne jest istnienie **indeksów rynkowych**. Mimo występujących trudności są one tworzone na rozwiniętych rynkach nieruchomości. Na rynkach słabo rozwiniętych, w tym również w Polsce, dotychczas nie powstały. Indeksy pokazują, jak zachowuje się dany rynek, dostarczając informacji o jego podstawowych parametrach: realizowanej stopie zwrotu, ryzyku oraz korelacji w stosunku do innych rynków. Dzięki tej wiedzy inwestorzy mogą porównywać różne rodzaje lokat, szacować stopy zwrotu oraz ryzyko, jak również korzystać z narzędzi analizy portfelowej. Jednocześnie brak indeksów rynku stanowi istotną barierę jego rozwoju.

Istotnym zagadnieniem związanym z inwestowaniem jest **efektywność rynku**, rozumiana jako sposób odzwierciedlenia informacji w cenach transakcyjnych. W przypadku nieruchomości zbiór dostępnych inwestorom informacji jest ograniczony, często nie są nawet dostępne informacje o cenach historycznych. Efektywność rynku ograniczają również czynniki typowe dla nieruchomości, takie jak: różnorodność użytkowania, różnice w horyzoncie czasowym inwestycji, charakter lokalizacji i struktury nieruchomości, wpływ otoczenia itd. Ponadto, cechą rynku nieruchomości jest relatywnie powolne uwzględnianie nowo pojawiających się informacji w cenach transakcyjnych. W konsekwencji

⁶¹ Por. S. Ross, R. Zisler, *Risk and Return in Real Estate*, „Journal of Real Estate Finance and Economics” 1991, no 2.

rynek nieruchomości charakteryzuje się zwykle niską efektywnością⁶². Skutkuje to trudnościami w określeniu stopy zwrotu i ryzyka na rynku oraz znacznym zróżnicowaniem cen transakcyjnych podobnych nieruchomości.

Można sformułować wniosek, że ze względu na cechy inwestycji w nieruchomości osiągnięcie pełnej efektywności rynku nie jest możliwe. Oznacza to, że w porównaniu z pozostałymi lokatami finansowymi utrudniona jest ocena stopy zwrotu i ryzyka inwestycji. Z punktu widzenia inwestorów zwiększa to ryzyko inwestowania na rynku. Brak lub niska efektywność rynku stanowi dodatkowe utrudnienie zarówno w wykorzystaniu nieruchomości jako inwestycji portfelowych, jak również w zastosowaniu teorii portfela jako narzędzia podejmowania decyzji na rynku nieruchomości.

Próba zastosowania narzędzi teorii portfela dla nieruchomości napotyka na trudności, których źródłem jest nieefektywność rynku oraz niespełnienie części założeń teorii. Konsekwencją braku efektywności rynku jest trudność oszacowania bieżącej oraz oczekiwanej stopy zwrotu oraz ryzyka poszczególnych inwestycji. Znaczącym utrudnieniem jest również fakt, że w przypadku nieruchomości źródła ryzyka wykraczają poza zmienność stopy zwrotu, która jest uznawana przez klasyczną teorię portfela za wyłączny nośnik ryzyka. Odrębnym zagadnieniem jest możliwość zastosowania teorii portfela do zarządzania inwestycjami na rynku nieruchomości. Specyfika rynku nieruchomości sprawia, że występują odmienne niż dla rynku akcji czynniki ryzyka. Znaczna część tego ryzyka nie może być wyeliminowana poprzez stosowanie narzędzi teorii portfela.

Teoria portfela może być stosowana do dywersyfikacji niektórych typów nieruchomości, charakteryzujących się znaczną jednorodnością (np. nieruchomości komercyjnych czy mieszkaniowych) na rynkach, spełniających podstawowe funkcje efektywności. Warunkiem jest również dostateczna płynność rynku oraz jego zinstytucjonalizowanie, ułatwiające przepływ informacji i kapitału. W szczególności, dla wykorzystania narzędzi analizy portfelowej do inwestowania w nieruchomości niezbędne jest istnienie indeksów rynkowych.

Mimo opisanych trudności możliwe jest sformułowanie wniosków odnośnie do konstrukcji portfeli nieruchomościowych. Aby portfel (pula) nieruchomości umożliwił redukcję ryzyka, musi być odpowiednio skonstruowany i dostatecznie duży. Powinien się charakteryzować:

- odpowiednią **liczbą nieruchomości** – przez analogię do rynku akcji można uznać, iż zdywersyfikowany portfel winien składać się co najmniej z kilkunastu składników;
- **dywersyfikacją lokalizacyjną** (najlepiej, gdy pula zawiera nieruchomości w różnych krajach, co obniża ryzyko systematyczne);

⁶² Por. J. Lewis, *Modern Portfolio Theory Comes to Real Estate*, „Institutional Investor”, February 1990.

– **dywersyfikacją typów nieruchomości** – pula powinna zawierać nieruchomości różnego rodzaju (produkcyjne, handlowo-usługowe, mieszkalne, rekreacyjne, rolne i inne);

– **dywersyfikacją sektorową** – nieruchomości komercyjne powinny być powiązane z podmiotami prowadzącymi możliwie różnorodne rodzaje działalności powiązanie z jedną tylko gałęzią przemysłu lub innej działalności czyniłoby pulę podatną na wahania koniunktury w tej działalności;

– **dywersyfikacją funkcjonalną** – oznacza, że część nieruchomości powinna posiadać możliwość wykorzystania w sposób alternatywny do obecnego, bez potrzeby ponoszenia dużych nakładów;

– **potencjałem sprzedaży** – lokalizacją oraz funkcjonalnością atrakcyjną również dla innych, potencjalnych inwestorów. Ogranicza to ryzyko płynności;

– **nowoczesną funkcjonalnością oraz wyposażeniem technicznym** – czynniki te zmniejszają ryzyko specyficzne danej nieruchomości oraz opóźniają procesy deprecjacji wartości.

Teoria portfela jest również wykorzystywana do podejmowania decyzji inwestycyjnych dla portfeli heterogenicznych, optymalnego podziału portfela na różnorodne klasy aktywów (np. nieruchomości, akcje, obligacje itd.), przy uwzględnieniu różnych walut inwestycji. Wówczas nieruchomości traktowane są jako odrębna klasa aktywów o specyficznych właściwościach: niewielkiej płynności, długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, ograniczonym ryzyku i niewielkiej korelacji z innymi składnikami portfela. Powyższe cechy, które w części uznać można za istotne zalety, pozwalają na umieszczenie nieruchomości jako klasy aktywów występujących w portfelu inwestycyjnym. Narzędziem ustalania struktury takiego portfela jest zwykle klasyczna teoria portfela w ujęciu Markowitza. Problem doboru składników klasy „nieruchomości” może być zaś rozwiązany za pomocą innych metod, zależnie od obranej strategii inwestycyjnej. Celem doboru składników jest zwykle osiągnięcie odpowiedniej stopy zwrotu oraz wyeliminowanie jak największej części ryzyka specyficznego. Niedogodność w tym przypadku stanowi jedynie to, że tak konstruowane portfele muszą charakteryzować się dużą wartością.

3.4. Ryzyko a wartość nieruchomości

3.4.1. Kategoria wartości nieruchomości

Na gruncie ekonomii wartość stanowi jedną z najważniejszych, ale i najtrudniejszych kategorii. Istotnym źródłem trudności jej zdefiniowania i określenia jest fakt, że tą kategorią posługuje się wiele dyscyplin naukowych, jak: ekonomia, etyka, psychologia. Na tych obszarach kategoria ta odznacza

się zarówno cechami różnicującymi, jak i wspólnymi. Źródłem różnic jest eksponowanie bądź cech ilościowych (typowe podejście na gruncie ekonomii), bądź jakościowych (na gruncie psychologii czy etyki).

Kategoria ta posiada również cechy wspólne. Należą do nich:

– subiektywizm – nie ma wartości obiektywnej. Rzeczy nie mają w sobie wartości, tylko my je im nadajemy;

– względność – wartość ma zawsze charakter względny, co oznacza, że nie ma wartości absolutnej, wartość dobra określa się w odniesieniu do innych dóbr. Dobra same w sobie nie mają wartości, tylko my ją im nadajemy, oceniając ich użyteczność na tle innych dóbr;

– wartość jest kategorią dynamiczną. Oznacza to, że wartość nie jest stała w czasie, podlega zmianom. Nie ma stałej i niezmiennej wartości.

Ekonomiści wyróżniają wiele rodzajów wartości. Ta różnorodność wynika z różnych potrzeb, dla których określane są wartości. Do najczęściej rozważanych należą dwie szerokie kategorie wartości: wartość wymienna i wartość użytkowa. Tę dwoistość wartości jako pierwszy dostrzegł A. Smith, przedstawiając paradoks wody i diamentu. Woda ma wielką wartość użytkową, małą wymienną, drugie dobro ma małą wartość użytkową a wielką wymienną⁶³.

Wartość wymienna odwzorowuje relacje zachodzące w procesie wymiany, musi uwzględniać relacje popytu i podaży. Stanowi wynik sądów uczestników rynku o poziomie wartości danego dobra. Teoria ekonomii nie docieka słuszności sądów o wartości. Punktem wyjścia dla niej jest istnienie takich sądów.

Uczestnicy rynku mają własne, subiektywne oceny wartościujące. Na rynku, poprzez działanie prawa popytu i podaży występuje oddziaływanie **subiektywnych** wycen towarów i dóbr, mających ceny. Poprzez zbiorowe oddziaływanie uczestników rynku wartość przestaje być wartością subiektywną, staje się raczej wartością **obiektywną**. Poszukiwanie wartości wymiennej jest próbą jej obiektywizacji.

Konieczność odróżnienia subiektywnego i obiektywnego aspektu wartości w teorii ekonomii wykazał Carl Menger (1840–1921), będący jednym z twórców tzw. szkoły austriackiej w historii myśli ekonomicznej⁶⁴.

Na rynku nieruchomości wartość subiektywna przejawia się w określaniu tzw. wartości indywidualnej, czasami zwanej inwestycyjną. Stanowi ona element tzw. analizy czy oceny efektywności projektu inwestycyjnego. Nie musi opierać się na informacjach rynkowych, gdyż uwzględnia pozycję konkretnego inwestora. Odzwierciedla ona indywidualne wyczucie wartości nieruchomości,

⁶³ M. Blaug, *Teoria ekonomii, ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 1994.

⁶⁴ Por. m. in. W. Stankiewicz, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2000, s. 250–251.

indywidualny sposób zarządzania, a więc stawki czynszu wynegocjowane dla danej nieruchomości, istniejący na niej poziom niewykorzystanej powierzchni, źródła finansowania, szeroką gamę opłat i podatków. Jest ona poszukiwana przez potencjalnego inwestora lub dewelopera, podejmującego przedsięwzięcie inwestycyjne. Nie przedstawia ona zbiorowego zachowania rynku, nie reprezentuje typowych kupujących i sprzedających; jest wartością dla osoby, a nie dla rynku. Odzwierciedla ona subiektywną relację między konkretnym inwestorem i daną inwestycją. Stanowi ona zatem element stymulujący aktywność rynku, oparty na oszacowaniu wartości indywidualnej przez poszczególnych jego uczestników. Nie jest wyrazem wartości wymiennej, traktowana jest jako jeden z przejawów wartości użytkowej, która odwzorowuje zdolność danego dobra do zaspokajania potrzeb. Oznacza to, że jej wyznaczenie nie może opierać się na nieracjonalnych oczekiwaniach inwestora, zbyt odbiegających od realiów rynku.

Wartość wymienna może być określana z punktu widzenia fazy tworzenia i fazy wymiany⁶⁵. Przejawem występowania wartości wymiennej z punktu widzenia fazy tworzenia na rynku nieruchomości jest wartość odtworzeniowa rozumiana jako koszt nabycia gruntu i wybudowania budynków z uwzględnieniem ich zużycia. W procesie wymiany przejawem obiektywizacji jest wartość rynkowa. Jest ona najczęściej poszukiwanym przejawem wartości wymiennej.

Na rynku nieruchomości wartość rynkowa poszukiwana jest m. in. dla celów transferu praw do nieruchomości, naliczania opłat i podatków, obliczania odszkodowań. Wartość rynkowa nieruchomości jest analizowana z punktu widzenia przyszłego nabywcy. Jest miarą hipotetycznej ceny, jaką nabywca chciałby zapłacić za daną nieruchomość; jest rozumiana jako najbardziej prawdopodobna, czyli poszukiwana wśród najczęściej występujących, a więc typowych cen, jakie można uzyskać za daną nieruchomość na dzień wyceny na konkurencyjnym rynku w transakcji wolnorynkowej. Odzwierciedla ona typowe zachowania uczestników rynku – typowych kupujących i sprzedających, określana jest na podstawie typowych stawek czynszu i typowych stóp zwrotu. Postrzegana jest zatem z punktu widzenia zbiorowego, anonimowego kupującego i sprzedającego.

Cele, dla których określana jest wartość rynkowa, powodują, że doczekała się ona na obszarze rynku nieruchomości w wielu krajach bardzo szczegółowej definicji. Międzynarodowy przepływ kapitału stał się siłą napędową do ujednoczenia definicji wartości rynkowej nie tylko na forum jednego kontynentu, ale nawet w ujęciu globalnym. Od kilku lat działają międzynarodowe grupy ekspertów wyceny, którzy pracują m. in. nad terminologią.

⁶⁵ Pierwszy, który wskazał na oba obszary powstawania wartości, był A. Smith. Por. *ibidem*, s. 160–161.

Czołowa rola przypada Międzynarodowemu Komitetowi Standardów Wyceny (IVSC). W 1994 r. Komitet przyjął światową definicję wartości rynkowej. Na forum europejskim działa Europejska Grupa Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (TEGOVA), która dopracowała się definicji wartości rynkowej, aprobującej koncepcje światowe. Założenia definicyjne, przyjęte na forum światowym i europejskim, wpłynęły na definicję wartości stosowaną w poszczególnych krajach, w tym również w Polsce.

Definicje IVSC/TEGOVA i definicję przyjętą w Polsce zestawiono w tab. 3.6. Każdy element tych definicji ma swoje własne podłoże konceptualne.

Tabela 3.6

Definicje wartości rynkowej przyjęte przez IVSC/TEGOVA i środowisko rzeczoznawców w Polsce

IVSC/TEGOVA	Ze Standardów Zawodowych Rzeczoznawców Majątkowych
Wartość rynkowa to szacunkowa kwota, za którą, po odpowiednim czasie ekspozycji na rynku, nieruchomość powinna zostać sprzedana w dacie dokonania wyceny w transakcji zawartej pomiędzy niezależnymi stronami i dążącym do sfinalizowania transakcji kupującym a także dążącym do sfinalizowania transakcji sprzedającym, z których każdy działa w sposób kompetentny, ostrożny i bez przymusu.	Wartość rynkowa nieruchomości stanowi najbardziej prawdopodobną jej cenę, możliwą do uzyskania na rynku przy przyjęciu następujących założeń: a) strony umowy są od siebie niezależne i działają w sposób racjonalny, nie kierując się szczególnymi motywami b) mają stanowczy zamiar zawarcia umowy c) są świadome współistniejących okoliczności mających wpływ na wartość nieruchomości d) nie działają w sytuacji przymusowej e) upłynął okres niezbędnego wyeksponowania nieruchomości na rynku, przy zastosowaniu odpowiedniej reklamy oraz czas potrzebny do wynegocjowania warunków umowy, biorąc pod uwagę charakter nieruchomości i stan rynku.

Źródło: *Europejskie Standardy Wyceny 2000* (wydanie polskie), PFSRM, Warszawa 2001, s. 57–61; *Standardy Zawodowe Rzeczoznawców Majątkowych*, PFSRM, Warszawa 1999.

Pomimo dążenia do ujednoczenia można dostrzec różnicę – por. tab. 3.7. Wydaje się, że różnica tkwi w braku uwzględnienia w definicji polskiej warunku ostrożności. Brak tego warunku może mieć istotne następstwa dla procesu określania wartości – może być on zinterpretowany jako możliwość symulacji zmian zachodzących na rynku w przyszłości, co pozostaje sprzeczne z europejską interpretacją wartości. Zgodnie z Europejskimi Standardami Wyceny ostrożność oznacza uwzględnienie stanu rynku w **datce wyceny**, nie zaś ewentualnych korzyści możliwych do osiągnięcia w przyszłości.

Tabela 3.7

Porównanie definicji wartości rynkowej

Elementy definicji IVSC/TEGOVA	Interpretacja	Odwzorowanie w polskiej definicji
1	2	3
„...szacunkowa kwota...”	Oznacza najbardziej prawdopodobną cenę, jaką można uzyskać za nieruchomość.	Jest
„...po odpowiednim czasie ekspozycji na rynku...”	Oznacza, że nieruchomość była wyeksponowana na rynku w sposób najkorzystniejszy z punktu widzenia możliwości uzyskania najlepszej, rozsądnie możliwej ceny. Długość czasu może być różna w różnych okolicznościach, ale musi być wystarczająca do zainteresowania odpowiedniej liczby potencjalnych nabywców, potrzebnej do stworzenia rynku.	Jest – poprzez sformułowanie zawarte w definicji, wprowadzające okres niezbędnego wyeksponowania nieruchomości na rynku.
„...nieruchomość powinna być sprzedana...”	Wartość jest tylko szacunkową kwotą, to hipoteza ceny, a nie rzeczywista cena sprzedaży.	Jest – poprzez stwierdzenie „możliwa do uzyskania na rynku”
„...w dacie dokonania wyceny...”	Oznacza to, że podana kwota odwzorowuje rzeczywisty stan rynku w momencie wyceny, odnosi się do konkretnej daty.	Jest – poprzez sformułowanie „upłynął okres niezbędnego wyeksponowania na rynku...”
„...w transakcji zawartej pomiędzy niezależnymi stronami...”	Pomiędzy stronami nie zachodzi żadna szczególna relacja (właściciel i najemca; spółka matka i spółki zależne).	Jest odwzorowana poprzez zapis, że strony są niezależne
„...dążącym do sfinalizowania transakcji kupującym a także dążącym do sfinalizowania transakcji sprzedającym...”	Obie strony są umotywowane do zawarcia transakcji ale nie są przymuszone.	Jest odwzorowanie poprzez zapis, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia transakcji
„...z których każdy działa w sposób kompetentny...”	Oznacza, że obie strony są dobrze poinformowane o naturze i cechach nieruchomości, aktualnym i potencjalnym sposobie jej użytkowania oraz o stanie rynku	Jest poprzez zapis: są świadome współistniejących okoliczności mających wpływ na wartość nieruchomości.

1	2	3
„...z których każdy działa w sposób ostrożny...”	Ostrożność oznacza uwzględnienie stanu rynku w dacie wyceny, nie zaś ewentualnych korzyści możliwych do osiągnięcia w przyszłości.	Brak tego zapisu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Europejskich Standardów Wyceny...*, s. 58–61.

Pomiędzy poziomem wartości ukształtowanym w sferze wytwarzania, czyli wartości odtworzeniowej, a poziomem ukształtowanym w sferze wymiany, czyli wartości rynkowej, mogą wystąpić znaczne różnice. Będą one tym większe, im większa jest nierównowaga pomiędzy popytem i podażą. Warto zaznaczyć, że rynek nieruchomości nie zna klasycznego stanu równowagi, na rynku tym nie tylko wtedy, kiedy podaż jest większa od popytu, ale również wtedy, kiedy popyt jest większy od podaży, występuje stan permanentnej nierównowagi. Oznacza to, że na tzw. rynku najmu zawsze wystąpi pewien poziom pustostanów. Mechanizm rynkowy działa bowiem sprawnie na rynku doskonałym, a więc na rynku, który jest m. in. przejrzysty, na którym jest bardzo dobry dostęp do informacji dotyczących cech dóbr i ich cen. Na takim rynku odchylenie pomiędzy popytem i podażą jest eliminowane przez ruch cen w kierunku równowagi, a odchylenie cen od równowagi jest eliminowane poprzez wzajemne dostosowanie się popytu do podaży. Rynek nieruchomości nie spełnia takiego warunku. Tutaj stan równowagi wyznaczy cena odwzorowująca naturalny poziom pustostanów. Naturalna stopa pustostanów oznacza typowy w długim okresie poziom niewypełnienia⁶⁶. Stąd też immanentną cechą tego rynku w krótkim okresie będzie „oderwanie” wartości rynkowej od wartości odtworzeniowej. Również w długim okresie uruchomienie tendencji dostosowawczych popytu i podaży jest znacznie utrudnione na rynku nieruchomości. Zdecydują o tym takie cechy nieruchomości, jak ich różnorodność, stałość w miejscu, wysoka kapitałochłonność, a także cechy rynku nieruchomości, takie jak: wysoka niedoskonałość, mała elastyczność cenowa popytu i podaży czy mała efektywność rynku.

Różnica występuje nie tylko w istocie i poziomie wartości rynkowej i odtworzeniowej, ale także wartości rynkowej i wartości indywidualnej. Różnice pomiędzy wartością rynkową a wartością indywidualną zestawiono w tab. 3.8.

⁶⁶ G. R. Mueller, *What Goes Up, Must Come Down, Understanding Real Estate Cycles Can Aid Investment Decision Making*, „Real Estate Now” 1996, no 2.

Tabela 3.8

Porównanie wartości rynkowej z wartością indywidualną

Cechy przyjęte do porównania	Wartość rynkowa	Wartość indywidualna
1. Założenia	Odwzorowuje zbiorowe zachowanie rynku – to wartość dla rynku.	Przedstawia wartość dla konkretnego inwestora, oparta jest na jego oczekiwaniach – to wartość dla inwestora.
2. Źródła informacji stanowiące podstawę określenia wartości	Wiedza z „drugiej ręki”. Proces wyceny przekształca zmienne dotyczące niepewności i ryzyka w zmienne ustalone, takie jak: stopa kapitalizacji, ceny transakcyjne. Wyniki sprzedaży traktowane są jako informacje pewne.	Wiedza z „pierwszej ręki”. Proces określania wartości indywidualnej zawiera dużo niepewności, wykorzystuje bowiem indywidualne oceny.
3. Stosunek: klient a wartość nieruchomości	Nie występuje. Wyznaczenie wartości rynkowej stanowi próbę obiektywizacji rynku.	Występuje. Klient uczestniczy w procesie ustalenia wartości.

Źródło: opracowanie własne.

Tak jak poziom wartości rynkowej może znacznie odbiegać od wartości odtworzeniowej, tak samo mogą powstać istotne różnice pomiędzy poziomem wartości indywidualnej i rynkowej. Wartość indywidualna może zbliżyć się (bądź zrównać) z wartością rynkową tylko wtedy, gdy postrzeganie indywidualnego inwestora, jego umiejętności zarządzania i negocjowania będą zbliżone do typowych na rynku.

W świetle tych rozważań jest wiele przejawów wartości. Wszyscy uczestnicy rynku nieruchomości powinni być świadomi zachodzących różnic pomiędzy istotą i poziomem wartości rynkowej a indywidualnej, wartości rynkowej i odtworzeniowej. Powinni również być świadomi, że złożony charakter wartości jako kategorii ekonomicznej w zestawieniu ze specyfiką nieruchomości i rynku nieruchomości powoduje, że określanie wartości nieruchomości staje się wyjątkowo trudne⁶⁷.

3.4.2. Wpływ ryzyka inwestowania na wartość nieruchomości

Wartość nieruchomości zależy od szeregu grup czynników. Generalnie biorąc, można wyróżnić ich pięć głównych grup:

1) czynniki fizyczne, charakteryzujące materialne cechy środowiska naturalnego oraz sztucznie wytworzonego przez człowieka, takie jak: ukształtowanie

⁶⁷ Szerzej: E. Kucharska-Stasiak, *op. cit.*

terenu, kierunek wiatrów, nasłonecznienie, zasobność bogactw naturalnych, cechy klimatu, a także wielkość i kształt działki, wielkość i wiek budynku, stopień jego zużycia, rozwiązania materiałowo-techniczne i funkcjonalne, drogi dojazdowe itp.;

2) czynniki ekonomiczne, obejmujące siły działające na wielkość popytu i podaży nieruchomości oraz proporcje pomiędzy nimi; do tej grupy czynników należą: stan rozwoju gospodarczego, miejsce w cyklu koniunkturalnym, poziom bezrobocia, stan zamożności społeczeństwa, różnorodność form kredytowania, wysokość stopy oprocentowania kredytu, poziom cen na rynku nieruchomości;

3) czynniki prawne, jak swoboda udziału w transakcjach, swoboda obrotu nieruchomościami, system podatkowy (wysokość podatków i opłat związanych z obrotem nieruchomościami oraz z posiadaniem nieruchomości), system ulg podatkowych dla inwestujących w nieruchomości, plan zagospodarowania przestrzennego, wymogi ochrony środowiska, forma władania nieruchomością;

4) czynniki środowiskowe, obejmujące sytuację demograficzną regionu czy kraju, wielkość rodziny, styl życia, modę, przyzwyczajenia, a także otoczenie nieruchomości, a więc dostępność usług, centrów handlowych i produkcyjnych, okolice, sąsiedztwo;

5) czynniki polityczne obejmujące m. in. siłę związków zawodowych, program gospodarczy i polityczny partii rządzącej, a obecnie także zainteresowanie terrorystów danym krajem, wpływ polityki społecznej np. na obszarze polityki czynszowej.

Okazuje się, że na poziom wartości nieruchomości wpływają czynniki, wykraczające poza cechy samej nieruchomości⁶⁸. Czynniki ekonomiczne, prawne i środowiskowe tworzą ważne tło wyceny, tło, które może zadecydować o poziomie wartości. Warto zwrócić uwagę, że część czynników prawnych jest związanych bezpośrednio z nieruchomością – będzie to stan prawny nieruchomości, a więc forma władania i ustalenia w planie przestrzennego zagospodarowania, informujące wspólnie o wiązce praw dotyczących nieruchomości. Prawo własności gruntu powinno mieć wyższą wartość od prawa użytkowania wieczystego. Prawo własności do wydzielonego lokalu mieszkalnego powinno mieć wyższą wartość od ograniczonego prawa rzeczowego, jakim jest własnościowe spółdzielcze prawo do lokalu mieszkalnego.

Rola poszczególnych czynników w odniesieniu do konkretnych rodzajów nieruchomości jest różna, np. dla nieruchomości rekreacyjnej decydującego znaczenia nabierają czynniki fizyczne, tworzące środowisko naturalne, jak: cechy klimatu, nasłonecznienie, ukształtowanie terenu. Relatywnie mniejsze znaczenie posiadają czynniki ekonomiczne, jak: np. stopień zamożności społeczeństwa, bowiem przy korzystaniu z tego rodzaju nieruchomości występuje duża mobilność ludności, wykraczająca poza region czy kraj.

⁶⁸ Por. m. in. R. M. Williams, W. L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, s. 51–52.

Natomiast przy takich nieruchomościach komercyjnych, jak np. biurowce, decydujące znaczenie posiada wielkość lokalnego popytu, uzależniona od rozwoju gospodarczego i trendów jego zmian. Bardzo istotne znaczenie, chociaż jego rola w skali kontynentu okazuje się relatywnie mniejsza, posiada standard biurowca, który tworzą: uzbrojenie telekomunikacyjne z sieciami komputerowymi, wyposażenie w wentylację i klimatyzację, możliwość modyfikacji układu wewnętrznego pomieszczeń, ponadto drogi dojazdowe, parkingi, gastronomia.

Na cenę nieruchomości często wpływają czynniki środowiskowe. Przykładowo, w mieście Stratford ceny nieruchomości są wyższe średnio o 10% w stosunku do cen na pozostałym terenie hrabstwa. Tak wysoki poziom cen miasto to zawdzięcza swojej historii – tutaj bowiem urodził się i zmarł William Sheakespeare. Miasto bez barda nie miałoby tylu turystów. A turystyka wpłynęła na ceny nieruchomości.

Reasumując, cechy fizyczne są istotne, ale mogą zostać zdominowane przez wpływ pozostałych czynników.

Wartość nie tkwi w istocie danego dobra; jest ona tworzona w umysłach uczestników rynku. Zależności, które tworzą wartość, mają charakter złożony.

Inwestorzy dokonują lokat na rynku nieruchomości dla korzyści, jakie przyniesie im ta inwestycja w przyszłości. Korzyści te mogą mieć charakter finansowy jak i nie finansowy, np. zaspokojenie własnych potrzeb lokalowych, w tym mieszkaniowych, poczucie bezpieczeństwa czy prestiżu. Ich różnorodne motywacje i cele inwestowania przedstawia tab. 3.9.

Tabela 3.9

Motywacja i cel inwestowania

Motywacje	Cele
Zysk/oszczędność	Szybszy dochód, max bogactwa
Ochrona/bezpieczeństwo	Ochrona siły nabywczej Zabezpieczenie się przed inflacją
Komfort/wygoda	Unikanie niepotrzebnego ryzyka, wysiłku lub stresu
Prestiż	Prezentacja siły i umiejętności rządzenia majątkiem i innymi; nabywanie pokazowych inwestycji dla zaspokojenia własnego ego
Dbłość o dobrobyt innych	Asystowanie i pomaganie innym, łącznie z krewnymi, przez przekazanie im swojego bogactwa

Źródło: opracowanie własne.

Decyzje inwestycyjne zawsze obarczone są ryzykiem (por. pkt 3.2). Źródłem tego ryzyka jest zawsze ryzyko systematyczne jak i niesystematyczne zwane specyficznym – tab. 3.10. Ryzyko systematyczne wynika z:

- niedoskonałości rynku nieruchomości, przejawiającej się w trudności w pozyskiwaniu szczegółowych informacji z rynku, z jego małej efektywności, która wywołana jest m. in. małą przejrzystością rynku, wysoką kapitałochłonnością a także małą płynnością nieruchomości;
- trudnych do przewidzenia zmian po stronie podaży i popytu;
- zmienności stóp oprocentowania kredytu czy zmian opodatkowania.

Tabela 3.10

Źródła ryzyka lokat w nieruchomości

Ryzyko systematyczne	Ryzyko specyficzne	Ryzyko finansowania
Kryzys krajowy (regionalny)	Bankructwo najemcy	Niemожność spłaty kredytu
Nieoczekiwana inflacja	Niemожność wynajęcia powierzchni po wygaśnięciu bieżących umów najmu	Wzrost stóp procentowych
Spadek zaufania do nieruchomości	Niekorzystne zmiany w otoczeniu; uszkodzenia budynków	Brak możliwości refinansowania
Nadpodaż nieruchomości na rynku lokalnym (nadmiar nowo wznoszonych obiektów)	Szybkie zużycie funkcjonalne budynków	Zastosowanie kapitałów obcych zwiększa poziom ryzyka
Zmiany polityczne	Zmiany planów zagospodarowania przestrzennego lub innych regulacji prawnych	
Zmiany ulg podatkowych	Wzrost opłat obowiązkowych	

Źródło: P. J. Rowland: *Property Investment and Their Financing*, The Law Book Company Limited, Sydney 1993, s. 178.

Ryzyko niesystematyczne, typowe dla przedmiotowej nieruchomości, obejmuje ryzyko własności, ryzyko zarządzania i ryzyko strumienia dochodu. Ryzyko własności związane jest z:

- ryzykiem prawnym (np. zmiany planów zagospodarowania przestrzennego lub innych regulacji prawnych), szybkim zużyciem funkcjonalnym budynków, ich uszkodzeniem, niekorzystnymi zmianami zachodzącymi w otoczeniu i sąsiedztwie nieruchomości;
- ryzykiem zarządzania, na które składa się m. in. jakość zarządcy, umiejętność pozyskania i doboru najemców;

– ryzykiem generowania dochodów, które związane jest m. in. z: harmonogramem wygasania i odnawiania najmu, ryzykiem niewypłacalności najemców, liczbą najemców w budynku, z przewidywaną ceną sprzedaży nieruchomości na koniec prognozy.

Bez względu na segment rynku zawsze istnieje ryzyko lokalizacji i ryzyko otoczenia i sąsiedztwa.

Na tle innych lokat kapitałowych inwestowanie w nieruchomości odznacza się umiarkowanym poziomem ryzyka – por. tab. 3.11 i 3.12. Jest ono znacznie zróżnicowane w obrębie rynku nieruchomości. Badania przeprowadzone w USA ujawniają wyższe ryzyko lokat w nieruchomości gruntowe niezabudowane niż zabudowane – por. tab. 3.12. Na obszarze nieruchomości gruntowych zabudowanych tym wyższy jest poziom ryzyka, im silniejszy jest związek danego segmentu rynku z miejscem w cyklu koniunkturalnym. Mniejsze ryzyko inwestowania wystąpi na obszarze nieruchomości mieszkaniowych, rośnie ono dla inwestorów na rynku powierzchni biurowych, a następnie handlowych. Relatywnie najwyższe jest na rynku nieruchomości przemysłowych. Znajduje to odzworowanie w poziomach stóp w poszczególnych segmentach rynku nieruchomości. Bez względu na miejsce w cyklu koniunkturalnym funkcja mieszkaniowa musi być zaspokojona. Spadki aktywności w gospodarce zmniejszą wypełnienie nieruchomości biurowych, zmniejszą popyt wewnętrzny ze strony gospodarstw domowych osłabiając dochodowość powierzchni handlowych, drastycznie może ulec korekcie popyt na dobra wytwarzane na powierzchniach przemysłowych (np. na samochody). Zmniejszy to popyt na te powierzchnie, zmniejszy popyt na powierzchnie zajmowane przez salony dealerskie, spadną czynsze, spadnie wypełnienie, wzrośnie ryzyko osiągania dochodów. Oznacza to, że nie ma bezpośredniego związku pomiędzy ryzykiem a dochodem⁶⁹.

Gdyby nie było ryzyka, nieruchomości o podobnych dochodach osiągałyby takie same wartości. Ryzyko wpływa na wartość i to odwrotnie proporcjonalnie: im większe ryzyko, tym mniejsza wartość i im mniejsze ryzyko, tym większa wartość. Zależność tę ujawnia tab. 3.13. Ryzyko odzworowane jest w stopie zwrotu, która zmienia dochód w wartość.

⁶⁹ Związek pomiędzy dochodem i wartością dostrzegany był od XVI w. Początkowo upatrywano proporcjonalną zależność: im większy dochód, tym większa wartość. Dochód przekształcony był w wartość za pomocą dominującej stopy procentowej. Nie było jeszcze rozwiniętego rynku nieruchomości, ze świadomie działającymi inwestorami. Dopiero jego rozwój, oddzielenie właściciela od użytkownika, spowodował wzrost świadomości o dochodowej funkcji nieruchomości oraz o możliwościach stymulowania tej dochodowości poprzez poszukiwanie alternatywnego czy najkorzystniejszego sposobu jej wykorzystania. Współczynnik, który przekształca dochód w kapitał w coraz większym stopniu, zaczął być analizowany w ramach samego rynku nieruchomości. Por. M. Jackson, *The Gordon Growth Model and the Income Approach to Value*, „The Appraisal Journal”, January 1994, s. 124–128.

Tabela 3.11

Ryzyko instrumentów finansowych

Instrumenty finansowe	Minimalna wartość inwestycji	Ryzyko			
		ryнку	bankructwa	inflacji	płynności
Fundusze płynne	500–5 000	1	1	1	1
Obligacje rządowe	1 000–10 000	4–6	1	5	4
Pule powiernicze	1 000	4–6	4	5	6
Akcje	1 000	5–7	8	3	3
Nieruchomości	1 000–10 000	6–7	5	1	10
Złoto	1 000–25 000	5–7	2	1	3
Opcje	500–25 000	8–9	2	1	3

Źródło: Z. Komar, *Jak się robi pieniądze – o inwestowaniu, ryzyku i instrumentach finansowych*, Thaurus, Warszawa 1990.

Tabela 3.12

Ryzyko różnych form inwestowania w skali od 1 do 10

Rodzaj inwestycji	Ryzyko							Razem
	utrata kapitału	utrata dochodu	stopy procentowej	siły nabywczej	zarządzania	rynków	płynności	
Gotówka	2	10	2	10	1	2	1	28
Lokaty terminowe	2	2	4	7	2	2	4	23
Polisy ubezpieczeniowe	2	4	4	7	3	3	4	27
Obligacje przedsiębiorstw	4	3	8	4	6	6	6	37
Własne przedsiębiorstwo	9	4	4	4	10	4	6	41
Akcje	7	7	4	5	5	7	3	38
Nieruchomości zabudowane	3	4	3	2	6	4	7	29
Nieruchomości niezabudowane	3	9	2	2	4	6	7	33

Źródło: R. H. Allen, *Real Estate Investment Strategy*, South-Western Publishing, Co., Cincinnati 1989, s. 28.

Związek pomiędzy ryzykiem a wartością dla nieruchomości generujących dochód ujawnia się we wzorze:

$$V = D \frac{1}{R} \quad (\text{wzór 1})$$

gdzie:

- D – dochód roczny generowany przez nieruchomość,
- R – stopa kapitalizacji.

Dochód zostaje zmieniony w wartość za pomocą stopy kapitalizacji. Czym wyższe ryzyko, tym wyższa stopa zwrotu, tym mniejsza wartość, czym mniejsze ryzyko, tym niższa stopa zwrotu, tym wyższa wartość.

Tabela 3.13

Bezpieczeństwo dochodu a wartość

Nieruchomość/lata	1	2	3	4	5	Bezpieczeństwo dochodu	Ranking wartości
A	10	10	10	10	10	mało pewny	3
B	10	10	10	10	10	pewny	2
C	10	15	20	25	30	pewny	1

Źródło: opracowanie własne.

Na poziom stóp zwrotu wpływa szereg czynników. Można je podzielić na zewnętrzne i wewnętrzne, czyli bezpośrednio związane z przedmiotową nieruchomością. Do czynników zewnętrznych należeć będą:

– sytuacja gospodarcza w skali makro i mikro, oddziałuje ona bowiem na aktywność inwestycyjną. Znane jest powiedzenie, że popyt na nieruchomości jest funkcją popytu na dobra i usługi wytwarzane w nieruchomościach. Wielkość popytu na dobra i usługi zależy od stanu zatrudnienia i siły nabywczej ludności, które są wypadkową zmian w produkcie krajowym brutto. Faza ożywienia wywołuje popyt na nieruchomości, prowadząc do wzrostu stawek czynszowych, wypełnienia, dochodowości nieruchomości, w efekcie wzrostu stopy zwrotu i odwrotnie – wejście w fazę recesji odwróci te tendencje;

– atrakcyjność nieruchomości na tle innych lokat kapitałowych. Jeżeli stopy zwrotu na rynku nieruchomości wykazują relatywnie wysoki poziom, w efekcie przyciągnięty zostanie do tego obszaru kapitał. Migracja kapitału spowoduje wzrost cen, a zatem i spadek stóp zwrotu. O atrakcyjności zadecyduje również względna ocena ryzyka inwestowania w nieruchomości

w porównaniu z innymi aktywami. Inwestorzy kierują się nie tylko stopami zwrotu, ale oceniają również ryzyko osiągnięcia dochodu. Teza o umiarkowanym ryzyku inwestowania może być bodźcem dla inwestorów, pobudzając popyt na rynku inwestycyjnym, a więc i ceny a w rezultacie prowadząc do spadku stóp zwrotu;

– nastrój rynku inwestycyjnego obejmujący nastawienie inwestorów do nieruchomości, jako kategorii aktywów z podziałem na sektory rynku nieruchomości. Inwestorzy oczekiwać mogą szeregu korzyści lokując kapitał w nieruchomości, takich jak: zabezpieczenie kapitału, ochrona przed inflacją w długim okresie, możliwość osiągania dochodów, odmrożenie kapitału poprzez np. zaciągnięcie kredytu o zabezpieczeniu hipotecznym. Mogą również czerpać korzyści na etapie rozliczeń z fiskusem w postaci np. ulg podatkowych. Istotnym problemem dla wielu podmiotów staje się rozstrzygnięcie dylematu – wynajmować i płacić czynsz czy nabyć na własność. W pierwszym przypadku czynsz jest kosztem i wydatkiem. Jeżeli podmiot nabędzie nieruchomość na własność, nie będzie płacić czynszu, a może wykazywać koszt poprzez rozliczanie amortyzacji. Amortyzacja, która jest kosztem uzyskania przychodu, zmniejsza podstawę naliczania podatku dochodowego. Korzyść polega na tym, że amortyzacja jest kosztem ale nie jest wydatkiem.

Obok potencjalnych korzyści, inwestowaniu w nieruchomości towarzyszą również wady – niepodzielność, mała płynność, konieczność zarządzania, długi okres zwrotu wyłożonego kapitału. Jeżeli klimat inwestycyjny wokół nieruchomości będzie pozytywny, pobudzi to popyt, zwiększy ceny nieruchomości, doprowadzając do spadku stóp zwrotu;

– otoczenie prawne, obejmujące m. in. swobodę udziału w transakcjach, bezpieczeństwo obrotu, system podatkowy, problemy prawne związane z realizacją inwestycji. Sprzyjające otoczenie prawne może z jednej strony pobudzać popyt na wynajęcie nieruchomości, wpływając na wzrost ich dochodowości, z drugiej strony może wpłynąć na popyt inwestycyjny, podbijając ceny;

– stan rynku nieruchomości z uwzględnieniem podsektorów. Istotne są proporcje pomiędzy popytem i podażą na danym segmencie rynku nieruchomości. Faza nadpodaży prowadzi do spadku stawek czynszów, wypełnienia, spadku dochodowości nieruchomości. Wpływa to negatywnie, chociaż wydaje się, że z opóźnieniem, na poziom cen.

Obok czynników zewnętrznych, wpływających na stopy zwrotu, występują czynniki wewnętrzne, do których zaliczymy:

- lokalizację nieruchomości – czym lepsza tym ryzyko wynajęcia i osiągnięcia dochodów jest mniejsze a ceny będą wyższe. Niższa będzie zatem stopa zwrotu;
- / – sytuację prawną nieruchomości – forma władania, obciążenia;
- jakość zabudowy – czym lepsza, tym ryzyko osiągnięcia dochodu mniejsze, tym wyższe ceny nieruchomości, tym mniejsza stopa zwrotu;

– jakość najemców i siłę zawartych umów. Obecność na nieruchomości najemców tzw. „kotwic” (najemców wiodących), czy długotrwałe umowy zmniejszają ryzyko osiągnięcia dochodów, prowadząc do spadku stóp zwrotu.

Omawiana grupa czynników wskazuje wzajemne powiązania. Siła ich oddziaływania jest różna, co powoduje, że poziom stóp zwrotu jest zróżnicowany w zależności od kraju, miasta czy segmentu rynku nieruchomości. Czynniki określające stopę zwrotu są zmienne, co powoduje, że poziom stóp zwrotu nie jest stały w czasie. Warty podkreślenia jest fakt, że rola poszczególnych czynników też wykazuje zmiany. Przykładowo, badania przeprowadzone w Sydney wykazały, że w ciągu krótkiego okresu rola lokalizacji z najważniejszego czynnika w 1991 r. spadła na piątą pozycję w 1992 r. Podstawowego znaczenia dla inwestorów – w warunkach recesji gospodarczej – nabrało bezpieczeństwo i regularność dochodów, a więc rodzaj najemców i jakość zawieranych umów najmu⁷⁰.

Stopa kapitalizacji (R) uwzględnia wszelkiego rodzaju ryzyko związane z inwestowaniem na rynku nieruchomości, a także w konkretną nieruchomość, a mianowicie ryzyko lokalizacji ekonomicznej, fizycznej, ryzyko prawne, ryzyko stanu technicznego, ryzyko zmienności dochodu, ryzyko najemcy oraz zarządcy.

⁷⁰ D. R. R. Parker, *Determinants of the Capitalization Rate: A Hierarchical Framework*, s. 286.

Rozdział 4

EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI W NIERUCHOMOŚCI A WARTOŚĆ NIERUCHOMOŚCI

4.1. Formy inwestowania w nieruchomości

Inwestowanie jest bardzo złożonym procesem. Samo pojęcie inwestycji, niezależnie od sposobu jego definiowania, nie odzwierciedla wszystkich zjawisk i elementów składających się na ten proces. Inwestowanie obejmuje badanie rynku, analizę cen, ocenę efektywności, szukanie rozwiązań alternatywnych, podejmowanie decyzji o ulokowaniu kapitału, wybór źródeł finansowania, analizę przebiegu inwestycji i wreszcie wybór momentu i formy likwidacji przedsięwzięcia. Wszystko to dotyczy także inwestowania w nieruchomości. Tu zachodzą te same złożone procesy, zależności i zasady postępowania co przy innych inwestycjach. Równocześnie jednak rynek nieruchomości cechuje na tyle dużo i na tyle silnych cech szczególnych, że również inwestycje na tym rynku muszą cechować się wyraźną specyfiką i to nie tylko w zakresie poziomu ryzyka inwestycyjnego czy stóp zwrotu.

Wśród specyficznych cech inwestycji w nieruchomości wymienia się zwykle indywidualny charakter każdego przedsięwzięcia inwestycyjnego, wysoką kapitałochłonność i niepodzielność kapitału, możliwość wykreowania aktywów we własnym zakresie, długoterminowy charakter inwestycji, dobre zabezpieczenie kapitału przed jego utratą oraz przed spadkiem jego wartości na skutek inflacji, możliwość wykorzystania „dźwigni finansowej”, niską płynność, niskie ryzyko dochodu, konieczność zarządzania i wiele innych.

W różnych analizach (poświęconych tematyce inwestowania w nieruchomości) pojęcie inwestowania w nieruchomości ograniczane jest zwykle do nabywania nieruchomości przynoszących dochód. W praktyce możemy jednak mówić o co najmniej kilku formach inwestycji:

- nabywanie nieruchomości nie przynoszących dochodu w celu ich sprzedaży w przyszłości po wyższej cenie;
- nabywanie nieruchomości i wnoszenie na nich obiektów budowlanych w celu ich sprzedaży;

- nabywanie nieruchomości i wnoszenie na nich obiektów budowlanych w celu osiągnięcia dochodów z ich eksploatacji;
- nabywanie nieruchomości (przynoszących dochód) w celu osiągnięcia dochodów z ich eksploatacji;
- nabywanie akcji lub udziałów w podmiotach inwestujących w nieruchomości.

W zależności od stosowanej klasyfikacji inwestycji cztery pierwsze formy można zaliczyć do instrumentów bezpośrednich i skierowanych na aktywa rzeczowe, natomiast ostatnią formę do instrumentów pośrednich i skierowanych na aktywa finansowe. Spotyka się również klasyfikacje, w których inwestycje w nieruchomości wydzielane są jako całkowicie odrębna grupa rodzajowa¹.

Pomijając rozważania klasyfikacyjne, trzeba stwierdzić, że już sama różnorodność form inwestowania ogranicza możliwość dokonywania analiz inwestycyjnych na podstawie jednolitych wzorców, a tym samym powoduje zróżnicowanie procesów decyzyjnych. Na to zróżnicowanie dodatkowo wpływa niejednorodność rynku nieruchomości². Z drugiej jednak strony rynek ten oferuje inwestorom bogaty wachlarz instrumentów, kierując ich uwagę na określony segment rynku nieruchomości bądź określone formy inwestowania³.

4.2. Wartość nieruchomości jako element analizy efektywności inwestycji

Na obszernej liście specyficznych cech inwestycji w nieruchomości zwraca uwagę indywidualny charakter każdego przedsięwzięcia inwestycyjnego. Chodzi tu nie tylko o indywidualny charakter każdej nieruchomości, ale również (a nawet przede wszystkim) o indywidualny sposób wyznaczania jej ceny. Cena nieruchomości wyznacza wielkość kapitału angażowanego w inwestycję,

¹ *Valuation and Investment Appraisal*, red. C. Darlow, The Estates Gazette Limited, London 1983.

² E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, wyd. II, PWN, Warszawa 1999, s. 38–42; a także m. in.: M. Brett, *Property and Money, A Simple Guide to Commercial Property Investment and Finance*, Estates Gazette, London 1997, s. 6–7; W. D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, MacMillan Education Ltd., Houndmills, Basingstoke, Hampshire 1987, s. 121.

³ Por. m. in.: A. J. Jaffe, C. F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, Second Edition, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1989, s. 28.

a ta z kolei przesądza o poziomie efektywności inwestycji przy danych cechach nieruchomości.

Indywidualny sposób wyznaczania ceny nieruchomości to nie tylko konieczność każdorazowego przeprowadzania określonych obliczeń i kalkulacji, najważniejszy jest brak sztywnej podstawy wartościowej, pozwalającej z góry i precyzyjnie określić wielkość potrzebnych nakładów inwestycyjnych. Istnieje oczywiście kategoria wartości rynkowej nieruchomości i istnieją metody jej określania, równocześnie jednak już w samej definicji tej kategorii zawarta jest niepewność co do poziomu tej wartości.

Oceną wartości rynkowej nieruchomości zajmują się rzeczoznawcy majątkowi. Opierając się na pojęciu wartości rynkowej, można stwierdzić, że w trakcie procesu wyceny rzeczoznawca ma obowiązek określić najbardziej prawdopodobną cenę, za jaką będzie można kupić lub sprzedać daną nieruchomość w warunkach transakcji wolnorynkowej. Jego rola polega zatem nie na kreowaniu wartości, ale jedynie na jej ujawnieniu, odkryciu, wartość ta jest bowiem ukryta w skłonnościach i preferencjach uczestników rynku nieruchomości. Uczestnicy ci – zarówno sprzedający, jak i kupujący – określają swoje wymagania, ale jednocześnie analizują rynek i dopiero na tej podstawie ustalają możliwe do zaakceptowania warunki transakcji. Pola preferencji i możliwych do zaakceptowania warunków transakcji są dla sprzedających i kupujących z pewnością nieco różne, ale też występują na nich punkty wspólne, inaczej bowiem nie dochodziłoby do transakcji. Rolą rzeczoznawcy jest właśnie znalezienie tych punktów. Aby tego dokonać, musi on przeprowadzić analizę rynku nieruchomości, wczuwając się niejako w rolę bezpośrednich uczestników tego rynku. Najłatwiej tego dokonać, badając wyniki przeprowadzonych transakcji i wnioskując na tej podstawie o preferencjach ich uczestników. Trafność tego wnioskowania zależy oczywiście od doboru nieruchomości, będących przedmiotem tych transakcji, głębokości analizy i poziomu wiedzy o rynku nieruchomości posiadanej przez przeprowadzającego analizę. Stopień trudności przeprowadzenia analizy rynku nieruchomości jest różny w różnych segmentach tego rynku. Jest ona najłatwiejsza w segmentach nieruchomości typowych, często występujących w obrocie i w zasadniczej części nabywanych przez podmioty, nie będące profesjonalnymi uczestnikami tego rynku. Znacznie trudniejsza jest analiza rynku nieruchomości tzw. komercyjnych, nietypowych, którymi obrót dokonywany jest zarówno pomiędzy podmiotami będącymi profesjonalnymi uczestnikami tego rynku, jak i podmiotami uczestniczącymi w tym rynku sporadycznie. Trudno także analizować rynki, na których transakcje występują rzadko. Na określonych rynkach lokalnych i w odniesieniu do niektórych rodzajów nieruchomości nawet jedna dodatkowa

oferta kupna lub sprzedaży nieruchomości może znacznie wpłynąć na relacje podaży i popytu i tym samym znacząco wpłynąć na rynkową wartość nieruchomości.

Wobec omówionych trudności określenia wartości nieruchomości podjęcie decyzji inwestycyjnych o jej zakupie bardzo często nie może być poprzedzone rzetelną oceną wielkości potrzebnego kapitału, analogicznie decyzja o upłynieniu nieruchomości nie pozwala ustalić wielkości możliwych do uzyskania wpływów.

Przy tradycyjnym i najbardziej typowym rozumieniu inwestycja w nieruchomości to jej zakup, służący osiągnięciu przez inwestora określonych dochodów z eksploatacji nieruchomości. Takie nieruchomości nabywane są zwykle przez profesjonalnych inwestorów, posiadających głęboką wiedzę ekonomiczną, finansową i prawną oraz doskonale znających zasady funkcjonowania rynków kapitałowych i rynku nieruchomości.

Większość profesjonalnych inwestorów obecnych na rynku nieruchomości działa również na innych rynkach i dla nich nieruchomości jest tylko jednym z instrumentów finansowych, choć oczywiście różniącym się od innych instrumentów i wykazującym daleko idącą specyfikę. Mimo tych różnic instrument ten analizowany jest pod kątem bezpieczeństwa kapitału, wartości bieżącej, oczekiwanej stopy zwrotu, ryzyka płynności i innych kryteriów właściwych dla wszystkich instrumentów finansowych⁴. Wartość bieżąca jest dla takiego inwestora maksymalną ceną, jaką może zapłacić za dany instrument przy założonej stopie zwrotu i w obecnych warunkach. Przy omówionych trudnościach określenia wartości rynkowej czy też przyszłej ceny nieruchomości cały proces analiz inwestycyjnych jest bardzo trudny i to zarówno w zakresie analizy danego segmentu rynku nieruchomości, jak i analiz efektywności inwestycji realizowanych na tym rynku. Chodzi tu nie tylko o zbadanie preferencji i zachowań profesjonalnych inwestorów, ale także inwestorów okazjonalnych, nabywających nieruchomości na własne potrzeby, oraz obecnych posiadaczy nieruchomości⁵. Sporządzający takie analizy, tj. zarówno inwestorzy, jak i rzeczoznawcy majątkowi, powinni dysponować wiedzą odpowiednią do tego zadania. Stwierdzenie to wcale nie oznacza konieczności opanowania technik i modeli prognozowania

⁴ Mimo określonej specyfiki inwestycje w nieruchomości są tylko jednym z alternatywnych kierunków inwestowania, zwracają na to uwagę liczni autorzy, m. in.: A. J. Jaffe, C. F. Sirmans, *op. cit.*, s. 28; S. E. Hargitay, Yu Shi-Ming, *Property Investment Decisions – A Quantitative Approach...*, s. 6–7; H. B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997, s. 169; R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc., New York, 1995, s. 230; podkreśla to także E. Kucharska-Stasiak, *op. cit.*, s. 119.

⁵ Por. m. in.: M. Brett, *op. cit.*, s. 5; W. D. Fraser, *op. cit.*, s. 119–120.

ekonometrycznego, wymaga jedynie umiejętności wykorzystania produktów tego prognozowania oraz umiejętności obserwacji zachowań inwestorów wykorzystujących techniki prognozowania⁶.

4.3. Analiza efektywności inwestycji jako element wyceny wartości nieruchomości

Wycena nieruchomości podejściem dochodowym jest w gruncie rzeczy analizą danego segmentu rynku nieruchomości i analizą efektywności inwestycji realizowanych na tym rynku, a określona w jej toku wartość nieruchomości jest tylko jednym z wyników tej analizy. Z formalnego punktu widzenia przeprowadzenie analizy długookresowej dochodowości (czy dokonanie wyceny podejściem dochodowym) może wydawać się bardzo proste, trzeba jedynie określić przewidywane dochody z nieruchomości, stopę dyskontową i czasowy horyzont możliwości osiągnięcia tych dochodów. W zdecydowanej większości przypadków określenie dochodów i horyzontu czasowego możliwości ich uzyskiwania nie jest trudne i można tego poprawnie dokonać nawet w toku stosunkowo prostej analizy⁷. Znacznie trudniejszy jest dobór właściwej stopy dyskontowej⁸. Na pierwszy rzut oka zadanie to nie wydaje się specjalnie skomplikowane. Najogólniej powinno się ją przyjmować na poziomie przeciętnej stopy zwrotu uzyskiwanej z inwestycji w danego typu nieruchomości na określonym rynku lokalnym. W praktyce, biorąc pod uwagę indywidualny charakter większości nieruchomości oraz duże zróżnicowanie oczekiwań i preferencji inwestorów, występuje znaczny rozrzut uzyskiwanych cen, co praktycznie uniemożliwia określenie obiektywnej przeciętnej stopy zwrotu.

Przy danych warunkach rynkowych wielkość dochodów z nieruchomości wynika z cech samej nieruchomości (powierzchni do wynajmu, lokalizacji, standardu wykończenia i wyposażenia). Natomiast drugi element wyceny, tj. stopa dyskontowa, nie ma związku z daną nieruchomością, jest jedynie parametrem tego segmentu rynku, do którego należy wyceniana nieruchomość. Wartość tego parametru zależy od bardzo wielu czynników, w tym również takich, które pozostają poza sferą rynku nieruchomości. Można tu wymienić chociażby stabilność gospodarczą i polityczną kraju, wiarygodność i atrak-

⁶ Por. m. in. N. French, *Market Information Management for Better Valuation. Part I – Concepts and Definitions of Price and Worth*, „Journal of Property Valuation and Investment” 1997, vol. 15, Issue 5.

⁷ Por. m. in.: *Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, PWN, Warszawa 1999, s. 301 i n.; A. J. Jaffe, C. F. Sirmans, *op. cit.*, s. 24.

⁸ Por. m. in.: M. Brett, *op. cit.*, s. 7; E. Kucharska-Stasiak, *op. cit.*, s. 42–43.

cyjność kraju dla inwestorów zagranicznych, system podatkowy, efektywność alternatywnych kierunków inwestowania (np. w akcje, obligacje, lokaty bankowe). Określenie tego parametru na podstawie analizy rynku wymaga – oprócz profesjonalnej wiedzy – także dużych zbiorów danych. Wynika to z cech samego rynku nieruchomości, wśród których zasadnicze znaczenie mają: rzadkość transakcji, mała przejrzystość, różnorodność i indywidualny charakter nieruchomości, oraz różnorodność czynników, które oprócz bieżących dochodów z nieruchomości, mogą wpływać na ceny transakcyjne. Jeszcze więcej trudności występuje przy analizach i prognozach na rynkach lokalnych. Mała liczba informacji na poziomie lokalnym oraz duże znaczenie strony podażowej sprawiają, że prognozowanie zmian na lokalnych rynkach nieruchomości jest szczególnie trudne⁹. Rozwinięte techniki prognostyczne oparte na analizach regresji wymagają istnienia zbioru danych z 15–20 lat o większości transakcji na danym rynku nieruchomości¹⁰. Wszystko to sprawia, że przeciętna stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości obliczona z niewielkiej liczby transakcji zawsze będzie obciążona dużym błędem. Równocześnie nawet przy dużej bazie danych o transakcjach i profesjonalnych instrumentach jej analizy, a tym samym przy prawidłowo obliczonych średnich stopach zwrotu, nie ma pewności co do prawidłowości wyceny. Wynika to z istoty metod wyceny opartych na kapitalizacji dochodów z nieruchomości. Metody te opierają się na założeniu, że przy określonych oczekiwaniach inwestorów w zakresie wielkości dochodu z wyłożonego kapitału (wyrażonych np. stopą zwrotu) dochód z nieruchomości jest jedynym wyznacznikiem jej wartości. W rzeczywistości tak nie jest (por. pkt 4.2), na decyzje inwestorów i tym samym poziom cen rynkowych rzutuje także szereg innych zjawisk, których siła oddziaływania może być różna dla różnych nieruchomości, w tym nawet podobnych i należących do tego samego segmentu rynku. Część tych zjawisk wynika z cech samej nieruchomości (np. możliwość wprowadzenia zmian w jej stanie technicznym, walorach użytkowych czy sposobie wykorzystywania), inne natomiast wiążą się z ogólną sytuacją w otoczeniu społecznym i gospodarczym oraz z perspektywami jego zmian.

Warto też zwrócić uwagę, że oczekiwania większości inwestorów, w tym także lokujących swoje kapitały na rynku nieruchomości obejmują:

- osiągnięcie regularnego dochodu z wyłożonego kapitału,
- uzyskanie zwrotu wyłożonego kapitału.

Przy bezpiecznych inwestycjach (np. w obligacje) zasadnicze znaczenie ma drugi element i przy pewności oraz łatwości uzyskania zwrotu kapitału

⁹ R. Peto, *Market Information Management for Better Valuation. Part II – Data Availability and Application*, „Journal of Property Valuation and Investment” 1997, vol. 15, Issue 5.

¹⁰ W Wielkiej Brytanii bank danych o nieruchomościach inwestycyjnych został założony około 15 lat temu.

inwestorzy akceptują nawet niskie dochody z tego kapitału. Nieruchomości należą do inwestycji długoterminowych, a odzyskanie kapitału jest trudne i obarczone znacznym ryzykiem, tym samym może się wydawać, że pierwsze z wymienionych oczekiwań ma większe znaczenie. W praktyce bardzo często obserwujemy transakcje, których przedmiotem są nieruchomości nie przynoszące dochodu lub przynoszące tylko niewielki. Ich nabywcy zakładają, że oczekiwana przez nich stopa zwrotu zostanie zrealizowana właśnie poprzez sprzedaż nieruchomości w przyszłości za odpowiednio wyższą cenę. Oznacza to, że retrospektywna analiza służąca obliczeniu stóp zwrotu z nieruchomości ujmować musi zarówno bieżący dochód uzyskiwany z nieruchomości, jak i różnicę pomiędzy ceną jej nabycia a obecną wartością, rozumianą jako cena możliwa do uzyskania w aktualnych warunkach rynkowych.

W krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej rynek nieruchomości jest przedmiotem ciągłych analiz, a tamtejsi rzeczoznawcy, szukając stóp zwrotu właściwych dla danego segmentu tego rynku, muszą tylko sięgnąć do odpowiednich periodycznych publikacji, które nie tylko podają bieżące notowania, ale także oceny długookresowych tendencji i prognozy na przyszłość. Szczególnie duże znaczenie mają tu prognozy, bowiem oparcie się tylko na bieżących notowaniach może prowadzić do niewłaściwych wniosków i w efekcie błędnych wycen.

Chociaż pojęcie efektywności inwestycji jest szerokie i może obejmować wiele elementów, to w praktyce sprowadza się do podania ogólnego dochodu uzyskanego z wyłożonego kapitału w określonym czasie. Najczęstszą miarą efektywności jest ogólna stopa zwrotu rozumiana następująco:

$$k = \frac{(K_t - K_0) + D}{K_0} \times 100\%,$$

gdzie:

K_0 – wartość inwestowanego kapitału,

K_t – nominalna wartość kapitału po upływie okresu t ,

D – dochód uzyskany z inwestycji w okresie t .

Nietrudno zauważyć, że tak wyrażoną stopę zwrotu można rozłożyć na dwa składniki, z których jeden wyrażał będzie stopę zwrotu uzyskaną wyłącznie dzięki zmianie wartości samego kapitału (stopa zwrotu ze zmiany wartości kapitału – k_c), drugi natomiast stopę zwrotu uzyskaną wyłącznie z bieżących dochodów uzyskanych dzięki zaangażowaniu kapitału (stopa zwrotu z dochodu – k_d), zatem:

$$k = k_c + k_d = \frac{K_t - K_0}{K_0} \times 100\% + \frac{D}{K_0} \times 100\%.$$

Stopy zwrotu na poszczególnych segmentach rynku finansowego ulegają zmianom. Ma to związek z wahaniami koniunktury na poszczególnych rynkach, a także migracją kapitału w celu osiągnięcia możliwie najwyższych stóp zwrotu (por. pkt 2.1). Stąd też są one zróżnicowane w ujęciu czasowym, rodzajowym, a także przestrzennym. Podobnie jest ze stopami zwrotu z nieruchomości, są one podatne na różne zmiany gospodarcze¹¹.

Przedmiotem zainteresowania inwestora i tym samym prowadzonych przez niego analiz jest ogólna stopa zwrotu i powinno mu być obojętne, czy zostanie ona osiągnięta w wyniku wzrostu wartości kapitału czy też dochodów, jakie ten kapitał wygenerował. W rzeczywistości nie jest to obojętne. Rynkowe ceny nieruchomości podlegają koniunkturalnym wahaniam, a skala, kierunek i moment wystąpienia tych wahań są trudne, często nawet niemożliwe do przewidzenia. W tej sytuacji prognozowanie stopy zwrotu z kapitału cechuje się wysokim poziomem niepewności. Inaczej jest z dochodami z nieruchomości, stawki czynszów i wskaźniki pustostanów również podlegają wahaniam, ale znacznie mniejszym niż ceny nieruchomości. W efekcie stopy zwrotu z dochodu są stosunkowo stabilne, a ich zmiany przebiegają łagodnie i w długich okresach¹².

Zróżnicowanie wiarygodności prognoz zmian cen nieruchomości i wielkości dochodów z nieruchomości sprawia, że ogólne stopy zwrotu są przydatne przede wszystkim w analizach retrospektywnych, natomiast przy prognozowaniu należałoby opierać się na przewidywanych dochodach, jakie może wygenerować nieruchomość.

Stwierdzenie to znajduje zastosowanie w praktyce wyceny nieruchomości. Rzeczoznawcy szacujący aktualną wartość rynkową nieruchomości opierają się na stopach zwrotu z dochodu, co daje stosunkowo stabilną podstawę określania wartości, ale jednocześnie utrudnia uchwycenie wpływu czynników koniunkturalnych i tym samym sprawia, że rzeczywista cena transakcyjna może nawet znacznie się odchylić od wartości określonej w toku wyceny.

¹¹ Podatność ta ma jednak odmienny charakter niż w odniesieniu do pozostałych instrumentów finansowych, zwraca na to uwagę D. C. Quan, S. Titman, *Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? An International Analysis*, „Real Estate Economics” 1999, vol. 27, 2, s. 183–207. W efekcie stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości nie wykazują korelacji ze stopami zwrotu z akcji czy obligacji, potwierdzają to obserwacje rynku amerykańskiego – R. Ibbotson, L. Siegel, *Real Estate Returns: A Comparison with Other Investments*, „AREUEA Journal” 1983, no 12, s. 219–241, oraz rynku brytyjskiego – E. Worzala, K. Wandell, *International Direct Real Estate as Alternative Portfolio Assets for Institutional Investors: An Evaluation*, Referat wygłoszony na konferencji AREUEA, Anaheim 1993 r., za: D. C. Quan, S. Titman, *op. cit.*, s. 183.

¹² Niektórzy autorzy stopę zwrotu z dochodu traktują jako podstawową stopę zwrotu do oceny efektywności inwestycji w nieruchomości, por. m. in. A. J. Jaffe, C. F. Sirmans, *op. cit.*, s. 4.

4.4. Stopy zwrotu i efektywność inwestycji w nieruchomości w wybranych krajach

W krajach o rozwiniętym rynku nieruchomości wiele podmiotów prowadzących działalność inwestycyjną lub finansową na tym rynku objętych jest obrotem giełdowym. Istnieją również organizacje zrzeszające podmioty bezpośrednio lub pośrednio inwestujące w nieruchomości oraz zarządzające nieruchomościami. Organizacje te, a także różnorodne wyspecjalizowane instytucje analityczne monitorują i analizują sytuację na rynkach nieruchomości oraz zjawiska związane z inwestowaniem na rynkach nieruchomości oraz publikują indeksy i wskaźniki analogiczne do wskaźników giełdowych. Główne z tych indeksów mają zasięg międzynarodowy i obejmują coraz większą liczbę krajów.

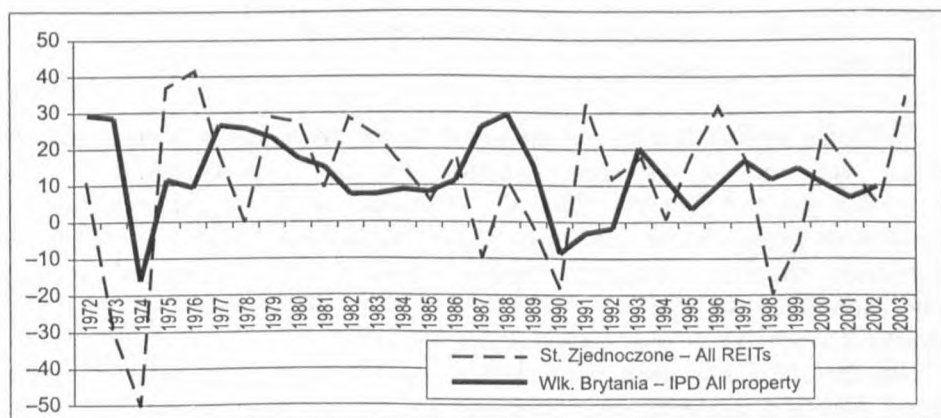
- Indeksy NAREIT notowane są w Stanach Zjednoczonych od 1972 r. i obejmują podmioty zgrupowane w National Association of Real Estate Investment Trusts. Na koniec 2002 r. było 180 podmiotów bezpośrednio inwestujących w nieruchomości, finansujących rynek nieruchomości i zarządzających nieruchomościami, o łącznej kapitalizacji ponad 300 mld USD. Indeksy notowane są osobno dla czterech portfeli: All REITs (wszystkie podmioty), Equity REITs (podmioty będące posiadaczami lub zarządcami nieruchomości komercyjnych), Mortgage REITs (podmioty finansujące bezpośrednio rynek nieruchomości oraz pośrednio przez nabywanie papierów wartościowych zabezpieczonych na nieruchomościach) i Hybrid REITs, a od 2000 r. również Real Estate 50. W latach 1972–1998 notowania obejmowały okresy miesięczne, a od 1999 r. notowane są indeksy dzienne.
- Indeksy EPRA (European Public Real Estate Association) obejmują podmioty z 20 państw, w tym głównie europejskich, ale także z USA, Australii, Singapuru i Hong-Kongu. Publikowane są także indeksy łączone EPRA/NAREIT zarówno globalne, jak i odrębne dla Azji, Australii, Japonii, Singapuru i Hong-Kongu.
- Indeksy NPI (NCREIF Property Index), obejmujące głównie rynek amerykański, notowane kwartalnie od 1978 r. przez National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF).
- Indeksy NREI (National Real Estate Index), obejmujące amerykański rynek nieruchomości komercyjnych, notowane od 1985 r. osobno dla ponad 50 dużych miast.
- Indeksy IPD (Investment Property Databank) obejmują rynki nieruchomości komercyjnych w 13 krajach, w tym 11 europejskich oraz Kanady i RPA, zakres notowań obejmuje inwestorów i inne podmioty działające na rynkach nieruchomości o łącznej kapitalizacji 425 mld euro. Notowania prowadzone

są dla wszystkich nieruchomości łącznie i osobno dla nieruchomości handlowych, biurowych i przemysłowych, a w niektórych krajach także mieszkalnych. Indeksy notowane są w Wlk. Brytanii od 1981 r., w Irlandii i Francji od 1984 r., w Holandii i RPA od 1995 r., w Niemczech od 1996 r., w Szwecji od 1997 r., w Kanadzie od 1999 r., w Danii, Holandii i Norwegii od 2000 r. W niektórych z tych krajów analogiczne indeksy notowane były już wcześniej ale pod innymi nazwami.

W każdym przypadku oprócz podstawowych indeksów podawane są ogólne stopy zwrotu z inwestycji (*total return*), stopy zwrotu liczone tylko na podstawie dochodu uzyskiwanego z nieruchomości (*income return*) oraz stopy zwrotu w wyniku zmiany wartości kapitału (*price return* lub *capital growth*), niekiedy notowane są także zmiany wartości czynszowej nieruchomości (*rental value growth*).

Obecnie najszerszy zasięg i tym samym największe znaczenie mają dwa indeksy: NAREIT w odniesieniu do rynku amerykańskiego i IPD dla rynku europejskiego.

Najdłuższą historię mają notowania w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Na wykresie 4.1 przedstawiono notowania głównych wskaźników na tych rynkach.

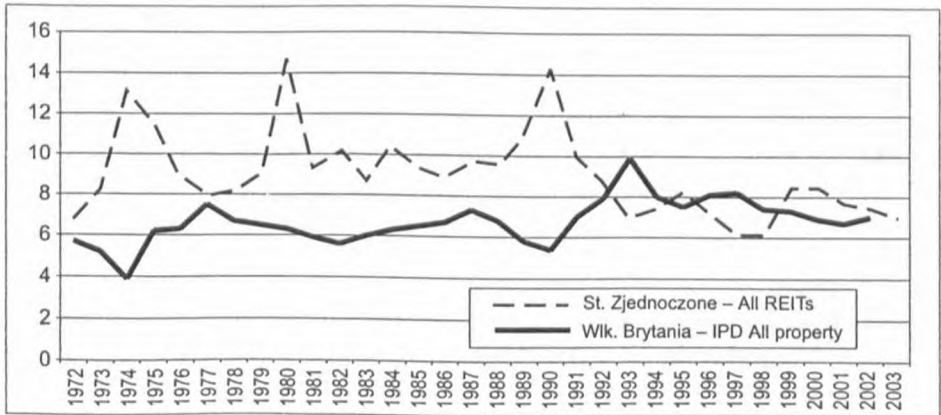


Wykres 4.1. Ogólna stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: National Association of Real Estate Investment Trusts, Washington D.C., Domestic Indexes; Investment Property Databank, Londyn, IPD UK Annual Index.

Obserwując zmiany indeksów i odpowiadających im wskaźników ogólnej stopy zwrotu z inwestycji w całym okresie ich notowania, tj. od 1972 r., widać bardzo duże wahania. Z pewnością były to wahania koniunkturalne, nie wynikały bowiem ze zjawisk makroekonomicznych ani też ze zmian

w dochodowości nieruchomości. Przeciwnie, dochody z nieruchomości są stosunkowo stabilne, a zmiany wskaźnika zwrotu z dochodu wynikają głównie ze zmian wartości (lub cen) nieruchomości – por. wykres 4.2. Jest zatem oczywiste, że zmiany cen nieruchomości wynikały tylko z wahań popytu spowodowanych atrakcyjnością lokat w nieruchomości na tle innych alternatywnych kierunków inwestowania.



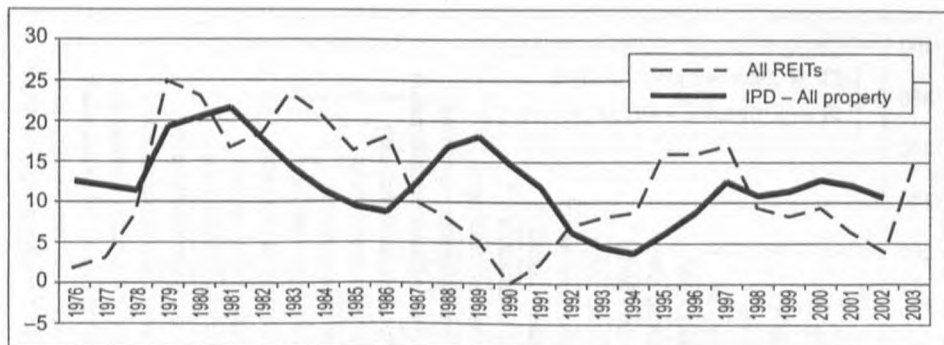
Wykres 4.2. Stopa zwrotu z dochodu (w %)

Źródło: jak na wykresie 4.1.

Wahania ogólnych stóp zwrotu wskazują, że inwestycje w nieruchomości mogą cechować się większym ryzykiem niż się to powszechnie uważa, niewielkie jest tylko ryzyko dochodu. Z drugiej strony wyraźnie widać, że z upływem czasu efektywność inwestycji w nieruchomości coraz bardziej się stabilizuje, chociaż w większym stopniu dotyczy to rynku brytyjskiego niż amerykańskiego. Charakterystyczne jest także stopniowe wyrównywanie stóp zwrotu z dochodu w obu omawianych krajach.

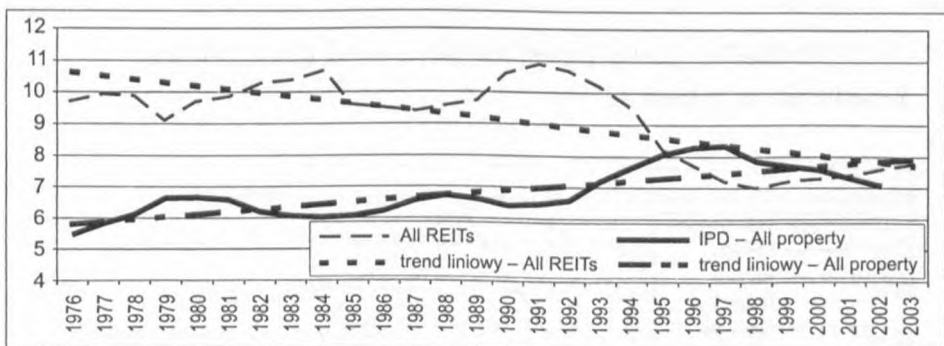
Bardzo duże krótkookresowe wahania ogólnej stopy zwrotu, a nawet stopy zwrotu z dochodu, utrudniają syntetyczną ocenę tych zjawisk, warto zatem sprawdzić tendencje średniookresowe. Na wykresach 4.3 i 4.4 przedstawiono średnie wskaźniki 5-letnie, tj. będące średnią za okres obejmujący rok badany i 4 lata poprzednie.

Choć wskaźniki te są już znacznie spłaszczone w porównaniu ze wskaźnikami rocznymi to jednak wahania pozostają bardzo duże – w Stanach Zjednoczonych średnioroczna ogólna stopa zwrotu w latach 1986–1990 wyniosła – 0,1%, a w latach 1975–1979 aż 24,8%. W Wielkiej Brytanii różnice te były nieco mniejsze, ale również duże i wahały się od 3,8% dla lat 1990–1994 do 21,6% dla lat 1977–1981. Średni zwrot z dochodu był bardziej stabilny, ale również wykazywał znaczne wahania, w Stanach



Wykres 4.3. Ogólna stopa zwrotu – średnia w okresie 5-letnim (%)

Źródło: jak na wykresie 4.1.



Wykres 4.4. Stopa zwrotu z dochodu – średnia w okresie 5-letnim (%)

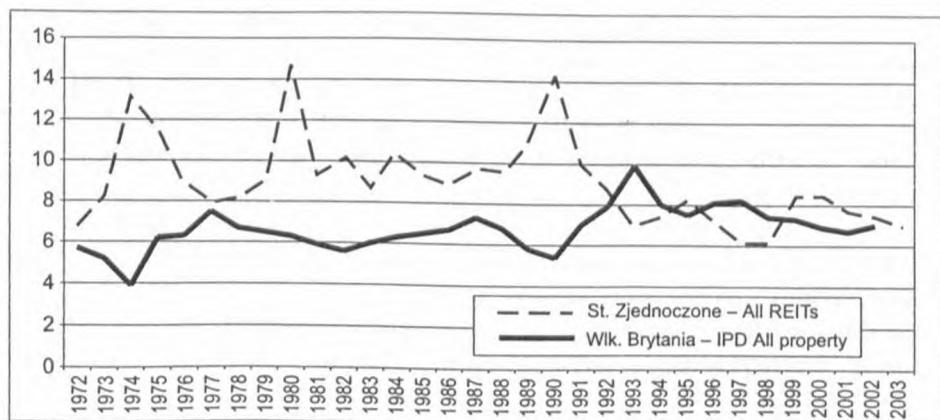
Źródło: jak na wykresie 4.1.

Zjednoczonych od 7,0 do 10,9% a w Wielkiej Brytanii od 5,5 do 8,3%. Znamienne są tu różnice długookresowego trendu w obu omawianych krajach – w Stanach Zjednoczonych obserwujemy ogólną tendencję spadkową natomiast w Wielkiej Brytanii wzrostową, przy czym w ostatnich latach poziom dochodowości się generalnie wyrównał.

Tak duże wahania ogólnych stóp zwrotu przy jednocześnie względnie stabilnej dochodowości musiały wynikać z silnych, koniunkturalnych wahań rynkowych cen nieruchomości. Potwierdzają to indeksy cen przedstawione na wykresie 4.5.

Z naszego punktu widzenia warto będzie prześledzić zmiany wskaźników w szerszej grupie krajów, w tym przede wszystkim w krajach europejskich. Na kolejnych wykresach przedstawiono tylko kraje, w których notowania indeksów IPD prowadzone są co najmniej od 6 lat (5 państw europejskich i Kanada) – por. wykres 4.6, 4.7 i 4.8.

w dochodowości nieruchomości. Przeciwnie, dochody z nieruchomości są stosunkowo stabilne, a zmiany wskaźnika zwrotu z dochodu wynikają głównie ze zmian wartości (lub cen) nieruchomości – por. wykres 4.2. Jest zatem oczywiste, że zmiany cen nieruchomości wynikały tylko z wahań popytu spowodowanych atrakcyjnością lokat w nieruchomości na tle innych alternatywnych kierunków inwestowania.



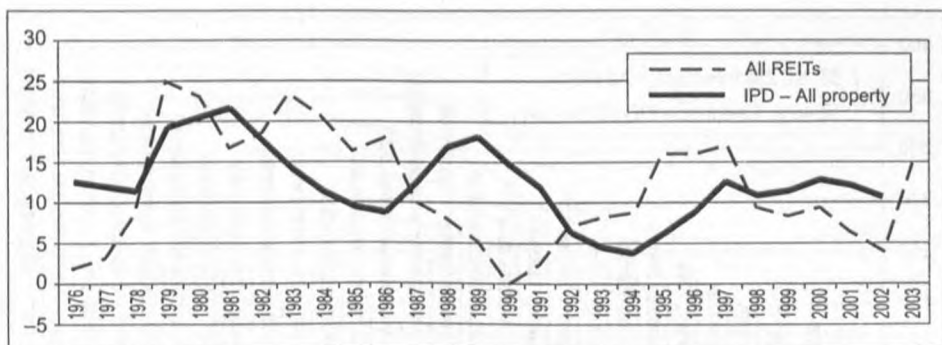
Wykres 4.2. Stopa zwrotu z dochodu (w %)

Źródło: jak na wykresie 4.1.

Wahania ogólnych stóp zwrotu wskazują, że inwestycje w nieruchomości mogą cechować się większym ryzykiem niż się to powszechnie uważa, niewielkie jest tylko ryzyko dochodu. Z drugiej strony wyraźnie widać, że z upływem czasu efektywność inwestycji w nieruchomości coraz bardziej się stabilizuje, chociaż w większym stopniu dotyczy to rynku brytyjskiego niż amerykańskiego. Charakterystyczne jest także stopniowe wyrównywanie stóp zwrotu z dochodu w obu omawianych krajach.

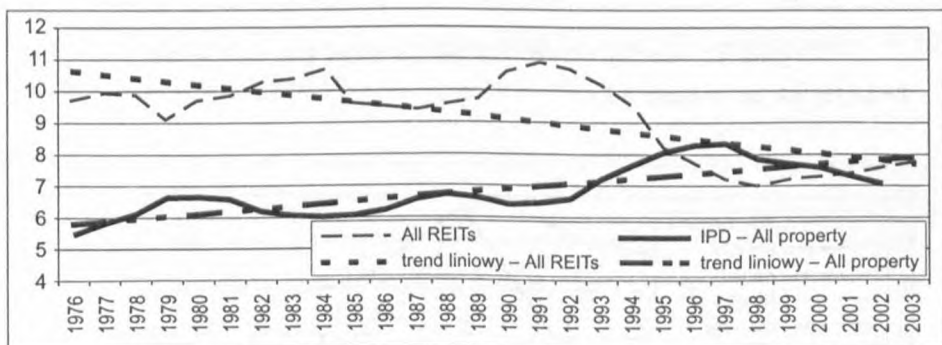
Bardzo duże krótkookresowe wahania ogólnej stopy zwrotu, a nawet stopy zwrotu z dochodu, utrudniają syntetyczną ocenę tych zjawisk, warto zatem sprawdzić tendencje średniookresowe. Na wykresach 4.3 i 4.4 przedstawiono średnie wskaźniki 5-letnie, tj. będące średnią za okres obejmujący rok badany i 4 lata poprzednie.

Choć wskaźniki te są już znacznie spłaszczone w porównaniu ze wskaźnikami rocznymi to jednak wahania pozostają bardzo duże – w Stanach Zjednoczonych średnioroczna ogólna stopa zwrotu w latach 1986–1990 wyniosła – 0,1%, a w latach 1975–1979 aż 24,8%. W Wielkiej Brytanii różnice te były nieco mniejsze, ale również duże i wahały się od 3,8% dla lat 1990–1994 do 21,6% dla lat 1977–1981. Średni zwrot z dochodu był bardziej stabilny, ale również wykazywał znaczne wahania, w Stanach



Wykres 4.3. Ogólna stopa zwrotu – średnia w okresie 5-letnim (%)

Źródło: jak na wykresie 4.1.



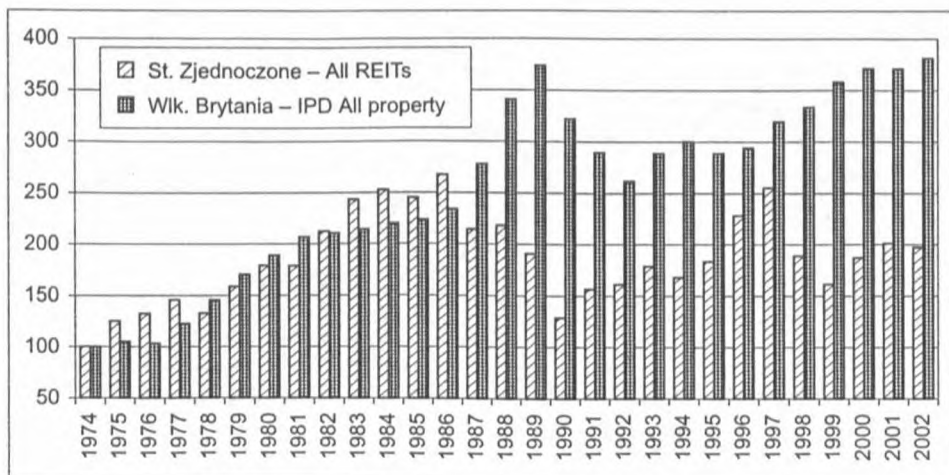
Wykres 4.4. Stopa zwrotu z dochodu – średnia w okresie 5-letnim (%)

Źródło: jak na wykresie 4.1.

Zjednoczonych od 7,0 do 10,9% a w Wielkiej Brytanii od 5,5 do 8,3%. Znamienne są tu różnice długookresowego trendu w obu omawianych krajach – w Stanach Zjednoczonych obserwujemy ogólną tendencję spadkową natomiast w Wielkiej Brytanii wzrostową, przy czym w ostatnich latach poziom dochodowości się generalnie wyrównał.

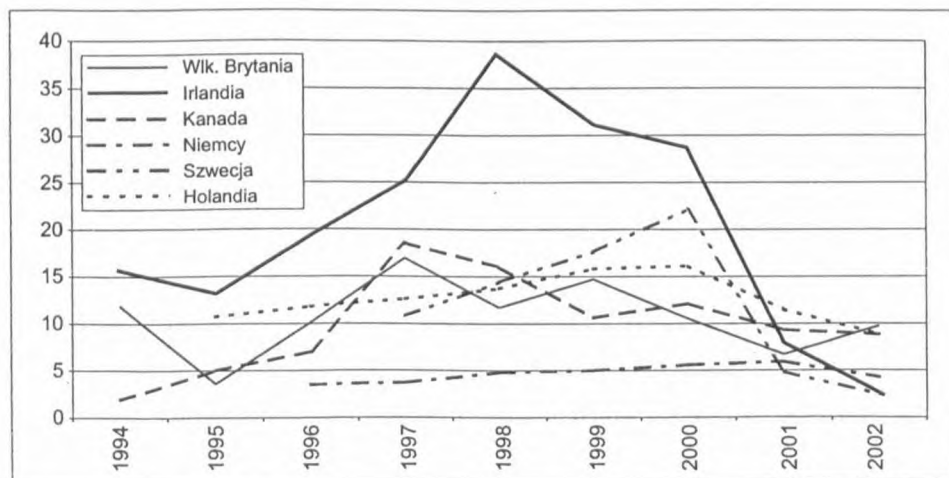
Tak duże wahania ogólnych stóp zwrotu przy jednocześnie względnie stabilnej dochodowości musiały wynikać z silnych, koniunkturalnych wahań rynkowych cen nieruchomości. Potwierdzają to indeksy cen przedstawione na wykresie 4.5.

Z naszego punktu widzenia warto będzie prześledzić zmiany wskaźników w szerszej grupie krajów, w tym przede wszystkim w krajach europejskich. Na kolejnych wykresach przedstawiono tylko kraje, w których notowania indeksów IPD prowadzone są co najmniej od 6 lat (5 państw europejskich i Kanada) – por. wykres 4.6, 4.7 i 4.8.



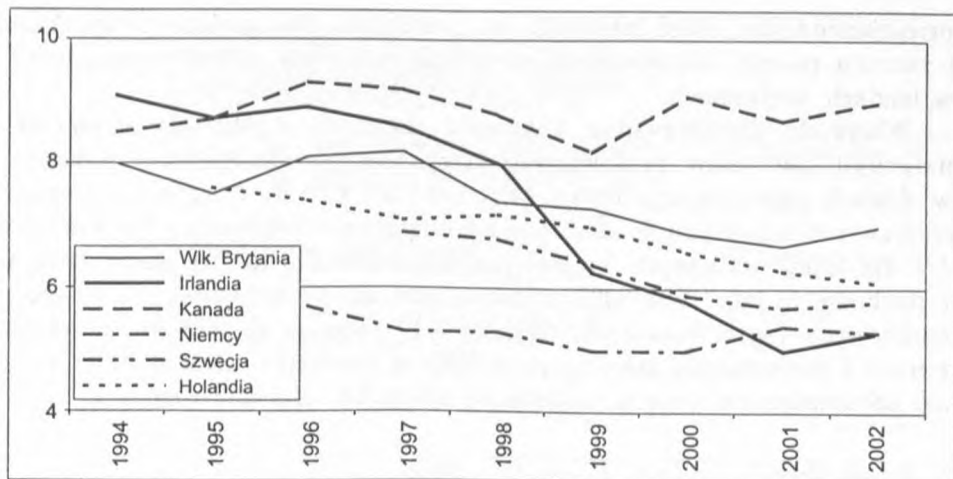
Wykres 4.5. Indeksy wzrostu cen nieruchomości (rok 1974 = 100)

Źródło: jak na wykresie 4.1.



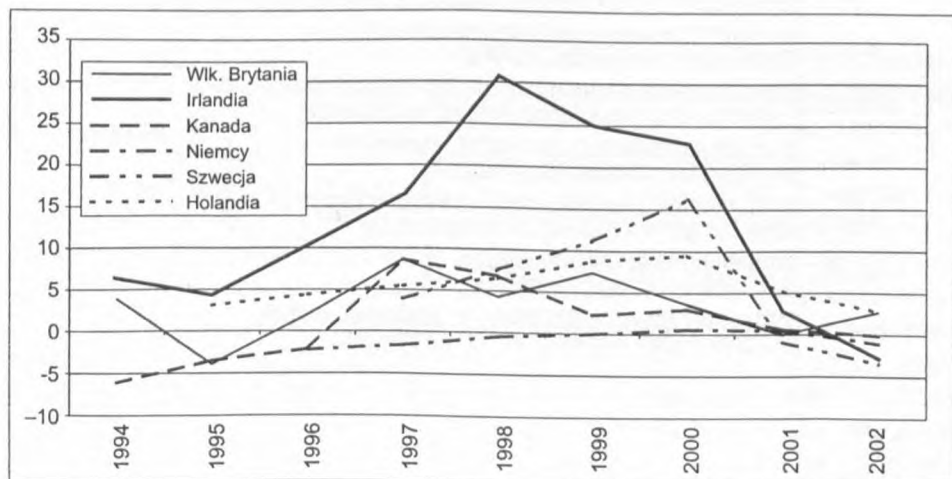
Wykres 4.6. Ogólna stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości (indeksy IPD – total return) (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Investment Property Databank, Londyn: IPD UK Annual Index, IPD/SCS Irish Index, ICREIM/IPD Canadian Index, DIX German Index, IPD/SFI Swedish Index, ROZ/IPD Netherlands Index.



Wykres 4.7. Stopa zwrotu z dochodu z nieruchomości (indeksy IPD - income return) (w %)

Źródło: jak na wykresie 4.6.



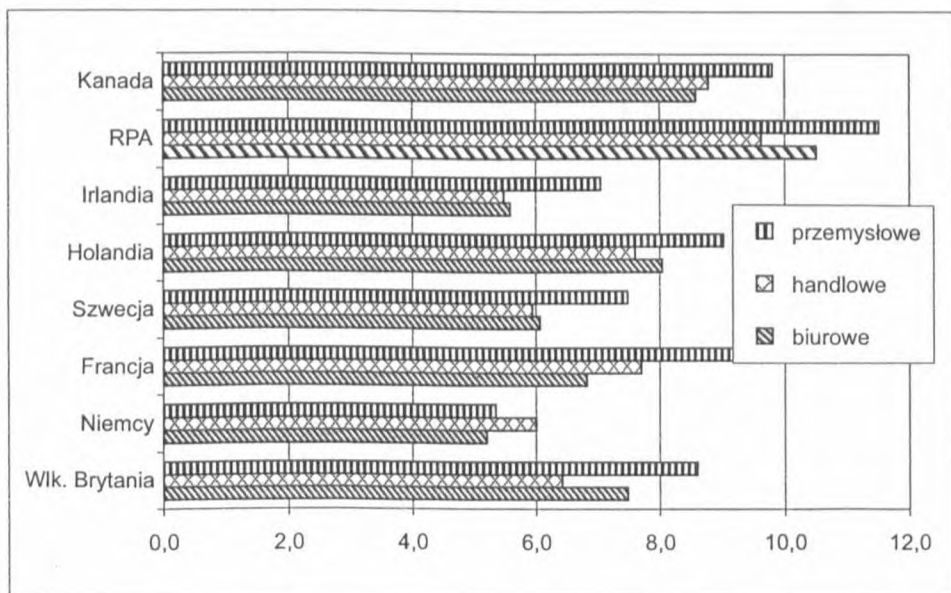
Wykres 4.8. Wskaźniki zmiany wartości kapitału zainwestowanego w nieruchomości (indeksy IPD - capital growth) (%)

Źródło: jak na wykresie 4.6.

Zgodnie z zaobserwowaną poprzednio tendencją stabilizacji rynków nieruchomości wahania ogólnych stóp zwrotu nie były tu tak duże, z wyjątkiem Irlandii, gdzie można to jednak tłumaczyć szybkim wzrostem gospodarczym i dużą dynamiką innych zjawisk gospodarczych po wejściu do UE. Charakterystycznym zjawiskiem są stosunkowo stabilne, ale niskie stopy zwrotu w Niemczech, co jest prawdopodobnie wynikiem pewnego

przeinwestowania, jakie nastąpiło po połączeniu obu państw niemieckich i wzrostu podaży nieruchomości w efekcie procesów restrukturyzacyjnych w landach wschodnich.

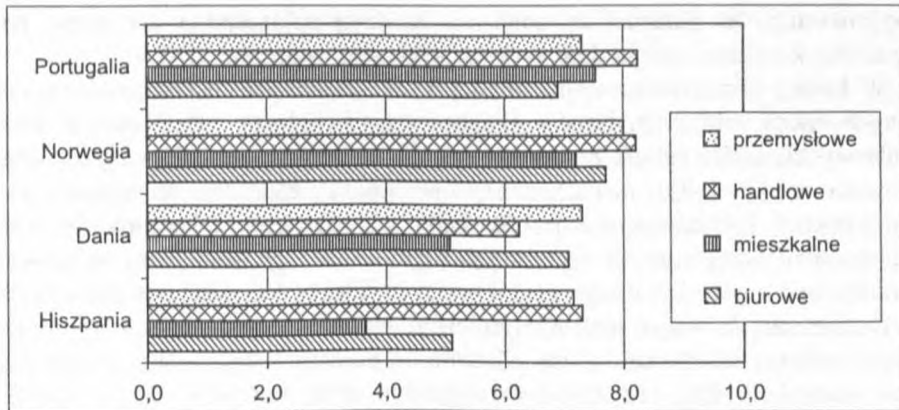
Wszystkie przedstawione wskaźniki dotyczyły ogółu nieruchomości, natomiast dla celów praktycznych trzeba ocenić efektywność inwestycji w różnych sektorach tego rynku. Wykresy 4.9 i 4.10 ilustrują zróżnicowanie stóp zwrotu z dochodu w zależności od rodzaju nieruchomości. Na wykresie 4.9 dla kilku wybranych krajów pokazano średnią roczną stopę zwrotu z dochodu za lata 1998–2002 w odniesieniu do nieruchomości biurowych, handlowych i przemysłowych. Wykres 4.10 ukazuje średnie roczne stopy zwrotu z dochodu dla innej grupy krajów w dwuletnim okresie 2001–2002, ale notowania obejmują tu dodatkowo nieruchomości mieszkaniowe.



Wykres 4.9. Roczna stopa zwrotu z dochodu dla różnych grup nieruchomości (średnia za 5-letni okres 1998–2002) (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie źródła wykresu 4.6. oraz dodatkowo: IPD France Index, SAPIX/IPD South Africa Index.

Zaprezentowane dane nie pozwalają stwierdzić żadnych sztywnych prawidłowości, ogólnie jednak daje się zauważyć, że inwestycje w nieruchomości przemysłowe z reguły zapewniają wyższy dochód z jednostki kapitału niż w pozostałych sektorach rynku nieruchomości. Natomiast najniższa stopa zwrotu z dochodu uzyskiwana jest zwykle przy inwestycjach w nieruchomości mieszkaniowe.



Wykres 4.10. Roczna stopa zwrotu z dochodu dla różnych grup nieruchomości (średnia za 2-letni okres 2001–2002) (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Investment Property Databank, Londyn: IPD Portuguese Index, IPD Norwegian Index, DEI/IPD Danish Index, IPD Spanish Index.

Uogólniając wyniki obserwacji indeksów rynku nieruchomości, można stwierdzić, że w większości krajów i przez większość inwestorów nieruchomości przemysłowe oceniane są jako obciążone największym ryzykiem, natomiast najmniejsze ryzyko towarzyszy nieruchomościom mieszkaniowym.

W odróżnieniu od innych rynków, rynki nieruchomości reagują na zmiany gospodarcze z pewnym przesunięciem czasowym. W przedstawionym przypadku Wielkiej Brytanii pierwsza połowa lat 80. cechowała się dobrą koniunkturą w sektorze finansowym i niskimi stopami procentowymi, które przyczyniły się do wzrostu akcji kredytowej. Powszechne stało się zaciąganie kredytów (głównie konsumpcyjnych) i zabezpieczanie ich spłat hipotekami. W efekcie inwestycje w nieruchomości zapewniały stabilny i stosunkowo wysoki dochód. W 1987 r. nastąpił krach na rynku papierów wartościowych, który uświadomił wielu inwestorom, że akcje są ryzykownym instrumentem. Spowodowało to stopniowy przepływ kapitałów z rynku akcji na rynek nieruchomości i tym samym szybki wzrost cen nieruchomości, który utrzymał się aż do 1989 r. Wraz ze wzrostem cen nieruchomości musiały spaść stopy zwrotu z dochodu, a to z kolei spowodowało stopniowy odpływ kapitału i przez kolejne trzy lata ceny nieruchomości spadały, aż osiągnęły poziom odpowiadający długookresowemu trendowi z lat 1975–1986.

Wahania cen nieruchomości ze zrozumiałych względów nie są tak duże jak wahania stóp zwrotu. Przy opracowywaniu prognoz inwestycyjnych, a także przy wycenie nieruchomości autorzy tych opracowań nie posługują się bieżącymi stopami zwrotu, lecz ich prognozami, co sprawia, że stopy

przyjmowane do obliczeń są znacznie bardziej spłaszczone niż stopy rzeczywiste, ale także oczywiście wykazują pewne wahania.

W Polsce prowadzone są już analizy rynków różnych instrumentów finansowych (akcji, obligacji, bonów skarbowych, świadectw udziałowych, lokat bankowych), nadal jednak nie ma instytucji, które prowadziłyby ciągle i kompleksowe analizy rynku nieruchomości oraz analizy efektywności inwestycji na tym rynku i systematycznie publikowały ich wyniki¹³. Okazjonalnie tylko pojawiają się wyniki analiz wybranych segmentów tego rynku, a i to głównie odnoszących się do lokalnego rynku warszawskiego. Do pewnego stopnia jest to zrozumiałe, bowiem wartość papierów wartościowych, takich jak akcje, obligacje, bony skarbowe, można określać na podstawie regularnie zawieranych nimi transakcji. Dla przykładu, w wypadku akcji notowanych na giełdach papierów wartościowych cena jest wyznaczana poprzez składane codziennie zlecenia kupna i sprzedaży, reprezentujące popyt i podaż. Na rynku nieruchomości transakcje odbywają się rzadko a ponadto każda nieruchomość jest inna od pozostałych i w każdym przypadku cena jest negocjowana indywidualnie. W efekcie analizowanie tego rynku jest bardzo trudne i nawet w krajach o rozwiniętym rynku nieruchomości, wyniki tych analiz publikowane przez różne podmioty często znacznie się od siebie różnią. Nie zmienia to jednak faktu, że inwestorzy i analitycy rynku nieruchomości mają jednak szeroki dostęp do profesjonalnych analiz i prognoz, a tym samym mogą jedynie mieć problem z wyborem najodpowiedniejszego źródła informacji.

Nasi inwestorzy czy inne podmioty działające na rynku nieruchomości praktycznie w ogóle nie mogą korzystać z profesjonalnie przygotowywanych, obiektywnych i weryfikowalnych źródeł informacji o rynku, na którym działają. Jest to ogromne utrudnienie sprawiające, że podmioty te muszą na dobrą sprawę samodzielnie analizować zjawiska na rynku nieruchomości a tym samym posiadać znacznie większą wiedzę niż ich koledzy np. z krajów UE. Jest oczywiście, że takiej wiedzy posiadać nie mogą.

4.5. Średnie stopy zwrotu z nieruchomości w Polsce w świetle badań

Operowanie dużymi zbiorami danych pozwala wyeliminować wpływ przypadkowych czy jednostkowych odchyłeń poziomu poszczególnych cech od wielkości przeciętnych i tym samym uniknąć błędów szacowania tych wielkości przeciętnych. Przesłanka ta legła u podstaw podjęcia szerokiej obserwacji rynku nieruchomości w zakresie jego głównych elementów.

¹³ Jedyne badania, dotyczące liczby zawartych transakcji prowadzi Instytut Rozwoju Miast.

Celem prowadzenia tych badań nie było dostarczenie narzędzi do analiz inwestycyjnych czy wyceny nieruchomości, a jedynie ocena ogólnych zmian i tendencji na rynku nieruchomości głównie w zakresie uzyskiwanych jednostkowych cen transakcyjnych i stawek czynszów; zakres gromadzonych informacji i sposób ich gromadzenia dostosowane były do tego celu. Tworzona baza danych jest dopiero w budowie.

Przedstawiona dalej analiza obejmuje tylko około 1,5 roku, tj. od drugiej połowy 2002 r. Jest to z pewnością okres zbyt krótki na zgromadzenie dostatecznej liczby informacji i tym samym przeprowadzenie prawidłowego wnioskowania statystycznego. Łącznie obejmuje ona już dużą liczbę obserwacji, ale odnoszących się tylko do kilku dużych segmentów rynku nieruchomości i tylko kilku rynków lokalnych. Ponadto na niektórych rynkach liczba obserwacji w poszczególnych segmentach nie była wystarczająca (poniżej 30 obserwacji). W tej sytuacji należy zastrzec, że zaprezentowane wyniki nie mogą być bezpośrednio wykorzystane do celów praktycznych, mogą natomiast stanowić pewną ilustrację zjawisk zachodzących na rynku nieruchomości.

W tab. 4.1–4.2 przedstawiono średnią cenę transakcyjną i średnią stawkę czynszu najmu. Wielkości te przedstawiono dla 18 dużych miast i osobno dla 7 wybranych segmentów rynku nieruchomości:

- budynki i lokale biurowe w ścisłym centrum miast (bez względu na standard),
- budynki i lokale biurowe na pozostałym obszarze (bez względu na standard),
- lokale handlowe w centrach i kompleksach handlowych,
- lokale handlowe na parterach budynków mieszkalnych,
- apartamenty – mieszkania o wysokim standardzie (zarówno w starych budynkach, jak i nowych wznoszonych przez deweloperów),
- mieszkania standardowe (głównie w tzw. blokach wznoszonych w latach 1960–1990),
- mieszkania w starych kamienicach (głównie są to mieszkania substandardowe ale grupa ta jest bardzo zróżnicowana).

Do obliczenia przeciętnych stóp zwrotu oprócz wysokości cen i czynszów uwzględnić należy jeszcze koszty utrzymania nieruchomości ponoszone przez właściciela. W naszych warunkach standardowy udział tych kosztów we wpływach z czynszu szacuje się na około 25% dla nieruchomości mieszkaniowych i od 30 do 40% dla nieruchomości komercyjnych (biurowych i handlowych). W tab. 4.3 i na wykresie 4.11 przedstawiono szacunki przeciętnych stóp zwrotu obliczonych przy standardowych kosztach utrzymania dla różnych typów nieruchomości, a także dla kilku wybranych dużych miast.

Tabela 4.1

Średnie ceny jednostkowe i średnie stawki czynszów lokali biurowych i handlowych

Miasto	Lokale biurowe				Lokale handlowe			
	średnia cena (zł/m ²)		średni czynsz (zł/m ²)		średnia cena		średni czynsz	
	w centrach miast	pozostałe	w centrach miast	pozostałe	centra handlowe	partery budynków mieszk.	centra handlowe	partery budynków mieszk.
Białystok	2 487	1 547	29,3	14,5	4 025	2 580	76,0	30,8
Bydgoszcz	1 781	1 365	24,3	16,2	2 410	1 865	68,8	35,1
Częstochowa	1 687	1 160	20,6	13,1	4 820	1 780	94,0	21,8
Gdańsk	2 970	1 963	30,8	16,3	2 640	2 400	65,5	34,0
Jelenia Góra	1 600	1 200	13,7	15,8	3 850	1 770	53,5	52,2
Katowice	1 595	1 100	37,4	17,3	2 160	1 192	108,0	72,0
Kielce	3 452	2 080	34,0	27,0	2 640	2 320	80,6	27,4
Koszalin	1 309	1 298	26,3	14,0	3 946	2 116	69,7	48,5
Kraków	2 988	2 100	55,0	35,0	.	.	.	.
Lublin	3 528	2 127	88,0	31,3	3 800	2 200	96,0	58,0
Łódź	1 827	1 347	36,8	18,7	1 535	1 299	47,0	14,0
Olsztyn	2 163	1 620	24,6	16,0	2 550	1 970	28,0	28,0
Opole	3 067	2 017	42,2	21,1	5 775	3 160	108,0	76,5
Poznań	2 822	2 035	43,3	24,1	3 195	2 548	68,7	38,4
Rzeszów	1 893	1 727	35,1	15,3	3 100	2 510	60,0	29,0
Szczecin	3 540	2 487	44,5	22,3	5 080	5 250	108,0	72,0
Warszawa	5 533	3 067	62,1	29,3	5 360	3 812	129,0	46,4
Wrocław	3 558	2 720	45,0	24,6	3 990	2 458	82,0	31,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ofertowych zebranych przez Zespół ds. Banku Hipotecznego PKO BP.

Tabela 4.2

Średnie ceny jednostkowe i średnie stawki czynszów lokali mieszkalnych

Miasto	Lokale mieszkalne					
	średnia cena (zł/m ²)			średni czynsz (zł/m ² /m-c)		
	apartamenty	mieszkania standardowe	mieszkania w kamienicach	apartamenty	mieszkania standardowe	mieszkania w kamienicach
Białystok	2 698	1 388	1 350	19,7	15,4	14,2
Bydgoszcz	2 324	1 558	1 222	20,3	11,7	14,9
Częstochowa	2 007	1 247	1 000	15,4	10,8	6,9
Gdańsk	4 637	2 151	2 043	28,9	15,3	17,1
Jelenia Góra	2 336	1 300	.	17,0	12,0	.
Katowice	2 603	1 330	1 097	35,4	20,8	16,9
Kielce	2 320	1 400	1 660	25,0	17,0	18,1
Koszalin	2 151	1 426	1 338	16,5	10,5	11,6
Kraków	5 860	2 280	3 172	66,0	24,0	27,5
Lublin	3 220	1 729	1 516	40,7	12,3	17,0
Łódź	2 323	1 517	1 093	26,3	14,9	11,9
Olsztyn	2 300	1 383	1 000	43,4	14,2	15,1
Opole	2 427	1 707	1 673	25,1	16,8	17,4
Poznań	3 611	2 342	2 303	33,7	18,7	15,7
Rzeszów	2 573	2 013	1 660	20,2	11,5	9,3
Szczecin	3 360	2 105	1 583	52,3	19,0	15,7
Warszawa	4 774	3 417	4 117	42,2	33,7	32,8
Wrocław	4 697	2 060	1 989	35,1	24,1	19,7

Źródło: jak w tab. 4.1.

Średnie stopy zwrotu z inwestycji dla różnych typów nieruchomości (w %)

Wyszczególnienie	Lokale mieszkalne			Lokale biurowe		Lokale handlowe	
	apartamenty	standardowe	w kamienicach	w centrach miast	poza centrum	centra handlowe	partery budynków mieszk.
III kw. 2002	9,2	8,2	10,1	12,8	10,1		
III kw. 2003	9,1	8,2	8,6	12,1	9,9	17,3	13,6
I kw. 2004	9,0	8,0	8,1	12,4	9,9	14,8	13,1

Źródło: jak w tab. 4.1.

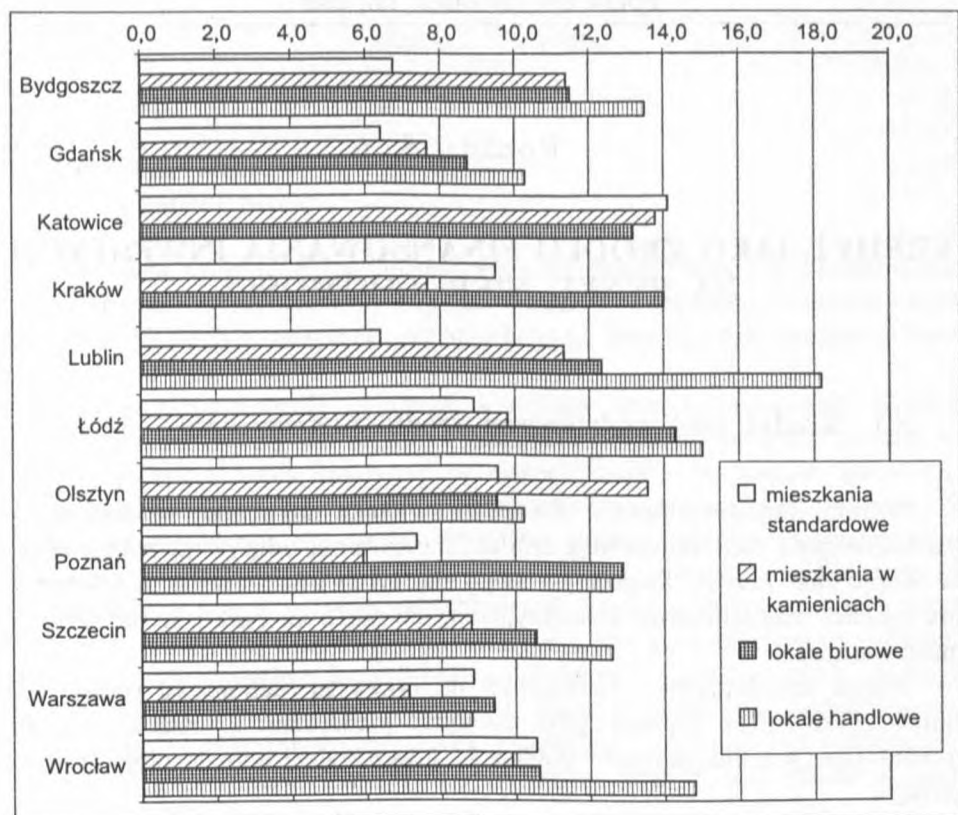
Niewątpliwie do przedstawionych wyników można zgłosić szereg zastrzeżeń. Już na pierwszy rzut oka widać duży rozrzut obliczonych stóp zwrotu, nie znajdujących uzasadnienia w ocenie atrakcyjności poszczególnych miast. Rozrzut ten wynika z rodzaju zbieranych informacji i sposobu ich gromadzenia. Przede wszystkim chodzi tu o następujące cechy badania:

- brak weryfikacji danych źródłowych;
- brak możliwości oceny reprezentatywności nieruchomości, których dotyczyły dane;
- brak tożsamości zbiorów nieruchomości, będących przedmiotem sprzedaży i przedmiotem wynajmu (dane o cenach sprzedaży dotyczyły innych nieruchomości niż dane o czynszach);
- niedostateczna liczba obserwacji w niektórych segmentach i na niektórych rynkach.

Z pewnością cechy te spowodowały, że w wielu przypadkach, oprócz zbyt małej liczby obserwacji, badanie nie miało charakteru reprezentatywnego. Prawdopodobnie zdarzyły się sytuacje, w których wystąpiły bądź odnotowano tylko transakcje tańszymi nieruchomościami, natomiast dominowały czynsze przeciętne lub nawet wyższe od przeciętnych, prawdopodobnie także zdarzyły się sytuacje odwrotne.

Mimo tych zastrzeżeń, przedstawione wyniki pozwalają na sformułowanie pewnych wniosków ogólnych:

- przeciętne stopy zwrotu określone na podstawie średnich cen transakcyjnych i średnich stawek czynszów wykazują znaczne zróżnicowanie przestrzenne i w zależności od rodzaju nieruchomości;
- stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe są generalnie najniższe, najwyższe natomiast osiągnęte są przy nieruchomościach handlowych;
- przeciętne stopy zwrotu na rynku warszawskim są niższe niż w pozostałych miastach.



Wykres 4.11. Roczna stopa zwrotu z dochodu (w %) dla różnych grup nieruchomości w dużych miastach

Źródło: jak w tab. 4.1.

Jeszcze raz trzeba zastrzec, że zaprezentowane wyniki nie mogą być bezpośrednio wykorzystane ani na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnych, ani przy wycenie nieruchomości, mogą natomiast być elementem poszerzenia ogólnej wiedzy o rynku nieruchomości.

Przydatność tego rodzaju badań mogłaby być zdecydowanie większa, gdyby zapewnić weryfikację danych źródłowych, ocenę ich reprezentatywności i rozszerzenie zakresu gromadzonych informacji. Z pewnością można to osiągnąć, gromadząc dane dostarczane przez rzeczoznawców majątkowych. Potwierdza to sformułowaną wcześniej tezę, że konieczne jest stworzenie instytucjonalnych form gromadzenia danych i analizowania rynku nieruchomości pod kątem uzyskiwanych cen, czynszów, a w efekcie także stóp zwrotu z inwestycji w nieruchomości.

Rozdział 5

KREDYT JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

5.1. Kredyt jako podstawowe źródło finansowania

Wysoka kapitałochłonność inwestycji na rynku nieruchomości powoduje, że dominującą rolę na obszarze źródeł finansowania odgrywają źródła obce, a wśród nich kredyt. Sięgają po niego nie tylko inwestorzy i deweloperzy na rynkach nieruchomości komercyjnych, ale także na rynku nieruchomości mieszkalnych.

Wśród deweloperów i inwestorów na rynku nieruchomości panuje zasada: „jeśli tylko możesz, płacć cudzymi pieniędzmi”. Oznacza to, że preferowane jest finansowanie działalności inwestycyjnej poprzez dług, głównie kredyt.

Warto podkreślić, iż wykorzystywanie w finansowaniu inwestycji w nieruchomości kapitału obcego niesie za sobą szereg dodatkowych zalet. Jako główne można wymienić:

- zmniejszenie ryzyka inwestowania. Inwestor zaciągając kredyt zmniejsza ponoszone przez siebie ryzyko rynku poprzez włączenie kredytodawcy, na którego przetrzuca część ryzyka. Jest to bardzo istotne np. w sytuacji, gdy bieżące dochody z nieruchomości okażą się niewystarczające do pokrycia obsługi długu;

- korzyści podatkowe. Zmniejszenie podstawy opodatkowania o koszt kredytu zmniejsza wysokość należnego podatku dochodowego. Jeśli inwestor korzysta z kredytu, spłaty odsetek są odejmowane od podstawy opodatkowania;

- dzięki kredytowaniu inwestor może mieć kontrolę nad nieruchomością o dużej wartości pomimo finansowania niewielkim kapitałem własnym;

- korzystanie z kredytu umożliwia zadziałanie efektu dźwigni finansowej. Efekt dźwigni finansowej mierzony jest dodatnimi lub ujemnymi wskaźnikami rentowności kapitału własnego. Wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE (*return of equity*) wyraża się wzorem:

$$ROE = \frac{Zn}{Kw} \times 100\%$$

gdzie:

Zn – zysk netto,

Kw – kapitał własny.

Dźwignia finansowa jest następstwem mieszanej struktury finansowania projektów inwestycyjnych, tj. kapitału własnego z udziałem kapitału obcego pochodzącego z pożyczek, emisji obligacji, leasingu lub kredytów bankowych.

Rynek nieruchomości wymaga kredytów długoterminowych. Kredyt hipoteczny mieszczący się w grupie kredytów długoterminowych, oddziałuje silnie na finansowanie inwestycji w nieruchomości. W bogatej literaturze dotyczącej kredytów hipotecznych spotykamy dwa sposoby definiowania tej formy finansowania inwestycji. Pierwsza grupa definicji wypunktowuje przymiotnik „hipoteczny”, jako główny określnik różnicujący. Wiąże się to z hipoteką – formą prawną zabezpieczenia kredytu. Hipoteka, czyli wpis w księdze wieczystej dotyczący nieruchomości, jest zabezpieczeniem roszczeń kredytodawcy względem kredytobiorcy, właściciela nieruchomości¹. „Kredyt hipoteczny wyróżnia się spośród innych form kredytowania podstawowym założeniem – zabezpieczeniem przez hipotekę, tj. powiązanie przedmiotu kredytu z przedmiotem zabezpieczenia, które determinuje wszystkie jego cechy pozostałe”²:

- możliwość długiego okresu spłaty kredytu;
- relatywnie niskiego oprocentowania, ze względu na mały stopień ryzyka kredytowego;
- możliwość sprzedaży wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie bezpośrednio na rynku kapitałowym lub za pomocą listów zastawnych.

Dyskusyjne w przypadku definiowania kredytu hipotecznego poprzez zabezpieczenie hipoteczne jest powiązanie go z przedmiotem zabezpieczenia, bowiem np. w przypadku udzielania kredytu hipotecznego gminom na sfinansowanie inwestycji rzeczowych jako zabezpieczenie służą hipoteki na nieruchomościach gmin (tzw. hipoteczne kredyty komunalne)³.

Drugi sposób definiowania kredytu hipotecznego wiąże go z procesem sekurytyzacji, tj. z procesem na rynku kapitałowym, poprzez który na bazie określonych wierzytelności konstruowane są emisje papierów wartościowych.

¹ W. J. Brzeski, *Kredyt hipoteczny w Polsce. Doświadczenia i perspektywy*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 1995, s. 8.

² A. Gąsowska, *Bankowość hipoteczna*, Poltex, Warszawa 2000, s. 12.

³ *Ibidem*, s. 12–13.

Instytucje finansowe dokonują refinansowania tych kredytów na rynkach kapitałowych, np. dla banków hipotecznych czy *mortgage societies*.

Z dwóch przedstawionych definicji kredytu hipotecznego bardziej popularna jest definicja pierwsza (prawna), chociaż druga pełniej oddaje istotę zarówno samego kredytu, jak i bankowości hipotecznej.

Rozpatrując kredyt hipoteczny, z punktu widzenia kredytobiorcy najchętniej widzianym rozwiązaniem jest spłata kredytów w systemie rat annuitentowych. Stała kwota miesięczna, stanowiąca spłatę kapitału kredytowego i odsetek, pozwala na długofalowe uwzględnienie jej i potraktowanie jako trwałego strukturalnego wydatku. System annuitetu ma sens wtedy, jeśli stopa kredytu jest stała⁴. Stałe stopy procentowe i tym samym stała kwota spłaty ma znaczenie również psychologiczne, które podkreśla się głównie w finansowaniu inwestycji na rynku nieruchomości. Kredytobiorcy w przypadku zmiennych stóp oprocentowania obawiają się nagłego wzrostu stopy oprocentowania, który może utrudnić zdolność obsługi kredytu, z tego względu część kredytobiorców rezygnuje z zaciągania tego kredytu, mimo że ich bieżące dochody pozwalają na jego obsługę. Istnieje również cały szereg innych pożądaných przez kredytobiorców cech kredytu, np. wysokość wkładu własnego, karencja w spłacie, okresowe zawieszanie spłaty odsetek, zmiana waluty kredytu w trakcie obowiązywania umowy kredytowej. Godne zauważenia i podkreślenia jest to, że na kredycie hipotecznym bazuje finansowanie nieruchomości we wszystkich krajach Unii Europejskiej⁵. W Niemczech, kraju, gdzie istnieją silnie rozwinięte programy socjalne, wspierane jest za pomocą kredytów hipotecznych mieszkalnictwo. Doświadczenia innych krajów europejskich również potwierdzają wpływ pożądaných cech kredytu hipotecznego na wzrost zainteresowania ludzi inwestowaniem w nieruchomości⁶.

W krajach o gospodarkach rynkowych stworzono takie systemy finansowania, które umożliwiają nabycie własnego mieszkania czy budowę domu przy wysokim udziale kredytów oraz spłacanie tych kredytów w długim okresie aktywności zawodowej. Kredytem posługują się więc na ogół ludzie młodszy, którzy nie posiadają jeszcze odłożonego kapitału, natomiast ludzie starsi przemieszczają się do mniejszych, a tym samym tańszych mieszkań, kupowanych za gotówkę powstałą np. ze sprzedaży spłaconych już mieszkań,

⁴ A. Raczko, *Makroekonomiczne uwarunkowania bankowej oferty kredytów hipotecznych*, Drugie Ogólnopolskie Forum Budownictwa, Warszawa, marzec 2001.

⁵ Por.: P. Drewicz-Tułodziecka, *Finansowanie budownictwa kredytem mieszkaniowym w Polsce*, [w:] *Bariery rozwoju rynku nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, Absolwent, Łódź 2001.

⁶ W Niemczech nabywanie i utrzymywanie nieruchomości mieszkaniowych pochodzi w 90% z wolnego rynku, a największą część stanowi finansowanie kredytem hipotecznym. Zob. W. J. Brzeski, *op. cit.*, s. 10.

na które kiedyś brali kredyt. Zadaniem sprawnie działającego systemu finansowania mieszkalnictwa jest utworzenie takiego instytucjonalnego systemu, który umożliwiłby finansowanie kredytu hipotecznego oszczędnościami, w tym spłatami istniejących już kredytów, by mogli wykorzystywać go ludzie młodzi dla sfinansowania swoich potrzeb mieszkaniowych⁷.

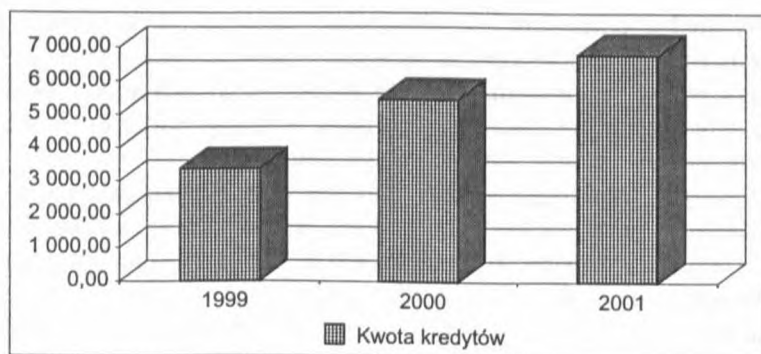
Niestety, jak wiadomo, systemy finansowania mieszkalnictwa w krajach o rozwiniętych gospodarkach rynkowych różnią się zasadniczo od systemów w krajach dopiero transformującymi swoją gospodarkę do modeli wolnego rynku. Chociaż źródła pochodzenia kapitałów na polskim rynku mieszkaniowym są jeszcze znacząco odmienne niż w krajach zachodnich, podlegają one pozytywnym zmianom. O ile do 1996 r. suma udzielanych kredytów o oprocentowaniu rynkowym wynosiła 653 mln zł, to w początkach 1998 r. już ponad 30 kredytodawców prowadziło działalność na rynku finansowania mieszkalnictwa, udzielając oprocentowanych rynkowo kredytów hipotecznych na łączną kwotę 3,9 mld. Jednak pomimo znacznego wzrostu (na koniec 1998 r. wielkość polskiego rynku hipotecznego szacowano na około 8,2 mld zł) rynek hipoteczny wynosił tylko 1,6 PKB⁸. Pomimo nienajlepszej kondycji gospodarki polskiej po 2000 r. liczba udzielanych kredytów wzrastała, co wiązało się ze znacznym spadkiem oprocentowania, które w największych bankach wynosiło 10–11%. O ile w 1999 r. globalna kwota kredytów mieszkaniowych udzielonych klientom indywidualnym wynosiła 3 mld 371, 9 mln zł, w 2000 r. zwiększyła się do 5 mld 460 mln zł, co oznaczało wzrost o ponad 2 mld zł. W 2001 r. wzrost już nie był tak znaczny, bowiem kwota udzielonych kredytów wyniosła 6 mld 811 mln zł. Pomimo że przy zestawieniu danych z liczbą oddawanych mieszkań już w 2001 r. pojawiła się tendencja wzrostu do 105 tys. (wobec około 80 tys. w latach poprzednich), trzeba jednak wciąż pamiętać, że z kredytów hipotecznych finansowane jest tylko około 20% mieszkań⁹. Obecnie udział kredytów hipotecznych przekroczył 4% PKB.

Wśród największych banków uniwersalnych najważniejszymi kredytodawcami na polskim rynku kredytów hipotecznych są PKO BP S.A. i PEKAO S.A. (por. tab. 5.1). Poza nimi największe udziały mają banki powstałe z połączenia dwóch lub więcej podmiotów. Rozpatrując udział poszczególnych banków w udzielaniu kredytów hipotecznych pod względem wartościowym, można zauważyć, iż ich wartość jest ściśle powiązana z ilością. W tym zakresie widoczna jest zdecydowana przewaga PKO BP S.A. i PEKAO S.A., BPH PBK S.A., bowiem mają one ponad 50% udziałów w rynku.

⁷ W. J. Brzeski, *op. cit.*, s. 10.

⁸ *Globalne modele mieszkalnictwa. Który model jest najlepszy dla Polski*, M. J. Lea, The Urban Institute, Fundacja Krakowski Instytut Nieruchomości, listopad 1999, s.1.; www.kin.cc.pl.

⁹ Zob.: M. Pawlak, *Z umiarkowanym optymizmem*, „Home& Market”, marzec 2003, s. 98.



Wykres 5.1. Łączna wartość kredytów udzielonych przez największe banki klientom indywidualnym w latach 1999–2001

Źródło: IAGE, LG, Petro Bank.

Tabela 5.1

Kredyty mieszkaniowe udzielone w 2002 r. przez dziesięć największych banków w Polsce

Nazwa banku	Wartość udzielonych kredytów budowlanych i hipotecznych w tys. zł		Liczba udzielonych kredytów budowlanych i hipotecznych dla	
	klienci indywidualni	firmy dewelopersko-budowlane	klientów indywidualnych	firm deweloperów
PKO Bp S.A.	1 857 460	266 367	36 037	137
PEKAO S.A.	1 498 000	4 370	23 233	3
PBH PBK S.A.	995 000		12 300	
LG Petro Bank S.A.	190 831		2 849	
BANK ROZWOJU BUDOWNICTWA MIESZKANIOWEGO S.A.	105 515	7 250	1 186	5
BANK GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ	82 000	6 787	1 168	168
BANK POCZTOWY S.A.	12 468	2 450	391	8
GOSPODARCZY BANK WIELKOPOLSKI S.A.	12 244	1 093	291	2
BANK PRZEMYSŁOWY S.A.	4 183		119	
GE BANK MIESZKANIOWY S.A.	739 289 + 180 385\$		5 911	

Źródło: IAGE, LG Petro Bank.

W ofertach kredytowych tych banków wyróżnić można następujące zasady¹⁰:

- większość kredytów kierowana jest do osób fizycznych, ale może je także uzyskać osoba prawna (np. deweloper) na budowę domu mieszkalnego jedno- lub wielorodzinnego z przeznaczeniem na sprzedaż;
- z kredytów można finansować zarówno budowę nowego obiektu mieszkalnego, jak i finansować transakcje na wtórnym rynku mieszkaniowym;
- najczęściej spotykana forma zabezpieczenia kredytu to wpis hipoteczny na finansowanej nieruchomości (działce, budynku, budowli);
- kredyty przyznawane są w złotych lub denominowane w innej walucie – głównie USD lub Euro;
- minimalny wkład własny kredytobiorcy oscyluje pomiędzy 0–40% kosztów inwestycji w zależności od kategorii budynku i wymagań klienta;
- kredyty mają zróżnicowany okres spłaty, najkrótszy dla kredytów budowlanych, z reguły do 2 lat, dla pozostałych od 10 do 15 lat, ale bywają też możliwości rozłożenia spłat do 30 lat;
- przeważają spłaty kredytów i odsetek w okresach miesięcznych, w wyjątkowych przypadkach stosowane są zasady systemu odraczania spłaty części należności, polegającej na dopisywaniu do kapitału nie spłaconych w terminie odsetek;
- prowizje pobierane przez kredytodawców oscylują pomiędzy 1–3% kwoty przyznawanych kredytów, a oprocentowanie wykorzystanego kredytu ustalone jest z reguły według zmiennej stopy, chociaż zdarzają się także wyjątki, zazwyczaj w przypadku kredytów krótkoterminowych.

Rynek kredytów hipotecznych charakteryzuje się dość bogatą ofertą, dla niektórych banków jest to główna usługa świadczona klientom, podczas gdy banki traktują ten rodzaj kredytowania jako tylko jedną ze swoich ofert. Od 1 stycznia 2002 r., w związku z wymianą 12 walut europejskich na Euro, banki udzielające kredytów w walutach krajów UE, denominowały wszystkie rachunki prowadzone w walutach obcych na Euro. Tym samym zlikwidowano prawie do minimum ryzyko kursowe.

5.2. Modele finansowania nieruchomości

W gospodarce rynkowej podstawowym źródłem finansowania inwestycji w nieruchomości jest kredyt hipoteczny. Biorąc pod uwagę źródła pochodzenia kredytu, w literaturze przedmiotu wyróżniono modele finansowania nieru-

¹⁰ W. Otta, *Działalność kredytowa banku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998, s. 30.

chomości. Autorem jednej z klasyfikacji jest Badhuin. Wyróżnił on dwa podstawowe, alternatywne modele finansowania nieruchomości¹¹:

Model wyspecjalizowanych instytucji, których działalność została oparta a zarazem ograniczona do finansowania nieruchomości za pomocą uregulowań prawnych, składa się z następujących kredytodawców:

- banki hipoteczne, które udzielają długoterminowych kredytów na cele inwestycyjne w nieruchomości, pozyskując potrzebne środki finansowe na rynku kapitałowym;

- kasy mieszkaniowe lub kasy budowlane, posługujące się systemem kontraktowym. Podstawą działalności tego systemu jest zawieranie specjalnych umów, w których instytucje te zobowiązują się do udzielenia kredytu na finansowanie nieruchomości w zamian za wykonanie określonych zobowiązań oszczędnościowych ze strony przyszłych kredytobiorców. Kredytodawcami są kasy mieszkaniowe lub kasy budowlane. System ten szczególnie dobrze rozwinął się i funkcjonuje w Niemczech.

Model instytucji, dla których kredyt hipoteczny jest jednym z wielu obszarów działania, dotyczy np.:

- banków uniwersalnych-komercyjnych,
- banków spółdzielczych,
- kas oszczędnościowych,
- instytucji ubezpieczeniowych,
- funduszy emerytalnych.

Podobny podział modeli finansowania nieruchomości z uwzględnieniem nieruchomości mieszkaniowych prezentują M. J. Lea i D. Diamond. W swojej pracy na temat: *Finansowanie mieszkalnictwa w krajach rozwiniętych: porównywanie wydajności systemów w różnych krajach (Housing Finance In Developed Countries: An International Comparison of Efficiency)*¹², wyróżnili:

- model banku hipotecznego – finansowanie przez listy zastawne, specjalistyczne instytucje kredytowe;

- model oszczędzania kontraktowego – wyspecjalizowane instytucje oferujące dotowane kredyty powiązane z programem oszczędzania;

- model banku uniwersalnego (komercyjnego) – finansowanie z depozytów przez zróżnicowanych kredytodawców;

- model rynku wtórnego (sekurytyzacji) – emisja papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych, – instytucja rynku wtórnego pożyczającego lub skupującego kredyty od kredytodawców pierwotnych.

Zdaniem M. J. Lea najważniejszy model finansowania nieruchomości mieszkaniowych będzie w dużym stopniu zależał od warunków panujących

¹¹ Za: C. Steiner, *Immobilienfinanzierung in den Länder der Europäischen Gemeinschaft*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1990, s. 34–36.

¹² „Journal of Housing Research” 1992, vol. 3, 1.

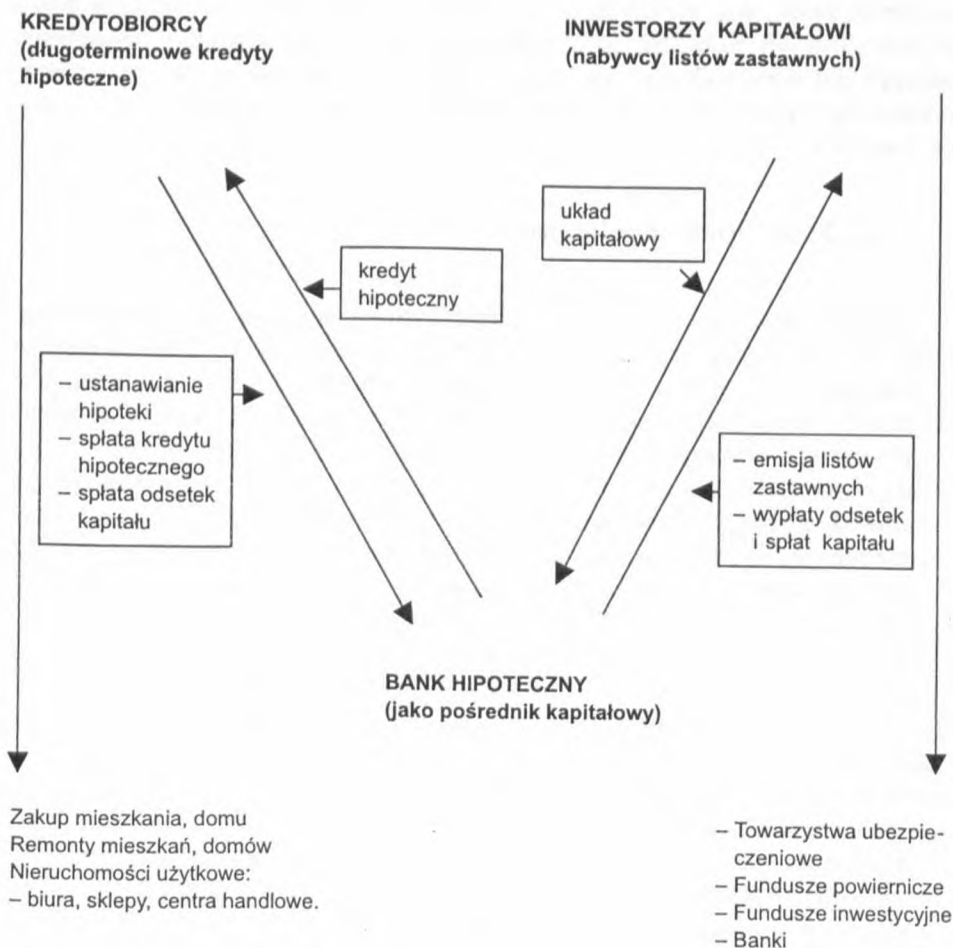
w danym kraju, a w szczególności od stanu rynku pierwotnego nieruchomości mieszkaniowych oraz od otoczenia prawnego i regulacyjnego. Generalnie najlepiej jest wprowadzać modele, które zostały sprawdzone przez konkurencję, przetrwały trudne okresy gospodarcze i potrzebują jak najmniejszej dotacji od państwa.

5.2.1. Model banku hipotecznego

Banki hipoteczne to instytucje wyspecjalizowane, których zasadniczym celem jest udzielanie kredytów zabezpieczonych hipoteką. Podstawową cechą wyróżniającą je od banków uniwersalnych jest to, że nie prowadzą one rachunków rozliczeniowo-szczędnościowych, nie udzielają kredytów konsumpcyjnych, nie oferują swoim klientom kart kredytowych. Jediną formą działalności tych banków jest udzielanie przede wszystkim kredytów mieszkaniowych i kredytów na realizację inwestycji w nieruchomości komercyjne. Odmiennie też niż w bankach uniwersalnych przebiega proces refinansowania działalności kredytowej. O ile banki uniwersalne refinansują swoją działalność kredytową środkami z lokat, to banki hipoteczne czerpią środki na refinansowanie kredytów z listów zastawnych – nowego, na polskim rynku, rodzaju papierów wartościowych, do których emisji mają prawo wyłącznie banki hipoteczne. Taki rodzaj refinansowania kredytów przez banki hipoteczne ma na celu zapewnić im, w dłuższej perspektywie czasu, niższe oprocentowanie kredytów, dzięki czemu będą mogły występować z bardziej atrakcyjną ofertą dla potencjalnych kredytobiorców.

Funkcjonowanie modelu banków hipotecznych, w sposób uproszczony, przedstawił R. Diedrigkeit: „jest to system gromadzenia i używania kapitału, funkcjonuje w następujący sposób: właściwe instytucje kredytowe udzielają kredytów hipotecznych swoim klientom i jako zabezpieczenie żądają wystawienia listów hipotecznych, w których dokumentowany jest dług, bądź też udzielają kredytów instytucjom komunalnym pod zapis długu. Na podstawie listów hipotecznych i komunalnych zapisów długu banki hipoteczne emitują papiery wartościowe w formie listów zastawnych i obligacji komunalnych, które są oferowane w sprzedaży na rynku kapitałowym w zamian za długoterminowe środki finansowe. Przy użyciu tak zgromadzonego kapitału finansowane są znowu hipoteki i kredyty komunalne; w ten sposób powstaje nieprzerwany obieg między udzielaniem kredytów a emitowaniem listów zastawnych i obligacji komunalnych”¹³. Schemat funkcjonowania banku hipotecznego przedstawia rys. 5.1.

¹³ R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1993, s. 125.



Rys. 5.1. Schemat funkcjonowania banku hipotecznego

Źródło: A. Gąsowska, *Bankowość hipoteczna*, Szkoła Główna Handlowa, Poltext, Warszawa 2000, s. 24.

Idea powołania banku hipotecznego zrodziła się już w XIX w. Z inicjatywą wystąpił polski ekonomista Ludwik Wołowski, współtwórca pierwszego banku hipotecznego w Paryżu, pod nazwą Banque fonciere de Paris, societe de credit foncier¹⁴. Idea ta dosyć szybko przyjęła się w innych krajach. Największe

¹⁴ R. W. Kaszubski, M. Olszak, *Bank hipoteczny. Zagadnienia prawne*, Difin, Warszawa 2000, s. 17, zob. również: K. Kanigowski, *Bank Hipoteczny a rynek nieruchomości*, Biblioteka Bankowa, Twigger, Warszawa 2001, s. 39.

tradycje w rozwoju bankowości hipotecznej i emisji listów zastawnych mają Niemcy. Ich doświadczenia wpłynęły na uchwaloną w Polsce w 1997 r. ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych, która otwierała drogę do rozwoju modelu banku hipotecznego.

Przepisy prawne dotyczące tworzenia banków hipotecznych są tylko w części regulowane przez ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Zgodnie bowiem z zawartym w niej art. 10 do zasad tworzenia, organizacji i działania banków hipotecznych w Polsce stosowane są także przepisy art. 27 ustawy o Narodowym Banku Polskim i art. 13 ust. 1 i art. 21–29 ustawy Prawo bankowe. W ustawie Prawo bankowe ustawodawca ustanawia, że banki w Polsce mogą być instytucjami państwowymi, spółdzielczymi albo stworzonymi w formie spółek akcyjnych. „Zgodnie z art. 9 ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, bank hipoteczny może być utworzony wyłącznie w formie spółki akcyjnej, Nazwa banku określana jest w jego statucie i musi zawierać dodatkowo słowa: „bank hipoteczny”, aby wyraźnie odróżnić go, jako bank specjalistyczny, od banków uniwersalnych¹⁵. Bank, który tworzony jest w formie spółki akcyjnej, musi otrzymać zezwolenie Komisji Nadzoru Bankowego, wydawane za zgodą Ministra Finansów, z zachowaniem trybu kodeksu spółek handlowych. Założycielami takiego banku mogą być osoby fizyczne lub prawne, a liczba założycieli nie może być mniejsza niż trzech (art. 13 prawa bankowego). Przepis ten nie ma zastosowania, jeśli założycielem banku hipotecznego jest bank krajowy lub zagraniczny, może być on jednoosobowym założycielem i właścicielem takiego banku. Bank może zostać utworzony, jeśli zapewniono jego wyposażenie i pomieszczenia dla jego funkcjonowania, a kapitał założycielski nie może pochodzić z pożyczek, kredytu lub źródeł nieudokumentowanych. Kapitał założycielski, który wnoszą założyciele banku, nie może być niższy niż 50 mln euro, obliczony w złotych, liczonych po aktualnym kursie NBP, obowiązującym w dniu wydania zezwolenia na utworzenie. Ponieważ żadna z ustaw, które wpływają na założenie banku hipotecznego i jego strukturę, nie mówi o możliwości jego przekształcenia z funkcjonującego banku uniwersalnego w bank hipoteczny, należy przypuszczać, że nie jest to niemożliwe, po spełnieniu przez bank uniwersalny następujących warunków: wyposażenia w fundusze własne w wielkości wymaganej dla banków hipotecznych, dostosowania swojego statutu do wymagań, jakim musi odpowiadać bank hipoteczny, w tym zgodnie z art. 15 ust. 1 i art. 16 ustawy o listach zastawnych i banku hipotecznym oraz określenia przedmiotu i zakresu swojego działania.

Dokładny zakres czynności banku hipotecznego sprecyzowany został w dz. III rozdz. 2 art. 12–26 ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Banki hipoteczne wyróżniają się wyspecjalizowaniem w udzielaniu kredytów

¹⁵ K. Kanigowski, *op. cit.*, s. 71.

hipotecznych oraz refinansowaniu tej działalności na rynku kapitałowym za pomocą specjalistycznych papierów wartościowych, które najczęściej mają swoje pokrycie w hipotekach zabezpieczających udzielone kredyty.

Podstawową działalnością banków hipotecznych jest udzielanie kredytów hipotecznych na zakup, remont mieszkania, a także na zakup i remont nieruchomości użytkowych oraz emisja listów zastawnych, mających pokrycie w hipotekach ustanowionych na rzecz banku i innych bankowych papierów wartościowych.

Dla praktycznego funkcjonowania listów zastawnych, zarówno w przeszłości, jak i obecnie, musi być spełnionych kilka warunków, które stanowią o powodzeniu działalności całego omawianego modelu. Hipoteczne listy zastawne są zdefiniowane w dz. II, art. 3 ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych następująco: hipoteczny list zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami, w którym to liście bank hipoteczny zobowiązuje się wobec uprawnionego do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych. W art. 7 dopuszcza się możliwość emisji listu zastawnego w formie dokumentu lub w formie zapisu komputerowego (forma zdematerializowana). Jednak w takim przypadku dane podstawowe dotyczące listu (patrz dz. II art. 6 ustawy) powinny być umieszczone w treści świadectwa depozytowego albo innego dokumentu wydanego przez bank hipoteczny osobie uprawnionej. List zastawny może być emitowany w całości lub w odcinkach. Do zasad emisji, obrotu i wykupu listów zastawnych mają także odniesienie przepisy prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz ustawy z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Ponadto Rada Ministrów może określić, na drodze rozporządzenia, szczególny tryb i warunki wprowadzenia listów zastawnych do publicznego obrotu. Rozporządzenie powinno w szczególności określać zakres obowiązków informacyjnych tak, aby umożliwić inwestorom rzetelną ocenę sytuacji finansowej i gospodarczej emitenta.

Z ekonomicznego punktu widzenia wspólną cechą listów zastawnych jest fakt, że służą one jako instrument do refinansowania kredytów. Natomiast z prawnego punktu widzenia są to papiery dłużne instytucji kredytowej, która emituje je na podstawie kredytów zabezpieczonych hipoteką. Na mocy ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych bank hipoteczny może refinansować kredyty zabezpieczone hipoteką oraz nabyte wierzytelności innych banków jedynie do 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, a wysokość pojedynczego kredytu zabezpieczonego hipoteką nie może przekroczyć 80% tej wartości. Do zapewnienia bezpieczeństwa listów zastawnych mają przyczynić się ustawowe uregulowania, jak:

– zasada łącznej granicy obiegu, jest to stosunek ogólnej wartości znajdujących się w obiegu listów zastawnych do wielkości kapitału własnego banku hipotecznego;

– zasada specjalizacji, banki hipoteczne uzyskują specjalny status na rynku i są wyodrębnionymi i wyspecjalizowanymi instytucjami, podlegającymi specjalnemu ustawodawstwu dotyczącemu ich działalności. Istnieje również możliwość ograniczenia zasady specjalizacji, co oznacza, że działalność banku hipotecznego prowadzą wyodrębnione jednostki banków uniwersalnych, po uzyskaniu licencji na tego rodzaju działalność (głównie dotyczy to licencji na emisję listów zastawnych);

– zasada kongruencji, zgodnie z którą banki hipoteczne muszą przestrzegać zgodności terminów zapadalności listów zastawnych i wymagalności kredytów hipotecznych. Zasada ta dotyczy również oprocentowania. Jeśli kredyty hipoteczne oprocentowane są za pomocą stałej stopy procentowej, to listy zastawne serii je refinansującej także powinny być oprocentowane za pomocą stałej stopy. Jeśli banki hipoteczne mają prawo prowadzenia działalności na terenie innych krajów, to powinny one udzielać kredytów w różnej walucie i zobowiązane są do refinansowania kredytów w takiej samej walucie, w jakiej udzielono kredytu.

– zasada pierwszeństwa zaspokojenia (tzw. przywilej upadłościowy). W przypadku upadłości banku hipotecznego wierzyciele listów zastawnych mają prawo pierwszeństwa w zaspokojeniu swoich roszczeń z masy pokrycia, którą stanowią hipoteki wpisane do rejestru pokrycia;

– banki hipoteczne zasadniczo ograniczają się tylko do udzielania kredytów hipotecznych i emisji refinansujących je listów zastawnych, jednak w niektórych krajach, np. w Niemczech, udzielają one także pożyczek dla sektora publicznego, które refinansowane są przez komunalne (publiczne) listy zastawne.

W Polsce, podobnie jak i w innych krajach, działalność banków hipotecznych jest poddawana nadzorowi ze strony instytucji nadzoru bankowego i środowisk związanych z rynkiem nieruchomości. Obowiązek takiej kontroli nakłada ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych. W literaturze, dotyczącej działalności banków hipotecznych, zwraca się uwagę na konieczność przestrzegania wymogów ostrożnościowych, ponieważ zwiększa to nie tylko zaufanie do banków hipotecznych, ale także do emitowanych przez nie papierów wartościowych. Najgorsze co mogłoby nastąpić, to utrata zaufania do jakości masy zabezpieczeniowej, a tym samym listów zastawnych, przy znacznie ograniczonych możliwościach refinansowania kredytów. „Utrata dobrej renomy przez list zastawny, jako szczególny rodzaj dłużnego papieru wartościowego i podstawowy instrument refinansowania banku hipotecznego, może zagrażać całemu systemowi bankowości hipotecznej”¹⁶.

Zgodnie z ustawą o prawie bankowym i ustawą o Narodowym Banku Polskim nadzór na działalnością banków hipotecznych w Polsce sprawuje Komisja Nadzoru Bankowego. Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego

¹⁶ *Ibidem*, s. 105.

bada m. in. dane przekazywane przez banki i na ich podstawie prowadzi analizę ich sytuacji ekonomicznej oraz poszczególne rodzaje ryzyka związanego z działalnością bankową. Odbywają się także inspekcje i kontrole w poszczególnych bankach.

Najważniejszą koncepcją leżącą u podstaw modelu banku hipotecznego jest traktowanie zabezpieczenia jako fundamentalnego źródła kredytu, aby zagwarantować inwestorom pewność, że zarówno listy, jak i instytucje, które je emitują, obciążone są niewielkim ryzykiem. Warunkiem zapewniającym odpowiednią jakość zabezpieczenia jest fakt, że każdy wyemitowany list ma swoje pokrycie w postaci hipotek, które służą jako zabezpieczenie kredytów hipotecznych udzielonych lub skupowanych przez bank hipoteczny. Konstrukcję i zasady określania wartości bankowo-hipotecznej najpełniej określa Rekomendacja F z 2003 r., która dotyczy podstawowych kryteriów stosowanych przez Komisję Nadzoru Bankowego przy zatwierdzaniu regulaminów ustalania bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości wydawanych przez banki hipoteczne.

Rentowność polskich listów zastawnych jest ustalana w relacji do rentowności obligacji rządowych o tym samym terminie wykupu. Wiodącą rolę jako emitenta nowych na polskim rynku papierów dłużnych odegrał RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny. W czerwcu 2000 r. jako pierwszy w powojennej Polsce przeprowadził emisję listów zastawnych o wartości 5 mln PLN. Kolejne niepubliczne emisje listów przeprowadzono w latach 2001 i 2002. Emisje te realizowano w ramach pięcioletnich Programów Emisji Hipotecznych Listów Zastawnych o wartości odpowiednio 100 mln PLN, 100 mln Euro i 50 mln USD. W dniu 10 kwietnia 2003 r. RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny przeprowadził pierwszą na polskim rynku publiczną emisję listów zastawnych o wartości 2000 mln PLN. Emisja listów zastawnych realizowana jest w ramach Programu Hipotecznych Listów Zastawnych o łącznej wartości 500 mln PLN, po uprzednim zatwierdzeniu przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd prospektu emisyjnego i dopuszczeniu listów zastawnych do obrotu publicznego na Centralnej Tabeli Ofert. Nominalna wartość listu wynosi 1000 PLN, okres wykupu 5 lat, oprocentowanie ustalono zgodnie z warunkami rynkowymi o stawkę WIBOR i dla pierwszego okresu odsetkowego wynosi ono 6,36% w skali roku (naliczane od 10 kwietnia 2003). Stopa referencyjna dla hipotecznych listów zastawnych tej serii (WIBOR 6M) wynosi 5,76% w skali roku, marża zaś 0,60% w skali roku. Emisję skierowano do podmiotów instytucjonalnych, tj. funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych oraz do inwestorów indywidualnych. Podstawą emisji Hipotecznych Listów Zastawnych Serii PA 1 są wierzytelności emitenta (RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny) z tytułu udzielonych kredytów zabezpieczonych hipotekami, wpisane do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych prowadzonego przez Emitenta. Wierzytelności wpisane do tego rejestru stanowią także podstawę emisji wszystkich innych

listów zastawnych wyemitowanych przez emitenta. Podstawą Emisji Hipotecznych Listów Zastawnych są także środki emitenta ulokowane w bonach pieniężnych wyemitowanych przez NBP w ilości 29 140 szt., o łącznej wartości nominalnej 29,1 mln PLN¹⁷. Warto podkreślić, że listy zastawne zdobywają duże zaufanie inwestorów; szczególnym zainteresowaniem cieszą się emisje złotowe, które sprzedane zostały w całości. Fundusze inwestycyjne zakupiły 69% listów zastawnych, a towarzystwa ubezpieczeniowe 25%.

Uzupełnieniem dla omawianego zagadnienia jest tab. 5.2, w której uwzględnione zostały dane, dotyczące trzech działających w Polsce banków hipotecznych.

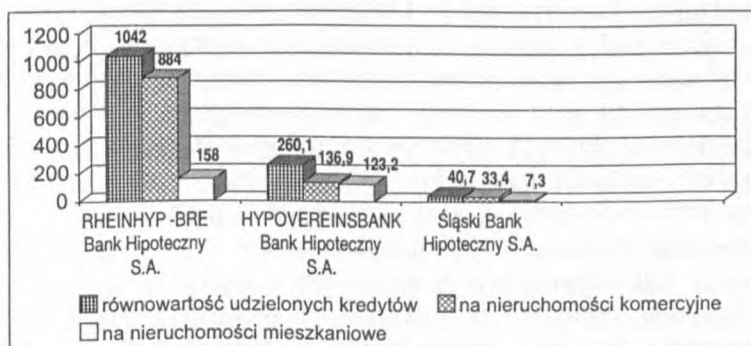
Tabela 5.2

Emitenci listów zastawnych na rynku polskim w 2003 r.

Emitent	Liczba emisji	Łączna wartość
RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA	7	238,1 mln PLN
HYPOVEREINSBANK Bank Hipoteczny SA	1	13,63 EUR
Śląski Bank Hipoteczny SA	1	3 mln Euro

Źródło: dane z RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A.

Z kolei wykres 5.2 ilustruje wartości udzielanych w 2002 r. przez banki hipoteczne kredytów oraz kształtowanie się na tym tle kredytów udzielanych na nieruchomości komercyjne i mieszkaniowe.

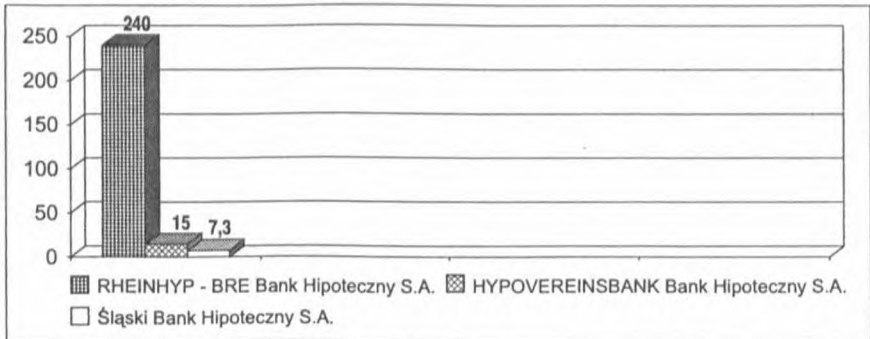


Wykres 5.2. Wartość kredytów udzielanych przez banki hipoteczne ogółem, w tym na nieruchomości komercyjne i mieszkaniowe (w mln PLN)

Źródło: „Gazeta Wyborcza” z 9.09.2002.

¹⁷ Dane z Prospektu Emisyjnego Programu Hipotecznych Listów Zastawnych na okaziciela, RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A.

Warto zauważyć, że Śląski Bank Hipoteczny S.A. rozpoczął swoją działalność dopiero od września 2001 r., a więc prawie dwa lata później niż dwa pozostałe banki, dlatego jego działalność kredytowa prezentuje się skromniej. Dotyczy to także równowartości wyemitowanych listów zastawnych (wykres 5.3).



Wykres 5.3. Równowartość wyemitowanych przez banki hipoteczne listów zastawnych w 2002 r. (w mln PLN)

Źródło: jak na wykresie 5.2.

5.2.2. Model banku uniwersalnego

Najbardziej rozpowszechnioną formą instytucji bankowej są uniwersalne banki operacyjne (komercyjne)¹⁸. Określenie celu działania tych banków wymaga wzięcia pod uwagę dwóch zasadniczych czynników. Z jednej strony banki te świadczą określone usługi niezbędne z punktu widzenia społecznego (np. obsługa obrotu gotówkowego i bezgotówkowego), z drugiej zaś – są przedsiębiorstwami, których celem powinno być osiągnięcie zysku. Cel taki w przypadku działania banku komercyjnego polega na dążeniu do zaspokojenia potrzeb podmiotów gospodarujących w zakresie usług bankowych przy równoczesnym dążeniu do uzyskania zysku.

Realizacja tego celu natrafia na ograniczenia, wynikające z konieczności¹⁹:

- zachowania płynności, tj. zdolności do nieograniczonej wypłacalności w każdym przypadku, kiedy klienci banku wyrażą życzenie wycofania swych wkładów;
- przestrzegania przepisów finansowych i rozliczeniowych ustalonych przez władze bankowe danego kraju;

¹⁸ W. L. Jaworski, Z. Krzyżkiewicz, B. Kosiński, *Banki – rynek, operacje, polityka*, Poltext, Warszawa 1992, s. 14.

¹⁹ M. Bitz, *Produkty bankowe, Rynek usług finansowych*, Poltext, Warszawa 1996, s. 24–26.

– takiego działania, które zapewniło by zaufanie do banku i przeciwdziało np. możliwości nagłego wycofania wkładów oszczędnościowych i instytucji kredytowych.

Cel działania banku komercyjnego ma zatem charakter kompleksowy i polega na takim rozwijaniu usług bankowych, które by nie pogorszyły płynności banku, nie naruszyły obowiązujących przepisów i zachowało zaufanie do danego banku, a jednocześnie utrzymana byłaby zasada rentowności banku.

Spadek dochodowości lokat na rynkach papierów wartościowych spowodował zwiększone zainteresowanie banków finansowaniem nieruchomości mieszkaniowych, zwrotem w kierunku klientów detalicznych widoczny jest w wielu krajach. M. J. Lea i D. Diamond zauważają, „iż w większości krajów rozwiniętych kredyty mieszkaniowe są uważane za atrakcyjne aktywa z uwagi na związane z nimi niskie ryzyko oraz z powodu możliwości sprzedaży kredytobiorcom wielu innych produktów bankowych”²⁰. O wzroście zainteresowania banków uniwersalnych kredytami udzielanymi klientom indywidualnym świadczą dane liczbowe, dotyczące wartości tych kredytów (wykres 5.2).

5.2.3. Model rynku wtórnego

W swoim ogólnym założeniu rynek wtórny to rynek, na którym występuje obrót aktywami hipotecznymi, co dotyczy zarówno kredytów, jak i zabezpieczonych hipotecznie papierów wartościowych. W formie najstarszej i najprostszej na rynku wtórnym zakup i sprzedaż hurtowa kredytów zachodzi pomiędzy kredytodawcami portfelowymi. Taką formę sprzedaży prowadzi się w wielu krajach, jednak z powodów kosztownej oceny ryzyka kredytowego i niejednorodności kredytów skala takich działań jest ograniczona. W USA, Australii i Wielkiej Brytanii rynki wtórne zyskały dominację nad innymi źródłami finansowania mieszkalnictwa. W Europie rynki wtórne rozwijają się wolniej, ponieważ nadal dominuje finansowanie detaliczne stosowane przez instytucje depozytowe w krajach europejskich.

W najbardziej ogólnym pojęciu cechą rynku wtórnego jest to, że przepływowe papiery hipoteczne (*pass-through*) mogą emitować bezpośrednio kredytodawcy lub wyspecjalizowane instytucje pośredniczące, które kupują kredyty hipoteczne i emitują papiery wartościowe. Druga forma charakteryzująca rynek wtórny to możliwość prowadzenia przez kredytodawców hurtowego obrotu kredytami pomiędzy sobą lub z inwestorami czy instytucjami pośredniczącymi. Trzecią formą jest prowadzenie sprzedaży kredytów

²⁰ M. Lea, D. B. Diamond, *Sustainable Financing for Housing, A Contribution to Habitat II*, „Fannie Mae Office of Housing Research” 1995.

z roszczeniem wykupu w przypadku złej jakości puli od instytucji wspierających płynność lub możliwość zabezpieczonego zaciągnięcia kredytów z tychże instytucji²¹.

Immanentną cechą modelu rynku wtórnego jest sekurytyzacja kredytów. Polega ona na refinansowaniu wybranych aktywów banku na rynku kapitałowym w drodze emisji papierów wartościowych, zabezpieczonych na aktywach dłużników. Jest to więc nadanie wybranym aktywom o niskim stopniu płynności formy papieru wartościowego, który dzięki zorganizowanemu obrotowi na rynku wtórnym staje się instrumentem płynnym. Papiery wartościowe mogą być emitowane bezpośrednio przez kredytodawców hipotecznych (banki, banki hipoteczne, instytucje oszczędnościowe) lub przez pośredniczące instytucje finansowe, które skupują wierzytelności hipoteczne na rynku kredytowym, finansując się poprzez emisję papierów wartościowych. Warto zwrócić uwagę, iż to właśnie kredyty hipoteczne stały się pierwszymi sekurytyzowanymi aktywami finansowymi zarówno w Stanach Zjednoczonych, gdzie tego typu transakcję przeprowadzono najwcześniej (w 1970 r.), jak i w Europie (w Wielkiej Brytanii w 1987 r.)²². O dużych rozmiarach sekurytyzacji kredytu hipotecznego w Stanach Zjednoczonych świadczy kwota 1,2 bln USD wyemitowanych w 1994 r. papierów wartościowych opartych na wierzytelnościach hipotecznych, co spowodowało, iż rynki wtórne uzyskały dominującą pozycję w obszarze finansowania nieruchomości mieszkaniowych²³. Jedną z zalet sekurytyzacji jest ograniczenie ryzyka kredytowego, ponieważ papiery wartościowe oparte na aktywach są poddawane ocenie kredytowej przez wyspecjalizowane agencje ratingowe, a sekurytyzowane aktywa powinny spełniać następujące warunki²⁴:

- wpływy z poszczególnych należności powinny następować zgodnie z harmonogramem spłat,
- zbiór należności powinien być odpowiednio duży i zróżnicowany, dzięki czemu nawet gdy część spłat nie będzie regularna, nie wpłynie to na całkowite strumienie płatności.

Kredyt hipoteczny spełnia te warunki, co powoduje, że sekurytyzowane kredyty hipoteczne są aktywami dobrej jakości. W celu osiągnięcia oceny ratingowej dla swoich papierów wartościowych reemitent musi zastosować zabezpieczenie o wartości co najmniej równej wartości emisji. Im wyższa jest ocena ratingowa, tym mniejsza jest wymagana stopa zwrotu, a to oznacza niższy koszt pozyskania kapitału.

²¹ M. J. Lea, *op. cit.*

²² A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997, s. 25.

²³ *Ibidem*, s. 26.

²⁴ *Budując na zdrowych podstawach – przyszłość finansowania mieszkalnictwa w Polsce*, The Urban Institute Consortium dla USAID, Warszawa, maj 1997.

Idea emisji papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami tzw. MBS (Mortgage Backed Securities) była odpowiedzią na duże zapotrzebowanie na finansowanie mieszkalnictwa poprzez kredyty mieszkaniowe, a także na wzrost konkurencji w bankowości. Rozwój rynku papierów wartościowych opartych na hipotekach wiązał się z nękającymi Stany Zjednoczone do lat 60. kryzysami, które przyczyniały się do wahań inflacyjnych. Wskutek przepisów prawa kredytobiorcy byli zobowiązani do zapłaty stałej stopy oprocentowania. Przyczyniało się to do przyspieszonych spłat zobowiązań w okresach spadającej inflacji oraz obniżki wysokości stóp procentowych. Kredytobiorcy na wzrost realnego kosztu kredytu reagowali zaciąganiem kredytów tańszych, które następnie były przeznaczone na spłatę wcześniejszych zobowiązań. Z kolei w przypadku podniesienia stóp procentowych zmniejszała się efektywność działania kredytodawców. Problemem ograniczającym rozwój kredytowania mieszkaniowego było również uzależnienie od instytucji oszczędnościowo-pożyczkowych, które preferowały udzielanie kredytów na krótsze terminy. Stąd zrodziła się potrzeba stworzenia nowych instrumentów finansowych związanych z rynkiem hipotek. Miały one przezwyciężyć niedoskonałości klasycznej hipoteki związanej ze stałym oprocentowaniem oraz doprowadzić do poszerzenia rynku poprzez pozyskanie nowych inwestorów, zwłaszcza długoterminowych, skłonnych finansować inwestycje rynku mieszkaniowego. Na wtórnym rynku hipotek można wyróżnić trzy grupy uczestników:

- kredytobiorców – poszukujących środków na sfinansowanie budowy lub zakupu nieruchomości mieszkaniowych;
- kredytodawców – inwestorów, dysponujących nadwyżkami finansowymi, skłonnych ulokować je na wtórnym rynku hipotek (w papierach wartościowych zabezpieczonych hipoteką);
- pośredników – instytucje emitujące MBS-y.

W wielu krajach rozwój modelu rynku wtórnego stał się ważnym czynnikiem politycznym, zarówno dla rządu jak i dla prywatnych inwestorów. W Stanach Zjednoczonych rozwój rynku stymulowano powołaniem agencji rządowych, wspierających jego działanie. Rządowe Krajowe Stowarzyszenie Hipoteczne GNMA²⁵, Federalna Korporacja Kredytów Hipotecznych na Domy Mieszkalne FHLMC²⁶ oraz Federalne Narodowe Stowarzyszenie Hipoteczne FNMA²⁷ miały za zadanie²⁸:

- ubezpieczenie lub gwarantowanie pożyczek hipotecznych poprzez zabezpieczenie ich spłaty, co miało uczynić je atrakcyjniejszymi dla inwestorów,

²⁵ Government Nationale Mortgage Association.

²⁶ Federal Home Loan Mortgage Corporation.

²⁷ Federal National Mortgage Association.

²⁸ F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Mortgage & Mortgage-backed Securities Markets*, Harvard Business School Press, s. 22.

a co za tym idzie – tańszymi dla poszukujących środków na sfinansowanie mieszkań;

- ujednoczenie warunków udzielania kredytów hipotecznych oraz standaryzację dokumentów, będących podstawą ubezpieczenia bądź gwarancji kredytu, a także ich dalszej sekurytyzacji;
- zwiększenie płynności rynku hipotek;
- zagwarantowanie możliwości uzyskania pożyczki według korzystniejszych niż rynkowe stóp oprocentowania w celu stymulowania rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych;
- promocję idei jako źródła finansowania nieruchomości mieszkaniowych;
- wdrożenie i rozwój różnorodnych form papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką w celu podniesienia ich atrakcyjności poprzez dostosowanie do potrzeb inwestorów i kredytobiorców;
- zapewnienie kredytodawcom określonych udogodnień związanych z procedurami udzielania kredytów.

Agencje te miały zapewnić prawidłowe i bezpieczne działanie rynku wtórnych hipotek oraz przyciągnąć inwestorów innych niż tradycyjne instytucje oszczędnościowo-kredytowe. Idea sekurytyzacji kredytów hipotecznych polega na połączeniu wierzytelności hipotecznych w pulę hipotek, na podstawie których emitowane są MBS-y. Kredytodawca hipoteczny na rynku amerykańskim ma w ramach zarządzania tymi wierzytelnościami trzy opcje:

- może zatrzymać je w niezmienionej formie aż do momentu spłaty kredytu hipotecznego,
- może dokonać sekurytyzacji wierzytelności i w ten sposób wtórnie pozyskać zaangażowany w kredytach hipotecznych kapitał poprzez emisję papierów wartościowych zabezpieczonych pulą hipotek,
- może zbyć posiadanie wierzytelności innej instytucji, która na ich podstawie wyemituje MBS-y.

Wierzyciel-inwestor udzielający kredytu hipotecznego może się spodziewać trojakiemu rodzajowi płatności:

- spłaty odsetek od kredytu,
- spłaty kwoty zaciągniętego kredytu (kapitału),
- wcześniejszej niż zakontraktowana spłaty kwoty kredytu (przedpłata).

Problemem nastęrcza oszacowanie wielkości oraz czasu ostatniej kategorii przepływów. Zaciągający kredyty hipoteczne niekiedy wolą spłacić całość swojego zobowiązania przed ustalonym terminem. Dla inwestorów jest to związane z ryzykiem przedpłaty, czyli niepewnością przepływu, wynikającą z braku zastrzeżenia terminu spłaty. Ryzyko przedpłaty może przybierać dwojaki charakter:

- ryzyko systematyczne,
- ryzyko niesystematyczne (specyficzne).

Ryzyko systematyczne związane jest z obniżeniem poziomu stóp procentowych. Powoduje to przyspieszenie spłaty kapitału kredytów. Jeżeli np. pierwotny kredyt hipoteczny został zaciągnięty przy stałej stopie 13% w skali roku, zaś obniżenie poziomu stóp procentowych stworzyło możliwość zaciągnięcia na podobnych warunkach kredytu według stopy 11%, najprawdopodobniej kredytobiorcy podejmą decyzje o przedpłacie kredytu droższego tańszym. Inwestor finansujący kredyt pierwotny pasywnymi, których oprocentowanie nie zmienia się w porównywalnym stopniu, ponosi ryzyko stopy procentowej.

Ryzyko niesystematyczne związane jest czynnikami niezależnymi od wahań oprocentowania na rynku. Może być wywoływane np. migracjami. Jeżeli kredytobiorca zamierza zmienić miejsce zamieszkania, najczęściej decyduje się na sprzedaż swojej nieruchomości mieszkaniowej. Przyczyną ryzyka niesystematycznego są też zmiany stanu majątkowego. Często po wzbogaceniu się, np. wskutek otrzymania spadku bądź lepiej płatnej pracy, osoby, które zaciągnęły kredyt hipoteczny, decydują się na jednorazową spłatę bądź systematyczne przeznaczanie nadwyżek finansowych na zmniejszenie zadłużenia.

Dla kredytodawcy posiadanie pojedynczej wierzytelności hipotecznej powoduje zwiększenie ryzyka. Można je jednak rozproszyć poprzez udzielenie większej liczby kredytów. Wprawdzie ryzyko całkowite nie ulega wówczas zmianie, ale przeciętna jego wartość przypadająca na jedną wierzytelność hipoteczną obniża się. Utworzenie puli hipotek pozwala na zdywersyfikowanie ryzyka niesystematycznego, nie zabezpiecza jednak przed systematycznym ryzykiem przedpłaty powodowanym obniżeniem poziomu stóp procentowych.

Na rynku wtórnym istnieją trzy podstawowe typy papierów wartościowych o zabezpieczeniu hipotecznym:

- przechodnie (transferowe) papiery wartościowe (*pass-through*)²⁹,
- zabezpieczone obligacje hipoteczne (CMO)³⁰,
- odcinkowe papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką, (*stripped mortgage – backed securities*).

Najprostszym pod względem konstrukcji zabezpieczeniem są transferowe papiery wartościowe. Mechanizm ich emisji polega na wniesieniu do specjalnie utworzonego funduszu pakietu (puli) wierzytelności kredytowych. Wielkość i dynamika spłat puli uzależnione są od tempa spłat indywidualnych kredytów, zróżnicowanego przez wzgląd na możliwości dokonywania przedpłat. Pakiet następnie jest deponowany na rachunku powierniczym w celu zabezpieczenia emisji MBS-ów. Na bazie takiego zabezpieczenia emituje się określoną ilość (*n*) papierów wartościowych charakterze udziałowym. Każdy z tych papierów

²⁹ Literatura przedmiotu najczęściej posługuje się określeniem „*pass-through*”, jednakże pełna nazwa brzmi: „*pass-through securities*”.

³⁰ Collateralized Mortgage Obligations.

reprezentuje tę samą wartość, stanowiącą ułamek ($1/n$) wartości nominalnej wszystkich hipotek zawartych w puli. Daje również prawo do proporcjonalnych płatności wynikających z obsługi połączonych kredytów hipotecznych. Konstrukcja taka pozwala na dywersyfikację ryzyka, wiążącego się z możliwością niedotrzymania terminów płatności zobowiązań przez indywidualnego kredytobiorcę. Inwestorzy charakteryzujący się wysokim poziomem awersji do ryzyka wolą nabyć niewielki udział w puli hipotek niż hipotekę pojedynczą. Można to przyrównać do preferencji posiadania zdywersyfikowanego portfela akcji, a nie walorów jednej spółki. Konstrukcja papierów transferowych skutkuje tym, że każdy z nich narażony jest na ryzyko przedpłaty dokładnie w tym samym stopniu co cały portfel. Trzy kategorie płatności z pożyczek hipotecznych obsługuje *pass-throughs*, a więc spłaty odsetek, spłaty kapitału i przedpłaty, są dzielone między wyemitowane jednostki proporcjonalnie do ich wartości nominalnej.

Zabezpieczone obligacje hipoteczne są typem MBS-ów, w którym ryzyko przedpłaty nie jest równomiernie rozłożone na wszystkie wyemitowane papiery, tak jak to miało miejsce w wypadku transferowanych papierów wartościowych. Spłata kapitału zarówno wynikającego z umowy, jak i przedpłaconego odbywa się według pewnych priorytetów. Na podstawie puli hipotek, analogicznej jak przy *pass-throughs*, emitowane są trzy klasy obligacji – papierów wartościowych charakterze wierzycielskim. Inwestorzy posiadający CMO odpowiednich klas A, B i C otrzymują należności po kolei. Co momentu wygaśnięcia wierzycielności (spłaty wartości nominalnej) otrzymują regularnie odsetki. Odsetki te są od wartości nominalnej poszczególnych klas obligacji. Kapitał natomiast pierwszej kolejności przeznaczony jest na spłatę zobowiązania wobec posiadaczy obligacji hipotecznych pierwszej klasy A. Po całkowitym spłaceniu i co za tym idzie umorzeniu CMO klasy A kapitał (zarówno zakontraktowany, jak i wynikający z przedpłat) trafia do inwestorów, którzy nabyli obligacje klasy B. Dopiero po zaspokojeniu długu wobec dwóch pierwszych klas zwracany jest kapitał dla klasy C. Tak więc posiadacze zabezpieczonych obligacji klasy C, dopóki nie zostanie spłacony kapitał równy sumie wartości nominalnej obligacji klas A i B, otrzymują wyłącznie odsetki od kapitału. Korzyścią konstrukcji CMO jest dopasowanie przepływów gotówkowych do potrzeb inwestorów o różnym horyzoncie czasowym. Inwestorzy krótkoterminowi preferują obligacje hipoteczne klasy A, gdyż jako pierwsi spodziewają się całkowitej spłaty kapitału, otrzymując na bieżąco naliczane od niego odsetki. Poszukując lokat o średnim horyzoncie czasowym, mogą nabyć obligacje klasy B, zapewniające wypłatę odsetek całym okresie od momentu ich nabycia do chwili spłaty kapitału. Spłata długu następuje jednakże dopiero po całkowitym pokryciu wartości nominalnej CMO klasy A. Dla inwestorów długoterminowych najdogodniejszym narzędziem jest ostatnia klasa C ze względu na najdłuższy okres wypłat odsetek od kapitału.

Odcinkowe papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką dzielą się na dwa typy. Należności z tytułu nabycia tych papierów: kapitał oraz naliczone od niego odsetki dzielą się nierównomiernie na dwie klasy *stripped mortgage* – *backed securities*. Może się zdarzyć, iż cała kwota odsetek przypada w udziale posiadaczom jednej z klas, podczas gdy całość kapitału trafia do drugiej. W zależności od charakterystyki preferowanych przepływów gotówkowych inwestorzy mogą otrzymywać regularne płatności z tytułu odsetek albo jednorazowy dopływ kapitału związany z udzielanym przy zakupie tego typu MBS dyskontem.

5.2.4. Model kontraktowy

Model ten powstał na podstawie idei wspólnego oszczędzania na inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe, która wywodzi się z końca XVIII w., z Anglii. W 1775 r. w Birmingham powstało Towarzystwo Budowlane (Building Society)³¹. Jego członkowie byli zobowiązani do comiesięcznego wpłacania pewnej określonej sumy pieniędzy, a ze zgromadzonych w ten sposób funduszy wypłacano im kredyty, wraz z wkładem na nabycie domu. Model, który stworzyli, był zamknięty, działał bez fachowego zarządzania oraz nadzoru, gdy zaoszczędzona kwota odpowiadała ustalonej kwocie kredytu dokonywali jej przydziału drogą losowania lub aukcji³². Model ten działał tak długo, aż ostatni z grupy dostawał kapitał, a ostatni kredyt zostawał spłacony. Kolejnym etapem rozwoju tego modelu było wprowadzenie fachowego zarządu oraz otwartości systemu, tzn. możliwości wejścia kolejnej osoby na miejsce tej, która spłaciła kredyt.

Najbardziej znanymi systemami funkcjonującymi od wielu lat są niemiecki „Bausparkasse” oraz francuski „Espargne-Logement”³³. Z innych krajów stosujących systemy podobne do niemieckiego i francuskiego wymienić można: Austrię, Hiszpanię Maroko, Meksyk³⁴. System typu niemieckiego charakteryzuje się większą wzajemnością między zakontraktowanymi oszczędnościami a udzielanymi kredytami. System typu francuskiego charakteryzuje się mniejszą zależnością między fazami oszczędzania i kredytowania³⁵. Ścisła wzajemności

³¹ Za J. Degner, A. Röher, *Bausparkassen*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1986, s. 8–9.

³² *Ibidem*.

³³ W. Brzeski, *Kredyt hipoteczny w Polsce – stan obecny i perspektywy rozwoju*, [w:] *Kredyt hipoteczny w Polsce. Doświadczenia i perspektywy*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 1995, s. 16.

³⁴ J. Degner, A. Röher, *op. cit.*, s. 8–9.

³⁵ Model kontraktowy: składa się z trzech faz: fazy oszczędzania, fazy oczekiwania na kredyt, fazy kredytowania. Cały okres zawartej umowy nie przekracza z reguły 15 lat, a typowa spłata kredytu sięga 10 lat. Kredyt kontraktowy jest przeważnie kredytem drugim, po głównym

niemieckiego Bauspar polega na tym, że depozyty kontraktowe przyjmowane są przez wyznaczone do tego specjalistyczne instytucje – Bausparkassen. Fundusze gromadzone przez te instytucje mogą być przeznaczone tylko na udzielenie z nich kredytów kontraktowych. Tworzy to w pełni zamknięty system obiegu pieniądza, odizolowany od rynków kapitałowych. System ten powstał w latach 20. XX w., inspirowany celami zarówno społecznymi, jak i ekonomicznymi. Początkowo miał zaspokoić w Niemczech potrzeby kredytowe budownictwa mieszkaniowego, lecz wkrótce okazało się to niemożliwe szczególnie w warunkach inflacji i kredyt ten pod koniec lat 30. uzyskał rangę dopełniającego kredytu hipotecznego otrzymywanego po uzyskaniu podstawowego kredytu długoterminowego z banków hipotecznych lub banków oszczędnościowych. Po wojnie system został zmodyfikowany na początku lat 50., wprowadzając mocne bodźce dotacyjne w formie premii 25–30% od oszczędzonej sumy.

Bardziej otwarta struktura francuskiego Espargne-Logement powstała później niż niemieckie Bausparkasse. Była elementem głębokich reform systemu finansowania mieszkalnictwa z połowy lat 60. Reformy te dążyły do zachęcenia do oszczędności i rozwoju rynkowego systemu długoterminowego finansowania. Jednocześnie stworzyły rynek obligacji hipotecznych w celu rozwoju mechanizmu kreowania podstawowych kredytów hipotecznych, pozostawiając kredytom kontraktowym rolę dopełniającą. Francuski system nie wymagał tworzenia odrębnych instytucji finansowych w tym celu, ale umożliwiał wszystkim bankom depozytowym uczestniczenie w programie. Pierwsze lata funkcjonowania tego modelu nie przyniosły powodzenia, gdyż zabrakło funduszy na kreowanie podstawowych kredytów w systemie obligacji hipotecznych. Wprowadzono wtedy premiowanie zgromadzonych oszczędności niezależnie od tego, czy gospodarstwo domowe brało kredyt kontraktowy, czy decydowało się wycofać i przeznaczyć oszczędności na inne cele niż założone w tym modelu (zakup domu lub mieszkania)³⁶. Pozwoliło to na mobilizację części oszczędności systemowych na obligacje hipoteczne, finansujące podstawowe kredyty hipoteczne. W tym znaczeniu system francuski jest bardziej otwarty, nie izoluje się w pełni od rynków kapitałowych.

Współcześnie funkcjonujący model oszczędzania kontraktowego cechuje stała, niższa niż rynkowa, stopa oprocentowania depozytów oszczędnościowych i kredytów. Dodatkowo państwo subsydiuje gromadzenie oszczędności poprzez ryczałtowe premie i ulgi podatkowe. Ulgi podatkowe mogą mieć formę odliczania odsetek od kredytu lub zaoszczędzonej kwoty od podstawy opodatkowania lub od podatku dochodowego. Najczęściej jednak dotacja

kredycie otrzymanym na rynku kapitałowym i rozłożonym na dłuższy okres niż kredyt kontraktowy (15–30 lat).

³⁶ M. Lea, L. Chiquier, *op. cit.*, s. 36.

ma formę wypłacanej premii. Może być ona wypłacona rocznie (np. jako część oszczędności zgromadzonych w danym roku) lub na koniec umowy (tzn. po zakończeniu okresu oszczędzania lub przy udzielaniu kredytu). Tak więc oszczędzający otrzymuje rynkową stopę oszczędności plus dodatkowo tani kredyt, co przyczynia się do atrakcyjności tego modelu.

Należy podkreślić, iż stosowanie niższego oprocentowania kredytów kontraktowych przeznaczonych na cele mieszkaniowe jest możliwe z kilku powodów. Po pierwsze, jednym z najważniejszych jest pozyskiwanie tanich środków od ludności w formie wypłacanych co miesiąc depozytów oraz przestrzeganie spłat zaciągniętych kredytów. Łączenie comiesięcznych wpłat (depozytów spłat kredytowych) w jeden fundusz pozwala na zadziałanie istotnej cechy tego modelu – samopomocy kredytowej³⁷. Dzięki akumulacji oszczędności uczestnicy tego modelu wspomagają się wzajemnie, co umożliwia im wcześniejsze finansowanie kupna własnego mieszkania niż byłoby to możliwe w przypadku indywidualnego oszczędzania każdego z nich. Po drugie, kolejnym powodem jest funkcjonowanie instytucji finansowej w tym modelu jako instytucji dochodowej o jednoznacznie określonej maksymalnej marży (2,5%), z której musi ona pokryć koszty swego funkcjonowania i zysk. Wypracowana nadwyżka może i często jest przeznaczona na wzrost funduszy własnych. Po trzecie, instytucja finansowa działająca w tym modelu jest zwolniona z płacenia podatku dochodowego. Jest to istotne, ponieważ instytucje te mogą lokować wolne środki finansowe jako swoje depozyty w systemie bankowym, a uzyskane w ten sposób dochody w całości zasilają fundusze kredytowe tych instytucji. Po czwarte, pomoc państwa, która ma zapewnić przede wszystkim stabilność funkcjonowania tego modelu.

5.3. Wady i zalety poszczególnych modeli finansowania nieruchomości

Każdy z omówionych modeli finansowania nieruchomości ma swoje indywidualne zalety i wady. Model banku uniwersalnego ma zalet kilka. Banki funkcjonują w różnych krajach, co sprawia, że nie jest konieczne tworzenie nowych instytucji. Ponadto banki te mają nad specjalistycznymi kredytodawcami tę przewagę, iż większość ich aktywów znajduje się poza rynkiem nieruchomości, co pozwala na lepsze różnicowanie ryzyka. W niektórych państwach, w których istnieje rynek listów zastawnych, mogą one także emitować listy w celu dalszej dywersyfikacji i przedłużania okresu

³⁷ E. Gostomski, *Banki hipoteczne i listy zastawne*, Materiały studialne nr 12, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 1998.

finansowania³⁸. D. Douglas³⁹ dodaje do tego również łatwy dostęp do zdywersyfikowanych źródeł funduszy. Podkreśla, iż czynnik ten jest istotny dla bieżącego funkcjonowania modelu, ponieważ umożliwia minimalizację kosztu pozyskiwania kapitału, jak również przyczynia się do zmniejszenia ryzyka funkcjonowania modelu⁴⁰.

Jednak model banku uniwersalnego ma też kilka wad. Pierwsza z nich to fakt, że nie mają one zdecydowanego podejścia do finansowania nieruchomości mieszkaniowych, co w efekcie może być przyczyną mniej skutecznego marketingu i zarządzania ryzykiem. Po drugie, poleganie na detalicznych depozytach może ograniczyć wpływ na ofertę proponowanych produktów bankowych oraz proporcjonalną ilość aktywów w formie kredytów mieszkaniowych. W celu minimalizacji ryzyka stopy procentowej banki preferują kredyty o zmiennym oprocentowaniu, które przenoszą to ryzyko na kredytobiorcę. Po trzecie, ponieważ są to instytucje finansowe o zdywersyfikowanej ofercie, mogą reagować koniunkturalnie – kredytować, kiedy są sprzyjające warunki rynkowe i wycofywać się z rynku w sytuacji, kiedy warunki się pogarszają.

Natomiast prawnie funkcjonujący rynek wtórny umożliwia:

- rozproszenie ryzyka wśród uczestników rynku;
- większą kontrolę ryzyka w bankach, udzielających kredyty poprzez dostosowanie długości źródeł finansowania do długości trwania aktywów;
- dostęp do tańszych źródeł finansowania;
- wprowadzenie nowych standardów udzielania kredytów;
- współpracę z rynkiem kapitałowym, tworząc nowe instrumenty dłużne, będące przedmiotem inwestycji funduszy emerytalnych zakładów ubezpieczeń i w ten sposób zwiększając możliwości wykorzystania kapitału na mieszkaniowe kredyty hipoteczne;
- zwiększenie płynności aktywów banków, poprzez możliwości sekurytyzacji tych aktywów;
- i oczywiście, dzięki wszystkim tym wymienionym elementom przyczyniającym się do obniżenia kosztów pozyskania kapitału na finansowanie kredytów hipotecznych – umożliwia obniżenie oprocentowania samych kredytów hipotecznych.

W konsekwencji właściwie funkcjonujący rynek wtórny kredytów hipotecznych umożliwia szerszy dostęp do tych kredytów, a tym samym kształtuje popyt na nieruchomości mieszkaniowe. Dlatego też model ten funkcjonuje

³⁸ W. L. Jaworski, *Banki*, Poltext, Warszawa 1998, s. 41; W. L. Jaworski, Z. Krzyżkiewicz, B. Koniński, *Banki, rynek, operacje, polityka*, Poltext, Warszawa 1998, s. 28.

³⁹ M. Lea, D. B. Diamond, *Sustainable Financing for Housing. A Contribution to Habitat II*, „Fannie Mae Office of Housing Research” 1995.

⁴⁰ Szerzej: *ibidem*; M. Lea, *Global Models for Funding Housing*, Urban Institute, Washington, November, 1999, s. 30–32.

z powodzeniem w wielu rozwiniętych krajach gospodarki rynkowej, takich jak: Stany Zjednoczone, Australia, Kanada, Hong Kong, Japonia i jedenaście krajów europejskich⁴¹.

Model banku hipotecznego dzięki swojej specjalizacji może skutecznie konkurować na rynku kredytów hipotecznych z innymi uczestnikami tego rynku. Podstawową przewagą konkurencyjną jest zdolność do emitowania listów zastawnych o porównywalnej rentowności do skarbowych papierów wartościowych. Taka sytuacja jest możliwa tylko wtedy, gdy inwestorzy będą przekonani, że listy zastawne są papierami o najwyższym standingu, a więc bezpiecznymi, tak jak papiery skarbu państwa. Przy naturalnym dążeniu inwestorów do dywersyfikacji portfeli będą oni sygnalizowali duży popyt na listy zastawne, zwłaszcza jeśli ich rentowność będzie wyższa niż papierów skarbowych.

Należy podkreślić, że model banku hipotecznego przede wszystkim ułatwia mobilizację kapitału długookresowego. Połączenie silnie nadzorowanego stabilnego banku ze specjalnym pokryciem w postaci nieruchomości jest środkiem gwarantującym i motywującym do oszczędzania na długie okresy. Należy także zauważyć, że jest to system finansowania nieruchomości, nie wymagający dotacji ze strony budżetu państwa i oparty na zasadach rynkowych⁴².

Natomiast zaletą funkcjonowania modelu kontraktowego jest to, że mobilizuje prywatne oszczędności dla inwestowania w nieruchomości. Jego poważną wadą jest natomiast fakt finansowania zobowiązań kredytowych przyszłych środków finansowych, co oznacza, że do płynnego finansowania modelu konieczny jest stały dopływ oszczędności, kompensujący wychodzenie kredytobiorców z tego modelu po spłacie kredytu. Niespełnienie tego warunku powoduje konieczność wydłużania czasu oczekiwania na kredyt, co zniechęca przyszłych potencjalnych klientów do wejścia do tego systemu i potęguje problem braku płynności instytucji finansowej, w skrajnym przypadku prowadząc do jej bankructwa⁴³.

Kolejnym czynnikiem rzutującym na płynność i bezpieczeństwo tego modelu są zmiany sytuacji na rynku kapitałowym i inflacja oraz związane z nimi zmiany cen na rynku nieruchomości. Wzrost inflacji, a w konsekwencji wzrost stóp procentowych, powoduje, że spada liczba chętnych do wieloletniego oszczędzania na niski procent. Podobne efekty powoduje wzrost realnych stóp procentowych. Procesy te dodatkowo wywołują zmiany cen nieruchomości, a więc niebezpieczeństwo związane z zabezpieczeniem długu i ryzykiem kredytowym, potęgowane przez fakt, że kredyt kontraktowy jest najczęściej

⁴¹ *Ibidem*, s. 26.

⁴² M. Lea, D. B. Diamond, *op. cit.*

⁴³ *Ibidem*.

kredytem uzupełniającym w stosunku do kredytu hipotecznego, jest on wpisywany na drugim miejscu w hipotece⁴⁴. Niebezpieczeństwem dla tego modelu jest możliwość wykorzystywania tanich środków finansowych w celach spekulacyjnych. Podkreśla się także, iż silna konkurencja w finansowaniu nieruchomości może zachwiać płynnością funkcjonowania tego modelu. Dlatego za istotne uważa się kontrolę oferowanych warunków kontraktów, w tym stosunek kredytu do depozytu, oraz ograniczanie konkurencji w tym zakresie. Dlatego przedmiotem uregulowań ustawowych oraz nadzorujących są następujące parametry⁴⁵.

- minimalny okres oszczędzania uprawniający do otrzymania subsydiów (2–4 lata),
- wysokość premii (10–30%),
- wysokość tzw. rezerwy płynności (2–8),
- wysokość kredytu w relacji do zgromadzonego wkładu (1–1,3),
- wysokość stóp procentowych i marży 3 i 5% oraz 2–3%.

Należy zaznaczyć, że funkcjonowanie tego modelu oraz związane z nim ryzyko wymusza wysoki poziom regulacji i nadzoru. Wobec stałych stóp procentowych, kontroli warunków kontrahentów oraz stałych marż kasa jako instytucja finansowa tego modelu ma relatywnie mało instrumentów zarządzania płynnością. Podstawowym instrumentem jest okres oczekiwania na kredyt, jednakże jego nadużywanie prowadzi do braku zaufania potencjalnych klientów do prezentowanego systemu, czego konsekwencją jest utrata pozycji konkurencyjności tego modelu na rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych. Drugim instrumentem jest odpowiednia konstrukcja kontraktów, a zwłaszcza oferowany stosunek kredytu do zgromadzonych oszczędności. Najmocniejszym narzędziem jest operowanie okresem oszczędzania. Jego wydłużanie poprawia płynność, skrócenie obniża. Wydłużenie okresu oszczędzania przy stosowaniu, np. w Niemczech grantowej formy subsydiów powoduje spadek stopy zwrotu na oszczędnościach i spadek liczby zawieranych kontraktów⁴⁶, a więc efekt odwrotny do założonego. Dlatego też przy wydłużaniu minimalnego okresu oszczędzania musi nastąpić zwiększenie kwot subsydiów. Wymaga to jednak koordynacji polityki nadzorczej z polityką budżetową.

Z tego powodu podstawową wadą tego modelu jest jego sztywność. W konsekwencji wysokiego stopnia ryzyka i związanego z nim stopnia

⁴⁴ I. Ogonowska, *Instrumenty polityki mieszkaniowej w Republice Federalnej Niemiec*, Warszawa 1993, s. 19.

⁴⁵ J. Degner, A. Her, *Bausparkassen*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1986, s. 8–9 i n.

⁴⁶ Szerzej na ten temat G. Krupp, *Wohneigentum – Bedeutung für den Sparprozeß und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen” 1995, H. 8, s. 367–371.

regulacji możliwości reakcji na sytuacje rynkowe i odpowiednio do niej kształtowania parametrów systemu i zarządzania ryzykiem są bardzo ograniczone. Natomiast za pozytywny element tego systemu w gospodarkach krajów rozwiniętych uważa się zwiększenie skłonności do oszczędzania.

Głównym przedmiotem krytyki tego modelu obok omawianych wad, takich jak: ryzyko płynności i niska efektywność, jest szeroki, nieskoncentrowany na grupach celowych (tzn. system nie jest dobrze adresowany ani w kategoriach dochodowych, ani w kategoriach potrzeb mieszkaniowych klientów) charakter subsydiów.

M. Lea, podsumowując doświadczenia ewolucji systemu amerykańskiego, jak też doświadczenia krajów europejskich, wymienia następujące kryteria wyboru modelu⁴⁷.

– odporność „na szoki” – za dobry uznaje się model, który potrafi przetrwać kryzysy makroekonomiczne na rynku nieruchomości oraz finansowe (tzn. potrafi trafnie oceniać i zarządzać ryzykiem);

– konkurencyjność. Konkurencja wymusza elastyczność oraz wzrost wydajności co przekłada się na bogatą ofertę produktową, a w dłuższym okresie wymusza także ich odpowiednią jakość i standaryzację. W konsekwencji systemy silnie konkurencyjne są efektywniejsze, sprawniejsze oraz charakteryzują się większą odpornością na zmiany otoczenia;

– minimalizacja wsparcia rządu. Subsydia ograniczają konkurencję oraz sztucznie zmieniają proporcje charakterystyczne dla gospodarki rynkowej. Jednocześnie polityka rządu jest zmienna, dlatego też najwłaściwszy model opiera się na rozwiązaniach rynkowych.

⁴⁷ M. Lea, *op. cit.*

Rozdział 6

RYNEK NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

6.1. Fazy rozwoju rynku

Nie jest możliwe zrozumienie aktualnych problemów polskiego rynku nieruchomości bez odniesienia się do podstawowych uwarunkowań historycznego rozwoju. Zmiana systemu gospodarczo-politycznego, która nastąpiła w Polsce po zakończeniu II wojny światowej, spowodowała całkowite przekształcenie przedwojennego systemu prawnego. Gospodarka centralnie planowana nie godziła się z istnieniem wolnego rynku. Konstytucja z 1952 r. przewidywała podział własności na określone typy i formy, odpowiadające zapotrzebowaniom politycznym. Kodeks cywilny z 1964 r.¹ wyróżniał kilka form własności: własność państwową (ogólnonarodową), która miała charakter dominujący i najbardziej znaczący dla zmian gospodarczo-politycznych tego okresu (przede wszystkim z powodu swojej szczególnej ochrony), własność spółdzielczą i innych organizacji społecznych (posiadała szczególne przywileje, dotyczące ochrony prawnej) oraz własność indywidualną (ze szczególnym uwzględnieniem własności indywidualnych gospodarstw rolnych). Ostatecznym celem polityczno-gospodarczym było przekształcenie własności prywatnej w społeczną, państwową lub spółdzielczą.

Nacjonalizacja stała się środkiem, umożliwiającym powiększanie własności państwowej, kosztem prywatnej. Wydano szereg aktów nacjonalizujących, konsekwencją przeprowadzonej nacjonalizacji było nie tylko przejęcie przez państwo największych przedsiębiorstw, ale także średniego i drobnego przemysłu (poza rzemiosłem). W odróżnieniu od innych państw socjalistycznych własność ziemi nie została znacjonalizowana, dążono jednak do jej uspołecznienia². Własność państwowa stała się dominująca, przeważająca część produkcji pozarolniczej była generowana w jej ramach. Przedsiębiorstwa przemysłowe, górnicze, komunikacyjne, banki należały do państwa.

¹ Dz. U. nr 16, poz. 93, z późn. zm.

² Szerzej: T. K u r o w s k a, *Upowszechnienie prawa własności nieruchomości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 1994.

Własność grupowa była niższą formą własności społecznej i dzieliła się na własność spółdzielczą i własność innych organizacji społecznych³. Spółdzielnie jako osoby prawne były podmiotami prawa własności, a członkowie spółdzielni posiadali ich majątek. Podobnie było w wypadku innych organizacji społecznych. Własność społeczna, która została podporządkowana interesom ogólnospołecznym, podlegała szczególnej ochronie prawa.

Rynek nieruchomości napotykał znaczne ograniczenia w okresie istnienia Polski Ludowej. Nadużywano instytucji wywłaszczenia, odbierano prawo własności nieruchomości, nie zapewniając właścicielom ani możliwości ochrony swych praw, ani odpowiedniego odszkodowania. Prowadziło to do zwiększenia zasobu nieruchomości państwowych, a jednocześnie stwarzało u właścicieli przekonanie, że ich uprawnienia są zdecydowanie słabsze od przywilejów państwa, a nieruchomości nie są bezpiecznymi lokatami.

Namiastką obrotu była możliwość transferu ziemi rolniczej, szczególnie ułatwienia przewidywano, jeśli chodziło o transfer z sektora prywatnego do uspołecznionego. Jednakże przez wiele lat dokonywano nieformalnego obrotu nieruchomościami rolnymi. Aby uzgodnić faktyczny stan ze stanem prawnym wydawano akty prawne, sanujące nieformalnie dokonane transakcje⁴.

Ograniczenia w rozporządzaniu nieruchomościami nałożyła też m. in. ustawa z 14 lipca 1961 r. o gospodarce terenami w miastach i osiedlach⁵. Dawała ona Skarbowi Państwa prawo pierwokupu w przypadku, gdy zbywano niepaństwową nieruchomość położoną w granicach administracyjnych miasta. Gdy nieruchomość była przedmiotem darowizny lub zamiany, Skarb Państwa miał prawo jej wykupu⁶.

Także inne przepisy prawa administracyjnego, rolnego, górniczego i wodnego ograniczały właścicieli nieruchomości w sferze wykonywania posiadanych praw, nakładając na nich określone obowiązki. Przepisy te w znacznej mierze miały na celu zniechęcenie właścicieli do korzystania z prawa własności.

W okresie Polski Ludowej gospodarka mieszkaniowa w sferze tworzenia, podziału i użytkowania była uzależniona od czynników politycznych i finansowana z budżetu państwa. W fazie tworzenia szczególne ułatwienia w zakresie finansowania budownictwa mieszkaniowego umożliwiły szybki rozwój spółdzielczości mieszkaniowej z jednoczesnym regresem innych form budownictwa.

³ Patrz: *Prawo cywilne*, red. S. Grzybowski, PWN, Warszawa 1981.

⁴ Patrz szerzej: S. Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001.

⁵ Tekst jednolity Dz. U. 1969, nr 22, poz. 159.

⁶ Prawo wykupu nie obowiązywało, jeżeli sprzedaż, zamiana lub darowizna były dokonywane na rzecz osób uprawnionych do dziedziczenia ustawowego po osobie dokonującej rozporządzenia, a także gdy przedmiotem umowy było gospodarstwo rolne, położone na terenach przeznaczonych do użytkowania rolniczego, a rozporządzenie nastąpiło na rzecz osoby posiadającej kwalifikacje rolnicze, wymagane do nabywania nieruchomości rolnych.

To stało się przyczyną m. in. stagnacji budownictwa w małych miastach (nie istniały tam spółdzielnie mieszkaniowe), zaniku skłonności do oszczędzania (kredyty były udzielane spółdzielniom, a nie ich członkom, tzw. wkład mieszkaniowy płacony przez przyszłych użytkowników nie był wysoki). Wydłużeniu uległy kolejki oczekujących, najczęściej budowano mieszkania z wielkiej płyty w ogromnych osiedlach – blokowiskach. Można stwierdzić, że wypaczeniu uległa istota spółdzielczości mieszkaniowej, rozwinięta w Polsce w okresie międzywojennym⁷.

W 1961 r. ustanowiono ustawę o spółdzielniach i ich związkach⁸, która regulowała m. in. kwestie związane z funkcjonowaniem spółdzielni mieszkaniowych. Na mocy tego aktu prawnego pojawiły się w obrocie prawnym takie pojęcia, jak „wkład mieszkaniowy”⁹ i „wkład budowlany”¹⁰. Ustawa ta zdefiniowała zakres praw i obowiązków członka spółdzielni, posiadającego prawo lokatorskie do lokalu, wskazując, że jest to prawo niezbywalne, niedziedziczne¹¹ oraz nie podlegające egzekucji. Wyróżniono również prawa własnościowe (posiadanie ich nie oznaczało jednak, że członek spółdzielni stawał się właścicielem lokalu), które charakteryzowały się zbywalnością, dziedzicznością i podleganiem egzekucji.

W 1982 r. ustanowiono kolejną ustawę regulującą problematykę spółdzielczą – prawo spółdzielcze¹². Regulowała ona m. in. zagadnienia spółdzielczości mieszkaniowej, podtrzymała podział na prawa o charakterze lokatorskim i własnościowym.

Wpływ czynników państwowych był także ważny w sferze podziału wytwarzanych mieszkań oraz w zakresie utrzymania istniejących zasobów. Mieszkania otrzymywano na podstawie decyzji administracyjnej. Głównym właścicielem było do 1990 r. państwo, wpływy z czynszów pokrywały jedynie część kosztów eksploatacyjnych – np. w 1980 r. tylko 34%¹³. Wysokość czynszu była limitowana decyzjami państwowymi. Podejmowano próby podwyższania stawek, jednakże sytuacja szybko wracała do stanu poprzedniego.

⁷ M. Frąckowiak, *W sprawie rozwoju spółdzielczości mieszkaniowej w Polsce*, „Sprawy Mieszkaniowe” 1998, nr 3.

⁸ Ustawa z 7 lutego 1961 r. o spółdzielniach i ich związkach, Dz. U. nr 12, poz. 67 z późn. zm.

⁹ Wkład mieszkaniowy płacono w zamian za uzyskanie prawa lokatorskiego, pokrywał tylko część kosztów budowy.

¹⁰ Wkład budowlany płacono w zamian za uzyskanie prawa własnościowego, pokrywał całość kosztów budowy.

¹¹ Jednakże pewnym kategoriom osób przyznano prawo pierwszeństwa w ubieganiu się o przydział lokalu w sytuacji, gdy członkostwo wygasło np. wskutek śmierci członka spółdzielni.

¹² Ustawa z 16 września 1982 r. prawo spółdzielcze, Dz. U. nr 30, poz. 210 z późn. zm.

¹³ Szerzej: J. Kornilowicz, *Oplaty za mieszkania i koszty ich utrzymania*, „Sprawy Mieszkaniowe” 1999, nr 2–3.

W 1989 r. wraz z pierwszymi reformami, których celem było stworzenie warunków do funkcjonowania gospodarki rynkowej, rozpoczął się proces tworzenia rynku nieruchomości. Konieczna stała się zmiana uwarunkowań prawnych. Nowe regulacje dotyczyły gwarancji prawa własności, uregulowania stosunków własnościowych, swobody obrotu, sprawnie działającego systemu rejestracji praw do nieruchomości, możliwości wykorzystywania praw do nieruchomości jako zabezpieczenia wierzytelności, prawidłowej alokacji zasobów przestrzennych. Niezbędne stało się również wykreowanie takich warunków ekonomicznych, które przyczyniały się do wzrostu gospodarczego. Ponadto konieczne stało się wykształcenie kadry profesjonalistów, świadczących usługi uczestnikom rynku.

Pierwsza faza przekształceń – lata 1989–1992¹⁴ – związana była z zasadniczymi przemianami legislacyjnymi, których celem było stworzenie fundamentów dla powstania gospodarki rynkowej. Zmieniona konstytucja znosiła specjalne uprawnienia przyznane w okresie wcześniejszym własności państwowej i społecznej, wprowadzała swobodę prowadzenia działalności gospodarczej i gwarancję udziału samorządu terytorialnego w sprawowaniu władzy.

Zmiany postanowień Konstytucji pociągnęły za sobą konieczność nowelizacji starych oraz wprowadzenia szeregu nowych aktów prawnych, m. in. znowelizowany kodeks cywilny zapewniał realizację zasady równości wobec prawa wszystkich podmiotów własności i maksymalne ograniczenie zakresu ingerencji organów państwa w prywatne stosunki własnościowe z jednoczesnym określeniem zasad, jakimi te stosunki rządzą się w gospodarce rynkowej. Kolejnym krokiem w powstawaniu rynku nieruchomości było zniesienie restrykcji przedmiotowych w stosunku do obrotu nieruchomościami rolnymi oraz nowelizacja zasad podziału gospodarstwa rolnego w drodze zniesienia współwłasności i warunków dziedziczenia gospodarstwa rolnego. Zmieniono również przepisy ustawy z 29 kwietnia 1985 r. o gospodarce gruntami i wywłaszczaniu nieruchomości¹⁵, dostosowując je m. in. do wymagań związanych z funkcjonowaniem samorządu terytorialnego. Nowe zasady wprowadzono także ustawą z 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa¹⁶.

Gminy stały się właścicielem znacznej liczby nieruchomości, przekazanych im przez państwo w ramach realizacji postanowień ustawy z 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym¹⁷; obecnie regulacja została rozszerzona na inne jednostki samorządu terytorialnego.

¹⁴ Szerzej: *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, Absolwent, Łódź 2000.

¹⁵ Dz. U. z 1991 r. nr 30, poz. 127.

¹⁶ Dz. U. nr 107, poz. 464.

¹⁷ Dz. U. nr 16, poz. 95 z późn. zm.

W tym okresie nie wprowadzono reform, odnoszących się do rynku mieszkaniowego. Wydaje się, że był to tak poważny problem, iż niezbędne stało się wprowadzenie pewnych całościowych rozwiązań, których opracowanie wymagało czasu.

Zmiany w gospodarce, które były wynikiem przekształcenia gospodarki w kierunku rynkowej, nie spowodowały natychmiastowego wzrostu gospodarczego – PKB w latach 1990–1991 wykazywał tendencje malejące, por. tab. 6.1. Wysoki poziom inflacji oraz nagle ujawnienie się bezrobocia obrazowały proces szokowy w gospodarce. Od 1992 r. notowano pozytywne tendencje – wzrost PKB i spadek inflacji oraz silne pobudzenie zdolności gospodarczych społeczeństwa.

Skutkiem dynamicznych przekształceń gospodarczych oraz liberalizacji przepisów był wzrost cen nieruchomości oraz stawek najmu. Rozwój gospodarczy spowodował zapotrzebowanie na powierzchnie, w szczególności biurowe i handlowe. Liczba transakcji rynkowych oscylowała od 220 tys. w 1990 r. do 248 tys. w 1992 r.¹⁸

Ta faza charakteryzowała się szybkimi i głębokimi przekształceniami, których wymagała tworząca się gospodarka rynkowa – por. tab. 6.1. Podstawowe znaczenie miało wyłączenie spod władzy państwa ogromnej liczby nieruchomości w początkowej fazie transformacji. Nowymi właścicielami i rozporządzającymi stały się gminy, a także te podmioty, które zostały uwłaszczone na określonych prawach do nieruchomości. Ponadto instytucje posiadające nieruchomości z racji prowadzonej działalności (wojsko, kolej, poczta, uczelnie) stanęły przed koniecznością racjonalnych działań, zmierzających do jak najlepszego zagospodarowania tych zasobów, ponieważ znaczna część nieruchomości nie tylko nie przynosiła zysku, ale była źródłem znacznych obciążeń. Jednakże w tym okresie nie było to jeszcze powszechnie dostrzegane.

W latach 1993–1994, które wyznaczają drugi etap w rozwoju rynku, obserwowano realizację nowych regulacji wprowadzonych we wcześniejszym okresie. W 1994 r. uchwalono ustawy zmieniające zasady funkcjonowania rynku mieszkaniowego. Były to: ustawa z 2 lipca 1994 r. o najmie lokali mieszkalnych i dodatkach mieszkaniowych¹⁹ oraz z 24 czerwca 1994 r. o własności lokali²⁰, zrywające z ograniczeniami dotyczącymi najmu i własności lokali mieszkalnych i użytkowych. Pozwoliły one na odejście od limitów ilościowych, obowiązujących w poprzednim okresie. Starano się zmodernizować politykę czynszową i umożliwić prywatyzację zasobów publicznych w masowej skali. Ważne było także ustanowienie aktu o zagospodarowaniu przestrzen-

¹⁸ Za: *Wielkość i podmioty polskiego rynku nieruchomości. Raport za 2001 i I półrocze 2002 r.*, red. L. Kałkowski, IGM, Kraków wrzesień 2002.

¹⁹ Dz. U. nr 105, poz. 509, z późn. zm.

²⁰ Dz. U. nr 85, poz. 388, z późn. zm.

Tabela 6.1

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne w latach 1991–2001, ceny stałe, rok poprzedni = 100

Wskaźnik	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PKB	93,0	102,6	103,8	105,2	107,0	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,0	101,4
Poziom inflacji	170,3	143,0	135,3	132,2	127,8	119,9	114,9	111,8	107,3	110,1	105,5	101,9
Stopa bezrobocia w %	12,3	14,3	16,4	16,0	15,5	14,2	12,7	10,4	13,0	15,1	17,4	18,1
Przeciętne realne wynagrodzenie w gospodarce narodowej ^a	99,7	97,3	97,1	100,5	102,8	105,5	105,9	103,3	104,7	101,1	102,7	104,3
Mieszkania oddane do użytku	101,9	97,2	71,0	81,1	88,2	92,5	118,7	109,4	101,7	106,7	120,7	91,5
Inwestycje ogółem	95,9	100,4	102,9	108,0	117,1	119,2	122,2	115,3	105,0	101,4	90,5	90,0
Nakłady inwestycyjne na budowę mieszkań	97,7	86,3	75,4	90,8	92,7	96,8	117,7	113,3	116,4	118,0	101,2	87,0

^a Do 1994 r. netto, od 1995 r. brutto.

Źródło: GUS.

nym²¹, który stworzył podstawy nowoczesnej gospodarki przestrzennej; m. in. uregulował zasady ustanawiania odszkodowania dla właścicieli nieruchomości za spadek wartości spowodowany zmianami w planie zagospodarowania przestrzennego.

Przekształcenia gospodarcze zaczęły przynosić efekty, notowano wzrost PKB, stabilizację poziomu bezrobocia i dalszy spadek inflacji. Bardzo dynamiczny rozwój nowo utworzonej giełdy papierów wartościowych spowodował, iż strumień środków finansowych nie był kierowany do rynku nieruchomości w znaczącym stopniu. Przy małej zasobności polskiego społeczeństwa, słabości inwestorów instytucjonalnych, wysokiej inflacji wpływało to na tempo rozwoju rynku. Mimo tych uwarunkowań dynamicznie wzrastał volumen transakcji – do 336 tys. w 1993 r. i 423 tys. w 1994 r.²² Wydaje się, że porównując rynek polski z rynkami czeskim czy węgierskim, można zaobserwować pewne opóźnienie naszego rynku nieruchomości w stosunku do nich, ponieważ w tym czasie cieszyły się one dużym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych, co nie było jeszcze widoczne w Polsce.

Rok 1995 można uznać za początek trzeciego etapu rozwoju rynku nieruchomości. Ugruntowaniem nowych zasad funkcjonowania rynku było uchwalenie w 1997 r. ustawy o gospodarce nieruchomościami²³, zwanej także konstytucją rynku nieruchomości. W znacznej mierze ta regulacja dotyczyła zasad zbywania i gospodarowania nieruchomościami publicznymi, ponadto określała zasady ograniczania praw do nieruchomości, będących w ręku podmiotów prywatnych oraz warunków prowadzenia działalności zawodowej na rynku nieruchomości. Zakres ustawy był więc bardzo szeroki, objął m. in. zasadę zbycia nieruchomości publicznych na drodze przetargowej, określając wyjątki od tej reguły (np. zbycie lokalu mieszkalnego jego najemcy). Ustawa w sposób szczegółowy określiła warunki wywłaszczenia, łącznie z precyzyjnymi zasadami określania wartości wywłaszczanej nieruchomości, unormowała czasowe ograniczanie praw do nieruchomości, problematykę podziałów oraz scaleń i podziałów nieruchomości. W akcie tym znalazły się też zasady prowadzenia działalności zawodowej w charakterze pośrednika w obrocie nieruchomościami, zarządcy nieruchomości oraz rzeczoznawcy majątkowego, wymagające uzyskania uprawnień potwierdzonych licencją państwową.

²¹ Dz. U. 1999, nr 15, poz. 139, z późn. zm.

²² Za: *Wielkość...*

²³ Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, Dz. U. nr 115, poz. 741; i akty dopełniające zawarte w niej regulacje takie jak: rozporządzenie Rady Ministrów z 7 lipca 1998 r. w sprawie szczegółowych zasad wyceny nieruchomości oraz zasad i trybu sporządzania operatu szacunkowego, Dz. U. nr 98, poz. 612; rozporządzenie Rady Ministrów z 18 sierpnia 1998 r. w sprawie wykonania niektórych przepisów ustaw o gospodarce nieruchomościami, dotyczących działalności zawodowej, Dz. U. nr 115, poz. 745.

Lata 1995–1999 można bez wątpienia określić jako okres najbardziej dynamicznego rozwoju gospodarczego Polski w okresie transformacji. Wyrazem pozytywnych tendencji był silny wzrost PKB – sięgający nawet 7% w 1995 r., a 6,8% w 1997 r., spadek inflacji z poziomu 27,8% w 1995 r. do 7,3% w 1999 r. oraz obniżenie poziomu bezrobocia, co miało niestety krótkotrwały charakter. W końcowej fazie tego okresu pojawiły się jednakże sygnały, iż bez dalszych reform o charakterze strukturalnym nie będzie możliwe utrzymanie takiego tempa rozwoju.

Wpływ szeregu dotychczasowych ograniczeń rozwoju rynku nieruchomości został wyeliminowany lub zmniejszony. Obserwowano w tym czasie, iż zwiększyła się skłonność do inwestowania w nieruchomości, postrzeganych jako lokata kapitału, co związane było także z dynamicznym rozwojem gospodarczym oraz znacznie mniejszą opłacalnością inwestycji giełdowych. Liczba transakcji rynkowych zaczęła się stabilizować na poziomie około 450 tys.²⁴

Zmiany wprowadzone w tzw. infrastrukturze prawnej w całym okresie lat 90. mają doniosłe znaczenie dla rynku nieruchomości, bowiem stworzyły prawne podstawy do jego rozwoju w Polsce poprzez zniesienie ograniczeń, które w poprzednim okresie uniemożliwiały jego funkcjonowanie na zasadach rynkowych. Ponadto przyczyniły się one do wykreowania nowej struktury inwestorskiej w Polsce.

Od końca lat 90. polski rynek nieruchomości wszedł w kolejną, czwartą fazę, charakteryzującą się zbliżaniem zasad funkcjonowania do panujących w krajach o gospodarce rynkowej. Zmiany legislacyjne pozwoliły na poszerzenie struktury inwestorskiej rynku – umożliwiono funduszom emerytalnym, towarzystwom ubezpieczeniowym i funduszom inwestycyjnym zakupy listów zastawnych (pierwsza emisja miała miejsce w połowie 2000 r.), powstała regulacja prawna umożliwiająca powstanie zamkniętych funduszy nieruchomości, z drugiej strony wprowadzono przepisy o socjalistycznym rodowodzie bardzo ograniczające rynek mieszkań czynszowych²⁵.

Zreformowano także przepisy określające zasady działania spółdzielni mieszkaniowych. W 2000 r. uchwalono ustawę o spółdzielniach mieszkaniowych²⁶. Konieczność zmiany regulacji wynikała z niedostosowania dotychczasowych przepisów do realiów gospodarki rynkowej, m. in. wskazywano na

²⁴ Za: *Wielkość...*

²⁵ Wprowadzono politykę czynszową, która bardzo ograniczyła możliwość podnoszenia stawek oraz określono minimalny czas zawarcia umowy najmu lokalu mieszkalnego – 3 lata, co przy bardzo ograniczonych możliwościach wypowiedzenia umowy doprowadziło do znacznego zmniejszenia zainteresowania tym segmentem rynku.

²⁶ Ustawa z 15 grudnia 2000 r. o spółdzielniach mieszkaniowych, Dz. U. 2001, nr 4, poz. 27.

konieczność ułatwienia podziałów wielkich spółdzielni mieszkaniowych na mniejsze jednostki, którymi można byłoby sprawniej zarządzać. Na mocy tej regulacji wyposażono spółdzielnie mieszkaniowe w możliwość ustanawiania odrębnej własności lokali²⁷ dla swoich członków, pozostawiono im możliwość ustanawiania praw lokatorskich, ale odebrano możliwość tworzenia własnościowych ograniczonych praw spółdzielczych²⁸. Ze względu na silną krytykę znowelizowano ustawę m. in. przywracając możliwość ustanawiania przez spółdzielnie własnościowych praw spółdzielczych.

Pogorszenie koniunktury gospodarczej, wyrażające się w znacznym spadku dynamiki wzrostu PKB i zwiększeniu liczby osób pozostających bez pracy, zmniejszyło aktywność rynku nieruchomości. Zmniejszyła się liczba transakcji²⁹ – w latach 2000 i 2001 oscylowała ona na poziomie 400 tys., w 2002 r., jak oceniano, spadła do około 375 tys. Zjawiska recesyjne objęły wiele segmentów rynku nieruchomości – w tym przede wszystkim rynek powierzchni biurowych i mieszkaniowych. Podmioty gospodarcze poszukując możliwości obniżenia kosztów działalności redukowały liczbę zatrudnionych i wynajmowane powierzchnie. Wysoka podaż powierzchni w tym czasie, przede wszystkim biurowych w Warszawie, będąca konsekwencją zakończenia inwestycji rozpoczętych w okresie dynamicznego rozwoju, przyczyniła się do spadku stawek czynszu i wzrostu poziomu pustostanów. Recesja na rynku mieszkaniowym nie była tak widoczna, m. in. z powodu zmian przepisów podatkowych, co zmniejszyło przewidywany spadek popytu mimo pogorszenia koniunktury. Nasiliły się jednak bankructwa deweloperów, którzy nie dostrzegli dekonunktury.

Od 2003 r. poprawa koniunktury w gospodarce ujawniła się na rynku nieruchomości – w II połowie 2003 r. liczba transakcji była wyższa niż w analogicznym okresie 2001 r. i 2002 r.³⁰

Rynek nieruchomości w Polsce, pomimo relatywnie krótkiego jego okresu rozwoju, posiada bardzo silne podwaliny instytucjonalne. Składają się na nie m. in.:

- podstawy legislacyjne funkcjonowania rynku nieruchomości – mienie państwowe jest podzielne, uregulowane zostały zasady jego prywatyzacji, zasady wywłaszczeń i podziałów;

²⁷ Odrębna własność lokali oznacza, że lokal jest nieruchomością, a jego właścicielowi przysługuje przymusowa współwłasność części wspólnej.

²⁸ Jednakże te ograniczone spółdzielcze prawa rzeczowe, które istniały wcześniej, nadal funkcjonowały i funkcjonują, a podmioty tych praw nie mogą zostać zmuszone do przekształcenia ich w pełną własność.

²⁹ Za: *Wielkość...*

³⁰ L. Kałkowski, *Rynek nieruchomości w Polsce w I półroczu 2003 r.*, „Świat Nieruchomości” 2003, nr 41, s. 51–54.

- system bankowości hipotecznej, w Polsce działają cztery banki hipoteczne, z czego trzy dokonały emisji papierów wartościowych na bazie obciążeń hipotecznych;
- uregulowane zasady wyceny nieruchomości, wzorowane na rozwiązaniach zachodnich. Stworzone zostały standardy wyceny, oparte na standardach TEGOVA i Międzynarodowych Standardach Wyceny;
- badania nad rynkiem nieruchomości i kształcenie kadry na potrzeby obsługi tego rynku na wyższych uczelniach;
- profesjonalna kadra do obsługi rynku nieruchomości – oprócz grupy rzeczoznawców majątkowych posiadających uprawnienia państwowe (około 4 tys. osób) działają licencjonowani pośrednicy (4,5 tys.) i licencjonowani zarządcy (około 13 tys.);
- siedziby największych firm doradztwa nieruchomościowego na świecie w Warszawie.

Za przeszkody w rozwoju rynku o charakterze prawnym należy uznać brak uregulowania stosunków własnościowych za pomocą ustawy reprivatyzacyjnej oraz utrudnienia w dokonywaniu transakcji, wynikające z długiego okresu wpisu do ksiąg wieczystych. Zagroza to nie tylko bezpieczeństwu obrotu, ale również ogranicza możliwość wykorzystania hipoteki jako podstawy zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy. Pozytywnym sygnałem są prace legislacyjne nad ustawą reprivatyzacyjną, a także prace zmierzające do komputeryzacji ksiąg wieczystych.

Rynek nieruchomości w Polsce można zaliczyć do rynków aktywnych – na 1000 mieszkańców przypada 14 transakcji rocznie (stan 2002 r.)³¹. Dominują transakcje o charakterze rynkowym. Transakcje o charakterze nierynkowym (spadkobrania, dziedziczenia, wywłaszczenia, uwłaszczenia) stanowią około 23%.

Największą aktywnością odznacza się rynek nieruchomości mieszkaniowych – udział transakcji mieszkaniowych w ogólnej liczbie transakcji rynkowych wynosi około 65% (stan 2002 r.)³².

Aktywność rynku nieruchomości wykazuje znaczne zróżnicowanie przestrzenne. Na cztery województwa (wielkopolskie, śląskie, małopolskie i dolnośląskie) przypada ponad 40% ogółu transakcji nieruchomościowych w kraju.

³¹ Za: *Wielkość...*

³² Dane o aktywności rynku pochodzą z badań Instytutu Rozwoju Miast w Krakowie, prowadzonych pod kierunkiem prof. L. Kałkowskiego.

6.2. Problemy rozwoju rynku mieszkaniowego

6.2.1. Zasób mieszkaniowy

Wysiłek gospodarczy do drugiej połowy lat 90. koncentrował się poza obszarem mieszkalnictwa – por. tab. 6.1. Tempo wzrostu PKB w relacji do poziomu nakładów inwestycyjnych na budowę mieszkań jest tego wymownym dowodem. Można wskazać makroekonomiczne i instytucjonalne przyczyny tego stanu rzeczy. Po stronie makro dominujące znaczenie miały: wysoki poziom inflacji, co uniemożliwiało korzystanie w szerszej mierze ze źródeł obcych kapitału, niski poziom płac realnych i wysoki poziom bezrobocia, co wpływało na bardzo ograniczony zakres finansowania ze środków własnych. Problemy instytucjonalne wynikały przede wszystkim ze zniesienia wielu starych, nieprzystających do nowych warunków regulacji prawnych bez zastąpienia ich nowoczesnymi rozwiązaniami³³. Malejące wsparcie ze strony państwa wpływało i nadal oddziałuje negatywnie na możliwości finansowania budownictwa mieszkaniowego³⁴.

Tabela 6.2

Zasoby mieszkaniowe w Polsce 1970–2002

Wyszczególnienie	1970	1980	1990	1995	2001	Spis powszechny 2002
Mieszkania zamieszkane (mln)	8,08	9,79	11,02	11,49	12,10	11,76
Ludność w mieszkaniach (mln)	31,85	34,73	37,43	37,84	37,86	37,80
Przeciętna liczba mieszkań na 1000 mieszkańców	247,6	274,1	288,7	303,6	319,5	311,1
Przeciętna powierzchnia użytkowa na 1 mieszkanie	50,7	54,5	59,6	60,5	61,7	68,6

Źródło: *Gospodarka mieszkaniowa*, GUS Wyniki Spisu Powszechnego 2002, GUS, Warszawa 2002.

³³ Fundamenty nowoczesnego sektora mieszkaniowego pojawiły się dopiero w połowie lat 90. (ustawa z 24 czerwca 1994 r. o własności lokali, ustawa z 2 lipca 1994 r. o najmie lokali mieszkalnych i dodatkach mieszkaniowych, ustawa z 7 lipca 1994 r. o zmianie ustawy prawo spółdzielcze, ustawa z 7 lipca 1994 r. prawo budowlane, ustawa z 12 października 1994 r. o zasadach przekazywania zakładowych budynków mieszkalnych przez przedsiębiorstwa państwowe i inne).

³⁴ Środki budżetowe są przede wszystkim przeznaczane na refundację premii gwarancyjnych i wykup odsetek od starych kredytów, rozwój społecznego budownictwa czynszowego oraz nowe programy są finansowane w znacznie węższym zakresie.

Większa część zasobów mieszkaniowych w Polsce została wybudowana po II wojnie światowej. Wyniki ostatniego spisu powszechnego wskazują, że jest to 76,2% zasobów mieszkaniowych. Systematycznie wzrasta powierzchnia przeciętnego mieszkania, jednakże w dalszym ciągu bardzo niski jest wskaźnik zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych – por. tab. 6.2. W krajach Unii Europejskiej na 1000 mieszkańców przypada przeciętnie ponad 400 mieszkań, w krajach kandydujących – poza Polską – jest to ponad 350 mieszkań³⁵, w naszym kraju – jak wskazują dane spisowe – jest to jedynie 311. Oblicza się, iż brakuje około 1,5–2 mln mieszkań.

Porównując do poprzednich danych spisowych, zwiększyła się dostępność wyposażenia mieszkań w podstawowe instalacje, obecnie jedynie 4,3% nie jest wyposażonych w wodociąg, a 3,9% nie posiada żadnych instalacji.

6.2.2. Budownictwo mieszkaniowe

Na początku okresu transformacji obserwowano jeszcze – jako efekty długiego procesu budowy inwestycji rozpoczętych w poprzednim okresie – wysoką liczbę oddawanych do użytku mieszkań – ponad 130 tys. – por. tab. 6.3³⁶. Brak zasilania z budżetu państwa spowodował, że dotychczasowi lider – spółdzielnie mieszkaniowe – nie mogły budować na dotychczasowych zasadach i straciły swoją pozycję na rzecz inwestorów indywidualnych. Jeszcze w 1993 r. na 94,4 tys. oddanych do użytku mieszkań 50 tys. stanowiło własność spółdzielni, jednakże już od następnego roku proporcje się zmieniły – do spółdzielni należało 31,7 tys. nowych mieszkań, a do inwestorów indywidualnych 35,5 tys. Struktura inwestorów mieszkaniowych wzbogaciła się o dwie nowe grupy – podmioty, które budują wyłącznie na sprzedaż lub wynajem oraz Towarzystwa Budownictwa Społecznego³⁷.

Zaczęto budować na wynajem – w znaczeniu komercyjnym – na początku lat 90., co wynikało z przywilejów podatkowych związanych z tym typem aktywności gospodarczej³⁸. Pierwsze mieszkania oddano do użytku w 1993 r., w następnych latach wzrastało znaczenie tej grupy inwestorów, w 2001 i 2002 r. liczba mieszkań była większa niż oddawanych przez spółdzielnie mieszkaniowe: w 2001 r. – 29,4 tys., a 2002 r. – 22 tys. mieszkań.

³⁵ Deficyt mieszkań coraz większy, „Gazeta Prawna”, 14–16 III 2003, 52 (908).

³⁶ Por. J. Barbuski, *Rozwój budownictwa mieszkaniowego w warunkach funkcjonowania gospodarki rynkowej*, [w:] *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, IFGN SGH, Warszawa 2000.

³⁷ Podstawa prawna do ich powstania znalazła się w ustawie z 26 października 1995 r. o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego, tekst jednolity Dz. U. nr 98, poz. 1070 z późn. zm.

³⁸ Przepisy podatkowe zostały jednak szybko zmienione i niewiele mieszkań trafiło na ten segment rynku, zmianę przepisów motywowano tym, iż faworyzują ludzi zamożnych.

Tabela 6.3

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce 1990–2002

Rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Liczba mieszkań oddanych do użytku. W tym:	134 215	136 790	132 969	94 449	76 080	67 072	62 130	73 706	80 594	81 979	87 800	106 000	97 600
– spółdzielni	68 382	83 554	84 260	50 002	31 741	26 800	24 641	28 131	28 039	27 490	24 400	25 800	15 400
– komunalne	2 987	2 560	3 656	4 577	3 577	3 299	2 992	3 745	3 410	2 670	2 000	2 300	2 500
– zakładowe	15 434	10 718	8 190	5 922	3 842	2 531	1 612	1 380	1 438	964	1 200	1 000	600
– indywidualnych inwestorów	47 412	39 958	36 863	33 516	35 516	31 675	30 135	35 074	37 322	33 304	35 500	40 700	52 400
– na sprzedaż lub wynajem	–	–	–	485	1 404	2 767	2 691	5 099	8 963	14 195	20 700	29 400	22 000
– społeczne czynszowe (TBS)	–	–	–	–	–	–	59	277	1 422	3 356	4 000	6 800	4 700

Źródło: GUS.

Przyczyn tego stanu można upatrywać w tym, iż w drugiej połowie lat 90. wiele podmiotów gospodarczych zainteresowało się rynkiem budowlanym, a także zaczęli funkcjonować jako deweloperzy. Początkowo mieli bardzo dobre wyniki, gdyż ujawnił się w szczególności w dużych ośrodkach silny popyt (najlepszym przykładem jest tu Warszawa). Rozpoczynano coraz więcej inwestycji. Jednakże w związku z recesją w ciągu ostatnich lat sytuacja zmieniła się – mimo ciągłego braku mieszkań pojawiła się znaczna liczba pustostanów wśród nowo wybudowanych zasobów. Jest to wynikiem problemów z dostępem do środków finansowych na zakup. Deweloperzy mają poważne problemy związane z wypłacalnością, notuje się bardzo wiele wypadków bankructw firm deweloperskich i pracujących dla nich wykonawców³⁹.

Obok tradycyjnie występujących podmiotów, na rzecz których buduje się nowe mieszkania i domy, pojawiły się Towarzystwa Budownictwa Społecznego. Są to podmioty o charakterze *non-profit*, zajmujące się przede wszystkim budową mieszkań na wynajem. Najemcami mogą być jedynie osoby o niezaspokojonych potrzebach mieszkaniowych, których dochody nie przekraczają określonych limitów⁴⁰. Z danych Urzędu Mieszkalnictwa i Rozwoju Miast wynika, iż zatwierdzono statuty/umowy spółek 372 Towarzystw Budownictwa Społecznego; ocenia się, że faktycznie funkcjonuje około 200. Ich działanie jest silnie uzależnione od możliwości uzyskania preferencyjnych kredytów z Krajowego Funduszu Mieszkaniowego (finansowanego przez budżet państwa).

W latach 90. spadło znaczenie przedsiębiorstw państwowych jako kreatorów nowego zasobu mieszkaniowego. Przekształcenia własnościowe w strukturze gospodarki pociągały za sobą ograniczenia zakresu działalności tych podmiotów, a nierzadko ich całkowitą likwidację. W tej sytuacji w zasadzie zaprzestały one budowy mieszkań dla swoich pracowników.

Obecnie pracodawca, który chce zapewnić mieszkania swoim pracownikom, może skorzystać z tzw. systemu partycypacji w zasobie dostarczanym przez TBS-y. Za określony przez dany TBS procent kosztów budowy mieszkania, podmiot płacący ma prawo wskazać najemcę lokalu (płacący nie może być najemcą).

Najgorszym rokiem dla budownictwa mieszkaniowego był 1996 r., oddano do użytku jedynie 62,1 tys. mieszkań (30,1 tys. należało do inwestorów indywidualnych, a 28,1 tys. do spółdzielni). W następnych latach sytuacja

³⁹ Należy tu zauważyć, że w Polsce ze względu na brak zaufania instytucji kredytowych do deweloperów i koszt kredytu deweloperzy budują z powierzonych środków klientów, w przypadku bankructwa może się zdarzyć, że klient zostaje bez mieszkania i pieniędzy.

⁴⁰ Czysnż w TBS jest limitowany.

trochę się poprawiła, w 2001 r. oddano do użytku 106 tys. mieszkań, a w następnym roku 97,6 tys. Należy jednak zaznaczyć, że określenie stanu budownictwa mieszkaniowego jedynie na podstawie tych danych byłoby mylące. Wzrost liczby oddawanych do użytku mieszkań nie wynikał bowiem z poprawy koniunktury lub stworzenia lepszych warunków, a jedynie ze zmian przepisów podatkowych. Do końca 2001 r. zachętą do zakupu nowego mieszkania od dewelopera, spółdzielni mieszkaniowej lub do budowy domu była możliwość skorzystania z ulg w podatku dochodowym od osób fizycznych. Już w końcu lat 90. planowano zniesienie tych ulg, co zaowocowało wzmoczoną aktywnością deweloperów i dużą liczbą oddawanych do użytku mieszkań. Podobna sytuacja zaszła w 2001 r., kiedy wiadomo było, że ulga na pewno zostanie zniesiona. Obecna ulga – tzw. odsetkowa⁴¹ – ma ograniczony zakres, ponieważ niewielka część osób zgłaszających zapotrzebowanie mieszkaniowe spełnia kryteria do uzyskania kredytu bankowego.

Prawdopodobnie wpływ podobny do zmian przepisów podatkowych będzie miała zmiana prawa budowlanego w 2003 r. Jednym z celów dokonanej nowelizacji było ograniczenie nagminnego fikcyjnego wydłużania okresu budowy przez inwestorów indywidualnych. U podstaw takich działań inwestorów leżały również przepisy podatkowe, które uprzywilejowały budujących. Rok 2003 jest już wskazywany jako rok „cudów” w polskim budownictwie mieszkaniowym, liczba oddanych do użytku obiektów będzie prawdopodobnie rekordowa, ale nie będą to mieszkania dopiero teraz zbudowane. O skali problemu może świadczyć porównanie okresu budowy mieszkań różnych inwestorów. Średni czas realizacji budynków mieszkalnych w 2002 r. wyniósł 64,5 miesiąca (w 2001 r. 53,1), jednakże w budownictwie spółdzielczym okres ten wynosił 35,7 miesiąca (w 2001 r. 28,6), w zakresie inwestycji mieszkaniowych na sprzedaż lub wynajem 28 miesięcy (w 2001 r. 22), a rekordowo długi czas odnotowano w odniesieniu do budownictwa indywidualnego – 87 miesięcy (w 2001 r. 83).

Wydaje się, że istotne dla przewidywań rzeczywistej koniunktury w budownictwie mieszkaniowym jest odwołanie się do liczby wydawanych pozwoleń na budowę. W 2002 r. wydano pozwolenia na budowę 87,9 tys. mieszkań, co oznaczało spadek w stosunku do 2001 r. o 42,1%, w odniesieniu do mieszkań w budynkach realizowanych przez osoby fizyczne wydano 48,8 tys. pozwoleń, o 49,6% mniej niż w roku poprzednim.

⁴¹ Polega ona na możliwości odliczeń od dochodu odsetek od kredytu zaciągniętego na zakup, budowę nowego domu lub mieszkania, jednakże jest ograniczona zarówno pod względem kwoty odliczenia jak i czasu budowy.

6.2.3 Źródła finansowania

W latach 90. problemy z finansowaniem zakupów i budowy mieszkań oraz domów związane były przede wszystkim z wysokim kosztem kredytu oraz jego niewielką dostępnością. Koszt ten był pochodną wysokiej inflacji i braku stabilizacji gospodarczej. Banki nie były zainteresowane zwiększeniem finansowania rynku nieruchomości, ponieważ praktyka wskazywała na problemy z ustanowieniem zabezpieczenia – hipoteki⁴², jak i na trudności w egzekucji należności⁴³, ponadto inwestycje w rządowe papiery wartościowe były bardzo opłacalne. Po zmianie przepisów⁴⁴ i zmniejszeniu rentowności obligacji banki rozwinęły akcję kredytową, zaczęły funkcjonować banki hipoteczne, dla których podstawowym obszarem działalności jest rynek nieruchomości – por. rozdz. 2.2 i 6. Banki te refinansują swoją działalność za pomocą emisji listów zastawnych. Początkowo miały one problemy związane z brakiem ksiąg wieczystych.

Finansowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych związane jest w wielu krajach ze szczególnymi instrumentami wspierającymi, stosowanymi w ramach tworzenia warunków do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych obywateli. W Polsce stosowano ulgi podatkowe, których beneficjentami były osoby fizyczne – nabywcy nowych mieszkań lub budujący. W tej chwili stosowany jest inny typ ulgi, korzystającymi są osoby zaciągające kredyty hipoteczne. Państwo nie stworzyło w ciągu okresu transformacji długofalowego i konsekwentnego programu mieszkaniowego, wydatki budżetowe na ten cel są coraz bardziej ograniczone – por. tab. 6.4.

Jednym z najważniejszych problemów występujących na obszarze rynku nieruchomości jest niska zdolność kredytowa potencjalnych kredytobiorców-nabywców. Możliwość spłacania kwoty kredytu wraz z odsetkami w umówionym terminie podlegająca ocenie banku jest kryterium przesądzającym często na niekorzyść klienta. Brak zdolności kredytowej często wyklucza ludzi młodych o stosunkowo niskich dochodach, czyli grupę zgłaszającą silne zapotrzebowanie na mieszkania.

⁴² Hipoteka powstaje z momentem wpisu do księgi wieczystej, prowadzonej dla danej nieruchomości, znaczna część nieruchomości w Polsce nie ma jednak założonych kw, okres oczekiwania zależy od wielkości ośrodka, najgorzej jest w wielkich miastach, np. w latach 90. w Warszawie oczekiwanie na założenie kw trwało czasami 2 lata, powszechnie ubezpiecza się kredyt do momentu wpisu hipoteki do kw, koszt obciąża kredytobiorcę.

⁴³ Trudności te wynikały z przewlekłości postępowania egzekucyjnego, przywilejów państwowych wierzytelności oraz niewiarygodnych wycen nieruchomości sporządzanych przy ubieganiu się o kredyt.

⁴⁴ Zmniejszono m. in. przywileje Skarbu Państwa i Zakładu Ubezpieczeń Społecznych w dochodzeniu zaległości podatkowych i składek od dłużnika, poprzednio tego typu wierzytelności miały pierwszeństwo bez względu na datę powstania hipoteki.

Tabela 6.4

Wydatki budżetowe na zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych w latach 1991–2001

Wydatki	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ogółem (mln zł)	1 227	2 350	1 923	2 760	2 817	3 398	3 392	3 297	3 103	2 590	3 957
Zmiana, rok poprzedni = 100 (%)	100,0	191,5	81,8	143,5	102,1	120,6	99,8	97,2	94,1	83,5	153
Wydatki mieszkaniowe jako % wydatków budżetowych	5,1	6,1	3,8	4,0	3,1	3,1	2,7	2,4	1,5	1,7	2,2
Wydatki mieszkaniowe jako % PKB	1,5	2,0	1,2	1,3	1,0	0,9	0,8	0,6	0,4	0,4	0,5

Źródło: dane Urzędu Mieszkalnictwa i Rozwoju Miast.

Tabela 6.5

Kredyty mieszkaniowe dla osób prywatnych i ich dynamika w latach 1996–2002

Rok	Ogółem		Złotowe		Walutowe	
	mln zł	dynamika	mln zł	dynamika	mln zł	dynamika
1996	1 002,4		980,9		21,5	
1997	1 793,2	178,9	1 646,9	167,9	146,3	680,0
1998	2 952,7	164,7	2 688,8	163,3	263,9	180,4
1999	5 716,6	193,6	5 178,3	192,6	538,3	204,0
2000	9 314,1	162,9	7 113,6	137,4	2 200,5	408,8
2001	13 760,3	147,7	6 743,1	94,8	7 017,3	318,9
2002	19 661,5	142,8				

Źródło: NB.

Wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa i zwiększoną konkurencją między pośrednikami finansowymi, również zagranicznymi, będzie wzrastała liczba udzielonych kredytów. Wydaje się, że banki są zainteresowane rozwijaniem rynku kredytów hipotecznych, o czym świadczy rosnąca dynamika udzielanych kredytów, por. tab. 6.5. Jednakże w porównaniu z krajami Unii Europejskiej w dalszym ciągu potencjał wzrostu nie jest w pełni wykorzystany.

6.2.4. Prywatyzacja zasobu

Głównym właścicielem w okresie socjalistycznym było państwo i jednostki o charakterze społecznym. W miarę rozwoju transformacji rozpoczął się proces komunalizacji, a następnie prywatyzacji zasobu publicznego – por. tab. 6.6, 6.7 i 6.8. Gminy stały się właścicielami znacznej części zasobu mieszkaniowego, często zdekapitalizowanej, wymagającej znacznych nakładów remontowych. Ustawa o własności lokali z 1994 r. regulowała zasady wyodrębniania własności poszczególnych lokali oraz wskazywała sposób zarządzania nieruchomością wspólną. Na mocy tej ustawy zaczęły powstawać wspólnoty mieszkaniowe, jednostki tworzone przez ogół właścicieli lokali w budynku (wspólnota powstaje już w momencie sprzedaży pierwszego lokalu przez np. gminę, w tym wypadku członkami byłiby nabywca i gmina). Zarząd nieruchomością wspólną może mieć charakter bezpośredni (jeśli w budynku jest do 7 lokali), co oznacza wspólne podejmowanie decyzji przez wszystkich właścicieli lub pośredni, gdy sprawują go wybrane osoby, może także być powierzony podmiotom zewnętrznym.

Gminy decydowały się i nadal decydują na sprzedaż mieszkań ze znaczną bonifikatą w stosunku do wartości rynkowej, przeciętnie wysokość pono-

Podział zasobu według kategorii właściciela 1991–2001 (w tys.)

Wydatki	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ogółem (1000)	11 152	11 278	11 366	11 434	11 491	11 547	11 613	11 688	11 771	11 845	11 946
Spółdzielnie mieszkaniowe (ogółem)	2 828	2 974	3 078	3 170	3 188	3 205	3 263	3 329	3 350	3 387	3 410
W tym: prawa spółdzielcze własnościowe	1 207	1 341	1 462	1 624	1 710	1 788	1 923	2 043	2 165	2 230	2 350
Gminne (własność i współwłasność)	1 994	2 028	2 032	2 036	2 035	1 692	1 629	1 555	1 458	1 371	1 280
Zakładowe	979	942	1 412	1 255	1 155	911	821	682	617	542	483
Wspólnoty mieszkaniowe	–	–	–	–	–	466	541	601	678	692	688

Źródło: *Gospodarka mieszkaniowa*, GUS.

Tabela 6.7

Podział zasobu według kategorii właściciela 1991–2001 (w %)

Wydatki	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ogółem %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Spółdzielnie mieszkaniowe (ogółem) %	25,3	26,3	27,0	27,7	27,7	27,7	28,0	28,4	28,4	28,5	28,5
W tym: prawa spółdzielcze własnościowe %	10,8	11,9	12,8	14,2	14,8	15,4	16,5	17,4	18,3	18,8	19,6
Gminne (własność i współwłasność) %	17,8	18,0	17,8	17,8	17,7	14,6	14,0	13,3	12,3	11,5	10,7
Zakładowe %	8,7	8,3	12,4	10,9	10,0	7,8	7,0	5,8	5,2	4,5	4,0
Wspólnoty mieszkaniowe %	–	–	–	–	–	4,0	4,0	5,1	5,7	5,8	5,7

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Gospodarka mieszkaniowa*, GUS.

Tabela 6.8

Mieszkania sprzedane przez gminy i zakłady pracy podmiotom prywatnym w latach 1990–2001 (w tys.)

Rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mieszkania sprzedane przez gminy (stan na koniec roku)	1,6	1,2	5,0	5,8	5,8	48,5	56,3	74,5	84,3	90,9	63,8	55,8
Zasób gminny (własność i współwłasność, stan na koniec roku)		1 994,4	2 028,0	2 032,5	2 036,6	2 035	1 692	1 629,7	1 555,1	1 458,6	1 371,4	1 280
Mieszkania sprzedane przez zakłady pracy (stan na koniec roku)	0,4	0,9	10,0	22,6	35,2	30,5+	46,0	38,7	48,0	53,8	43,5	39,7
Zasób Zakładowy (stan na koniec roku)		979,4	942,9	1 412,7	1 255,0	1 155	911	821,5	682,8	617,0	542,3	483

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Gospodarka mieszkaniowa*, GUS.

szonych przez kupującego wydatków sięga jedynie 10–20% wartości rynkowej mieszkania, a zdarzają się wypadki, gdy bonifikata sięga nawet 99% wartości rynkowej⁴⁵. Prywatyzacja bowiem zwalnia dotychczasowego właściciela – podmiot publiczny z wyłącznej odpowiedzialności za stan techniczny zasobu, następuje przeniesienie części ciężaru finansowego na nowych właścicieli mieszkań⁴⁶, stosownie do wielkości ich udziałów. Jednakże obecnie rodzą się problemy wynikające z konieczności ponoszenia wysokich kosztów remontów przez nowych właścicieli starego zasobu mieszkaniowego.

Zasób mieszkań zakładowych także podlega stopniowemu zmniejszaniu na skutek ich sprzedaży. Zasadnicze znaczenie miały tu: ustawa o zasadach przekazywania zakładowych budynków mieszkalnych przez przedsiębiorstwa państwowe⁴⁷ oraz ustawa o zasadach zbywania mieszkań będących własnością przedsiębiorstw państwowych, niektórych spółek handlowych z udziałem Skarbu Państwa, państwowych osób prawnych oraz niektórych mieszkań będących własnością Skarbu Państwa⁴⁸. Osoby uprawnione, przede wszystkim pracownicy, mają prawo pierwszeństwa w zakupie zajmowanego lokalu. Zachętę stanowi możliwość skorzystania z bonifikaty, której wysokość jest uzależniona od okresu pracy i trwania umowy najmu, maksymalnie nie może ona przekroczyć 95% ceny sprzedaży mieszkania.

Obserwując dynamikę przekształceń własnościowych w zasobach komunalnych, można wskazać, iż największe nasilenie procesów prywatyzacyjnych miało miejsce w latach 1997–1999, aczkolwiek w dalszym ciągu trwa proces zmniejszania mieszkaniowych zasobów komunalnych – por. tab. 6.8. Bardzo często tylko część najemców decyduje się na wykup, utworzona z właścicieli nieruchomości lokalowych w danym budynku wspólnota mieszkaniowa ma w swoim składzie także przedstawicieli gminy.

⁴⁵ Wysokość bonifikaty uzależniona jest wyłącznie od decyzji właściciela nieruchomości w odniesieniu do mieszkań publicznych.

⁴⁶ Stają się oni współwłaścicielami części wspólnej (częściami wspólnymi są zarówno grunt pod budynkiem, jak i części budynku i urządzenia, które nie służą wyłącznie do użytku właścicieli poszczególnych lokali), mają udziały, których wysokość uzależniona jest od stosunku powierzchni użytkowej mieszkania z pomieszczeniami przynależnymi do całkowitej powierzchni wszystkich lokali wraz z pomieszczeniami przynależnymi.

⁴⁷ Ustawa z dnia 12 października 1994 r. o zasadach przekazywania zakładowych budynków mieszkalnych przez przedsiębiorstwa państwowe, Dz. U. nr 119, poz. 567 z późn. zm.

⁴⁸ Ustawa z dnia 15 grudnia 2000 r. o zasadach zbywania mieszkań będących własnością przedsiębiorstw państwowych, niektórych spółek handlowych z udziałem Skarbu Państwa, państwowych osób prawnych oraz niektórych mieszkań będących własnością Skarbu Państwa, Dz. U. 2001, nr 4, poz. 24 z późn. zm.

6.2.5. Polityka czynszowa⁴⁹

Do 1994 r. czynsze w Polsce miały charakter urzędowy – ustalane były ogólnie rozporządzeniami Rady Ministrów. Z powodu niskiej wysokości tych opłat wpływy pokrywały jedynie około 30% bieżących kosztów eksploatacyjnych⁵⁰. Nowa regulacja – ustawa o najmie lokali mieszkalnych i dodatkach mieszkaniowych z 1994 r. – określiła nowe zasady polityki czynszowej. Podzieliła mieszkania na te, których najemcy opłacali czynsz regulowany i czynsz wolny. Czynsz regulowany opłacali najemcy zasobu publicznego oraz ci, którzy posiadali administracyjne decyzje o przydziale w zasobie prywatnym⁵¹. Wysokość czynszu była limitowana decyzją rady danej gminy, a limit ustawowy wynosił 3% wartości odtworzeniowej lokalu w skali roku. Najczęściej wysokość czynszu oscylowała w granicach 1–1,5% wartości odtworzeniowej, co często było niewystarczające dla prowadzenia prawidłowej polityki remontowej, a nawet eksploatacji. Ustawa wprowadzała zasadę, iż czynsze zostaną uwolnione od końca 2004 r.

Nowa regulacja nie została w pełni wykorzystana, czego efektem było to, iż w końcu lat 90. wpływy czynszowe pokrywały jedynie 60–70% kosztów eksploatacji. Z powodu niezgodności części przepisów dotyczących czynszu regulowanego z konstytucją została uchwalona nowa ustawa⁵², której zadaniem było kompleksowe objęcie problematyki zasobów czynszowych.

Jednakże ustawa pod znamienym tytułem – o ochronie praw lokatorów – wywołała wiele kontrowersji, ponieważ ograniczyła swobodę zawierania umów oraz uniemożliwiła swobodne podwyżki czynszów⁵³. Po korekcie tego aktu prywatni właściciele powszechnie podnoszą stawki czynszu, jednostki publiczne reagują wstrzemięźliwie.

Jednocześnie z reformą czynszów wprowadzono system dodatków mieszkaniowych, który miał ochronić grupę podmiotów, dla których podwyżki

⁴⁹ Patrz też: *Rynek nieruchomości w Polsce*, red. L. Kałkowski, Twigger, Warszawa 2001, s. 189 i n.

⁵⁰ Przykładowo w 1984 r. – 36%, w 1987 r. – 24%, w 1991 r. – 32%, w 1994 r. – 28%, za: J. Kornilowicz, *op. cit.*

⁵¹ Sytuacja właścicieli zasobu prywatnego z najemcami płacącymi czynsz regulowany była bardzo trudna – mieli obowiązki wynikające z przepisów prawa budowlanego, ale nie mogli decydować o wysokości stawek czynszu.

⁵² Trybunał Konstytucyjny uznał, że nieprawidłowe jest limitowanie stawek czynszu w zasobach czynszowych prywatnych i jednocześnie nakładanie na właścicieli obowiązków czynienia nakładów przekraczających często znacznie osiągnięte z nieruchomości dochody.

⁵³ Ograniczenie swobody umów polegało na tym, iż można było zawrzeć umowę jedynie na czas nieoznaczony – właściciel miał bardzo utrudnione wypowiedzenie umowy lub na czas oznaczony nie krótszy niż 3 lata, w ostatnim czasie zostało to zmienione; zasady podwyższania stawek czynszów zostały uznane przez Trybunał Konstytucyjny za sprzeczne z konstytucją i przestały obowiązywać.

czynszu byłyby zbyt dolegliwe ekonomicznie. Jednakże rezultaty kilkuletniego obowiązywania nowych przepisów nie były zadowalające. Gminy nie podnosiły stawek czynszu radykalnie, obawiając się, że duże podwyżki spowodują jednocześnie wzrost obciążeń budżetów lokalnych poprzez konieczność wyższych wypłat dodatków mieszkaniowych⁵⁴. Kolejną przyczyną bardzo ograniczonego poziomu podwyżek była obawa przed utratą poparcia społecznego i w rezultacie przegrana w wyborach lokalnych. System dodatków mieszkaniowych nie rozwinął się w szerszym zakresie, ponieważ znaczna część zainteresowanych została wyłączona z możliwości uzyskania pomocy⁵⁵.

Niski poziom wykorzystywania dodatków mieszkaniowych wywołał konieczność zmian regulacji prawnej, co nastąpiło w połowie 2001 r., a nowe przepisy zaczęły obowiązywać od początku 2002 r. Celem uelastycznionych kryteriów przyznawania dodatków jest rozszerzenie kręgu podmiotów uprawnionych do ich pobierania.

6.2.6. Podsumowanie

W ocenie gospodarki mieszkaniowej w Polsce dominuje podejście zasobowe, obejmujące ocenę ilościową i jakościową zasobu, pomijana jest jego rola ekonomiczna. Tradycyjnie podkreśla się istnienie olbrzymich potrzeb mieszkaniowych, zaległości remontowych (luki remontowej) oraz nieprawidłową strukturę wielkości mieszkań. Ocena ta, przytaczana w latach 80., nie straciła nic na aktualności w latach 90., a także u progu wieku XXI.

Wstępne szacunki spisu powszechnego z czerwca 2002 r. wykazują, że w Polsce zasób mieszkaniowy wynosi 12,3 mln mieszkań, zamieszkałych 11,76 mln. Ich statystyczny niedobór, będący wynikiem porównania liczby gospodarstw domowych z ilością mieszkań, wynosi 1,5 mln. Wielkość ta nie uwzględnia koniecznych wyburzeń, które wynikają z bardzo złego stanu technicznego, konieczności poprawy warunków mieszkaniowych oraz konieczności istnienia pewnej wolnej puli mieszkań, niezbędnej do prowadzenia prawidłowej polityki remontowo-modernizacyjnej.

Ocena ilościowa i jakościowa zasobu wypada negatywnie. Pomimo upływu lat ciężar problemu mieszkaniowego nie słabnie, lecz – przeciwnie – zwiększa się. Urynkowiona została faza tworzenia i podziału, przystąpiono do urynkowania fazy utrzymania. Pogłębiająca się dekapitalizacja zasobu mieszkaniowego w wielu miastach oraz nie znajdujące zaspokojenia zapotrzebowanie na lokale socjalne w połączeniu ze sporami dotyczącymi stawek

⁵⁴ Okazało się to nieuzasadnione w świetle przeprowadzonych badań, patrz: H. Kulesza, *Czynsze a dodatki mieszkaniowe*, „Sprawy Mieszkaniowe” 2000, nr 1–2.

⁵⁵ Osoby zamieszkujące duże i bardzo duże mieszkania, osoby już zalegające z zapłatą czynszu.

czynszów⁵⁶ wpływają często na negatywną ocenę kierunku reform sektora nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Oczekiwania społeczne będące wypadkową dążeń osób przyzwyczajonych do dawnych przywilejów socjalnych oraz aspiracji do osiągnięcia poziomu życia społeczeństw zachodnich są wygórowane w stosunku do możliwości gospodarczych.

Sektor mieszkaniowy w rozwiniętych krajach odgrywa – oprócz funkcji zasobowej – funkcję ekonomiczną: uczestniczy w tworzeniu PKB, stwarza miejsca pracy i kreuje źródło dochodów w postaci opłat i podatków. We współczesnych rozważaniach ekonomicznych podkreśla się – oprócz tradycyjnie rozumianej ekonomicznej roli sektora mieszkaniowego – również efekty procesowe. Nieruchomości, w tym również nieruchomości mieszkaniowe, stwarzają możliwość „odmrożenia” kapitału poprzez ich wykorzystanie jako zabezpieczenia wiarytelności. Oznacza to, że zasób mieszkaniowy służy nie tylko bezpośrednio celom fizycznym. Zasób ten, co silnie podkreśla H. De Soto, wieździe równoległe życie poza światem fizycznym⁵⁷. Kapitał ulokowany w nieruchomości może zostać „odmrożony”, by ponownie być zaangażowanym w procesach gospodarczych. Następstwem efektu procesowego jest refinansowanie działalności pośredników finansowych (w Polsce w odniesieniu do banków hipotecznych) poprzez emisję papierów wartościowych na podstawie wiarytelności hipotecznych.

W Polsce zasób mieszkaniowy funkcjonuje głównie w świecie fizycznym, pozostaje martwy na obszarze wytwarzania wartości dodatkowych, nie stanowiąc istotnego źródła „odmrażania” kapitału. Niedoceniańie ekonomicznej roli sektora mieszkaniowego i brak efektów procesowych z pewnością spowalniają rozwój gospodarczy kraju.

6.3. Problemy rozwoju pozostałych segmentów rynku nieruchomości

Podstawą rozwoju rynku nieruchomości jest stworzenie zasobu, odpowiedniego pod względem lokalizacji, jakości produktu, a także jakości zawartych umów najmu. Poszczególne segmenty rynku nieruchomości odznaczają się różnicowanym poziomem zasobu.

Rynek **powierzchni biurowych** wykazuje dużą koncentrację przestrzenną – 2/3 wszystkich wybudowanych powierzchni od początku lat 90. przypada na Warszawę⁵⁸. W stolicy znajduje się obecnie około 1,9 mln m² nowoczesnej

⁵⁶ Wydaje się, że mamy tu do czynienia z tzw. pułapką stabilizacji czynszów, oznaczającą bardzo duże opory społeczne przed urynkowaniem poziomu czynszów.

⁵⁷ H. De Soto, *Tajemnica kapitału*, Fijor Publishing, Chicago–Warszawa 2002.

⁵⁸ Poland Real Estate Review, Colliers International 2003.

powierzchni biurowej. Inne miasta posiadają ograniczone zasoby nowoczesnych powierzchni o wysokim standardzie. Zasób ten stanowi efekt silnych procesów deweloperskich w drugiej połowie lat 90. Obecnie obserwuje się spadek podaży nowych powierzchni – w 2000 r. nowa podaż wynosiła 300 tys., w 2001 r. – 219 tys., w 2002 r. – 210 tys.

W drugiej połowie lat 90. ujawniła się nadwyżka podaży nad popytem. W 2003 r. pustostany w Warszawie szacowano na poziomie 16,9%. W ciągu 2003 r. poziom pustostanów wykazał wzrost – z 15,75 do 16,9%. Wzrost wystąpił w lokalizacjach poza centrum, pozostając na niezmiennym poziomie w COB. Znaczna część pustostanów skupia się w kilku budynkach – na koniec 2002 r. w COB było 6 budynków o współczynniku powierzchni nie wynajętej przekraczającym 50%, a poza Centrum 10 budynków. Analitycy przewidują spadek współczynnika wolnej powierzchni⁵⁹. Pierwsze sygnały tendencji spadkowych występowały w 2003 r.

Prawie połowa nowoczesnej powierzchni w Warszawie zlokalizowana jest w Centralnym Obszarze Biznesu (COB). W bezpośrednim centrum stawki czynszów oscylują na poziomie 25–28 USD/m² miesięcznie, w centrum 19–22 USD, poza centrum 14–17 USD za m² miesięcznie. Stawki te są powiększane o koszty eksploatacji (5–6 USD/m²/miesiąc) i korygowane o współczynnik powierzchni wspólnych (*add-on factor*) od 0 do 15% (9). W Warszawie, w świetle badań firmy Jones Lang LaSalle stawki te zaczynają się stabilizować, zahamowany został ich trend spadkowy⁶⁰.

Stawki czynszu za powierzchnie biurowe wykazują duże zróżnicowanie przestrzenne. W 2002 r. najwyższe poza Warszawą stawki czynszu odnotowano w Poznaniu – do 105 zł/m² na m-c, czyli około 20–22 USD za wynajęcie powierzchni do 100 m² za klasę A, do 18–19 USD/m² m-c – za klasę B, do 9–10 USD/m² za klasę C.

Umowy podpisywane są obecnie najczęściej na okres 3–5 lat, poprzednio 5–10 lat. Zawierają szereg klauzul dotyczących renegotjacji warunków umowy, przede wszystkim waloryzacji czynszu. Zarówno stawki czynszu jak i sposób zawierania umów odwzorowują rynek najemcy, co stwarza warunki do stosowania zachęt dla najemcy – zwolnień z czynszu na 3 m-ce oraz dokonywanie aranżacji powierzchni na koszt właściciela. Colliers International szacuje, że zachęty finansowe doprowadziły do spadku stawek efektywnych o ok. 20% w 2002 r.⁶¹ Głównymi inwestorami na rynku powierzchni biurowych są fundusze z Austrii i Niemiec (w latach 1998–2002 ich udział sięgał 59% wartości transakcji), z USA (22%), Izraela (8%)⁶².

⁵⁹ *Ibidem*.

⁶⁰ Warsaw City Profile, Jones Lang LaSalle, September 2003.

⁶¹ „Poland Real Estate Review” 2003.

⁶² Por.: W. Karaszewski, *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne, Polska na tle świata*, Wydawnictwo Dom Organizatora, Toruń 2004.

W opinii inwestorów brakuje jednak na polskim rynku nieruchomości nowoczesnych produktów inwestycyjnych z długoterminowymi umowami najmu. Oczekuje się, że niektóre z inwestycji zostaną ponownie wystawione na sprzedaż w ciągu najbliższego roku (po wyższej cenie zakupu).

Rynek **powierzchni handlowych** należy obecnie do najbardziej aktywnych sektorów. Nie wykazuje on tak silnej, jak na rynku powierzchni biurowej, koncentracji przestrzennej. Obok Warszawy, powstały również w innych miastach powierzchnie od pierwszej (hiper- i supermarkety) do czwartej generacji (galerie handlowo-rozrywkowe z obiektami biurowymi i hotelowymi). Całkowitą podaż powierzchni handlowej szacuje się na około 3,0 mln m², w Warszawie na około 900 tys. m². Powierzchnia, przypadająca na 1000 mieszkańców, jest jednak w Polsce (62 m²) niższa od średniej w krajach zachodnich. Jednakże kilkakrotnie niższa niż w krajach zachodnich jest siła nabywczą.

Najsilniejszym graczem na rynku powierzchni handlowych jest Tesco, posiada w Polsce 35 hipermarketów. Drugie miejsce zajmuje Real (25), Hypernova (24), Auchan (16), Geant (15), Carrefour (13). Według szacunków Colliers do 2005 r. zainwestuje w Polsce ponad 120 nowych zagranicznych przedsiębiorstw handlowych. Ich celem są mniejsze ośrodki miejskie i wielkopowierzchniowe centra handlowe.

Wysokość czynszów zależy od wielkości wynajmowanej powierzchni, lokalizacji, położenia wewnątrz centrum, branży, a także długości okresu najmu. Na obrzeżach miast wystąpił spadek stawek czynszowych, utrzymując się one a nawet rosną w bezpośrednim centrum. W najlepszych lokalizacjach w galeriach handlowych wzrosły one z 50 USD za m² miesięcznie na koniec 2002 r. do 60 USD w 2003 r., za najlepsze lokalizacje najemcy byli skłonni płacić nawet 80–90 USD za m² miesięcznie. Najem małej (do 50 m²) powierzchni handlowej był – poza Warszawą – najdroższy we Wrocławiu i Szczecinie i wynosił od 3,0 do 9 USD/m², najem powierzchni w granicach 50–100 m² był najdroższy w Krakowie (28–30 USD/m²). Podobnie, jak w innych miastach Europy Zachodniej, można zaobserwować zjawisko odpływu klientów z głównych ulic handlowych w stronę dobrze zlokalizowanych galerii handlowych typu mall, z wysoko wyspecjalizowaną kategorią najemców.

Na rynku powierzchni handlowych, podobnie jak i biurowych, skróceniu uległy zawierane umowy z 10 do 5 lat. Zawierają one klauzule o renegeacji stawek.

Rynek powierzchni handlowych oferuje produkty o wysokiej jakości i długich terminach najmu, co przyciąga inwestora instytucjonalnego. W tym sektorze dominują inwestorzy z USA, których udział na rynku w latach 1998–2002 sięgnął 29%, na drugim miejscu są Duńczycy (28%), Holendrzy (24%) i Niemcy (19%).

Rynek **powierzchni magazynowych** znajduje się po bardzo silnym okresie rozwoju. W Warszawie i jej okolicach wybudowano ponad 974 tys. m², poza okolicami Warszawy około 100 tys. m². Oczekuje się, że ten segment rynku znajduje się w dolnej fazie cyklu koniunkturalnego. Stawki czynszu wykazały w 2001 i w 2002 r. tendencję malejącą i wynoszą około 5,5 USD/m miesięcznie w granicach Warszawy i 3,75–4,75 USD poza stolicą stabilizując się w 2003 r. Pustostany spadły z 20% w 2000 r. do 12% w 2003 r. w Warszawie i do około 15% poza miastem.

Rozwój sieci handlowych poza Warszawą rodzi zainteresowanie deweloperów budową następnych magazynów na wynajem. Zaczyna dominować realizacja projektów typu *built-to-suit*. Analitycy przewidują, że segment ten może znacznie się ożywić. Można spodziewać się spadku współczynnika powierzchni wolnych oraz niewielkiego wzrostu stawek czynszu z roku na rok. Decyduje o tym rozmiar krajowego rynku, a także wstąpienie Polski do UE. Rozwój rynku powierzchni magazynowych jest mocno uzależniony od infrastruktury drogowej.

Wstępna analiza aktów notarialnych wskazuje na wzrost ożywienia rynku nieruchomości w 2003 r. Ożywienie potwierdzają wywiady przeprowadzone wśród pośredników i deweloperów w segmencie rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych. Wzrost zainteresowania widoczny jest zarówno ze strony inwestora indywidualnego jak i instytucjonalnego, ze strony inwestora krajowego jak i inwestora zagranicznego. Do wzrostu zainteresowania ze strony inwestora krajowego przyczynia się brak innych, atrakcyjnych lokat kapitałowych – oprocentowanie depozytów wynosi 3–4% rocznie, stopy zwrotu z obligacji 4–6%, a rynek oczekuje na wzrost cen nieruchomości, wywołany ożywieniem gospodarczym i wejściem do Unii Europejskiej.

Trwa, rozpoczęty już w 2002 r. wzrost zainteresowania polskim rynkiem nieruchomości komercyjnych ze strony inwestorów zagranicznych. W ubiegłym roku liczba zawartych transakcji inwestycyjnych na polskim rynku nieruchomości była największa od 1998 r. Według międzynarodowej firmy DTZ TIE LEUNG była ona najwyższa wśród trzech krajów środkowoeuropejskich: Polski, Czech i Węgier. Wartość transakcji sprzedaży w 2002 r. wzrosła czterokrotnie w stosunku do 2001 r.⁶³

Największy udział w zawartych transakcjach posiadały nieruchomości biurowe (wartość transakcji – 604 mln euro, co stanowi 61% wszystkich transakcji), około 1/3 przypada na obiekty handlowe, pozostała część dotyczy transakcji centrów magazynowo-logistycznych. Średnia stopa kapitalizacji

⁶³ A. Hryniewiecka-Jachowicz, *Rynek nieruchomości komercyjnych w Polsce*, Federacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2003.

dla najlepszych powierzchni biurowych w Warszawie oscyluje wokół 9,5–10%, najlepszych obiektów handlowych i logistycznych 9,75–10,5%.

Cechą charakterystyczną jest zaangażowanie się kapitałowe zachodnich inwestorów instytucjonalnych – głównie funduszy powiązanych z bankami i firm ubezpieczeniowych (m. in. GE/Heitman, Europolis, ZEI FUND) a także zainteresowanie innymi, poza Warszawą, miastami w Polsce.

Po rekordowych inwestycjach w 2002 r., również w roku 2003 – według badań Jones Lang LaSalle – zarejestrowano nie notowany dotąd poziom zainteresowania rynkiem inwestycyjnym. Szczególnie duże zainteresowanie wykazały niemieckie otwarte fundusze inwestycyjne. Polskim rynkiem interesuje się także kapitał izraelski i irlandzki.

6.4. Rynek nieruchomości w Polsce na tle rynków Europy Środkowej

Region Europy, obejmujący Polskę, Czechy, Węgry i Słowację jest najbardziej rozwiniętym w Europie Środkowej i Wschodniej. W regionie tym Polska jest największym krajem zarówno pod względem powierzchni, jak i ludności – por. tab. 6.9. W rankingu oceniającym wzrost i ryzyko inwestowania zajmuje ona dopiero 3. miejsce wśród 13 państw Europy Środkowej i Wschodniej, wypierają ją Węgry i Czechy – tab. 6.10.

Tabela 6.9

Podstawowe wskaźniki – stan 2002

Wyszczególnienie	Polska	Czechy	Węgry	Słowacja
Obszar w tys. m ²	312,7	78,8	93,0	49,0
Ludność w mln	38,2	10,2	10,1	5,4
PKB per capita (ceny bieżące w tys. €)	5,2	7,2	6,9	4,7
Struktura zatrudnienia (w%)				
rolnictwo	19,6	4,9	6,0	6,6
przemysł i budownictwo	28,5	40,1	34,2	38,2
usługi	51,8	55,0	59,8	55,3
Inflacja do roku poprzedniego	1,9	1,4	5,2	3,3
Poziom bezrobocia (w %)	18,1	7,3	5,6	18,6

Źródło: GUS, Regular Raport, European Commission 2002.

Ranking państw wg rozwoju i stabilności

Państwo	Wzrost	Stabilność/Ryzyko	Ogółem
Węgry	1	1	1
Czechy	2	3	2
Polska	3	4	3
Estonia	4	2	4
Słowacja	5	6	5
Słowenia	6	5	6
Litwa	8	7	7
Rosja	7	11	8
Łotwa	9	8	9
Bułgaria	10	9	10
Turcja	12	10	11
Rumunia	11	13	12
Chorwacja	13	12	13

Źródło: Cushman & Wakefield Healey & Baker Research.

Obok niewątpliwie pozytywnych zmian wskaźników makroekonomicznych, problemem dla gospodarki polskiej jest znacznie wyższy poziom bezrobocia – ponad 18% w Polsce wobec 5,6% na Węgrzech i 7,3% w Czechach a także mało nowoczesna struktura zatrudnienia – bardzo duży udział zatrudnionych w rolnictwie – 21% wobec 4,9% w Czechach, 6% na Węgrzech i 6,6% w Słowacji.

Pod względem ryzyka inwestowania Polska zajęła czwartą pozycję – osiąga zatem niższą pozycję za ryzyko niż za rozwój – tab. 6.10. Za państwa o najwyższym ryzyku inwestowania uznane zostały w tej części świata Rumunia, Chorwacja i Rosja.

O wyższym w porównaniu do liderów regionu ryzyku inwestowania w Polsce decyduje relatywnie większe ryzyko polityczne, gorsza reputacja kredytobiorcy i ograniczony dostęp do kredytów i pożyczek bankowych⁶⁴.

Pod względem zaawansowania procesów transformacji gospodarczej, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju wysoko ocenił w 1999 r. pozycję Polski, wyżej niż w Czechach i w Słowacji. Polskę wyprzedziły tylko Węgry.

W ocenie, przeprowadzonej przez Cushman and Wakefield Healey and Baker największą łatwość transformacji wykazały Węgry, Czechy i Słowenia⁶⁵. Kraje te mogą najszybciej osiągnąć standardy unijne. Za nimi, wykazując

⁶⁴ S. Umiński, *Znaczenie zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla transferu technologii dla Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2002.

⁶⁵ Cushman and Wakefield Healey and Baker Research, Warszawa 2003.

mniejszą podatność na transformację, uplasowały się: Polska, Słowacja i Estonia⁶⁶.

Wielkość powierzchni a także wielkość populacji spowodowały, że Polska stała się interesującym państwem dla inwestorów i deweloperów, od połowy lat 90. przejmując rolę lidera wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej pod względem wielkości napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W 2000 r. 39% skierowanych inwestycji do krajów Europy Środkowo-Wschodniej stanowiły inwestycje w Polsce, na drugim miejscu uplasowały się Czechy – 18%⁶⁷. Od 2001 r. Polska zaczęła tracić pozycję lidera na rzecz Czech.

Rynki nieruchomości okazały się bardzo wrażliwe na zmiany zachodzące w gospodarkach. We wszystkich krajach regionu najbardziej aktywnym sektorem rynku nieruchomości był sektor biurowy. Rozwój tego segmentu rynku wystąpił później w Warszawie niż w Pradze i Budapeszcie⁶⁸. Obecnie stawki czynszu, w świetle badań Jones Lang LaSalle są w Warszawie wyższe niż w Budapeszcie, porównywalne z Pragą. Stawki czynszów w Pradze i Budapeszcie osiągnęły minimalny poziom, Warszawa zbliża się do tego poziomu⁶⁹. Oznacza to, że we wszystkich stolicach, chociaż z różnym natężeniem, spodziewane jest ożywienie popytu na powierzchnie biurowe, prowadząc do wzrostu stawek czynszu.

Pod względem stawek czynszu na rynku powierzchni handlowych Warszawa nie wyróżnia się w regionie. Pozostają one na porównywalnym poziomie z Pragą, są niższe niż w Budapeszcie.

Rynek powierzchni magazynowych w Warszawie jest w niższej fazie cyklu niż na Węgrzech ale w nieco wyższej niż w Czechach. Przewiduje się, że czynsze ustabilizują się na obecnym poziomie.

Dochodowość nieruchomości a także pozytywna ocena przyszłości istotnie wpłynęła na popyt na rynku inwestycyjnym, głównie biurowym. W 2002 i 2003 r. Polska osiągnęła w regionie pozycję preferowanego rynku inwestycyjnego dla międzynarodowych inwestorów. Stopy zwrotu w Warszawie pozostają na najwyższym poziomie nie tylko w regionie – ale w Europie (wyłączając Moskwę). Zainteresowanie inwestycjami, połączone z przystąpieniem do UE oraz wiarą w stabilność ekonomiczną prowadzi do obniżenia stóp kapitalizacji. Przewiduje się, że średnia stopa kapitalizacji w Warszawie dla najlepszych obiektów biurowych, która w 2003 r. wynosiła 9–10%, spadnie do 8–9%, a nawet do 7–8%, dla obiektów logistycznych

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ E. Kucharska-Stasiak, M. Załączna, *Transformation of Polish Real Property Market*, Department of Investment and Real Estate, University of Lodz, 2001.

⁶⁸ K. Iwanicka, D. Spirikova, *Transformation of Real Estate Markets in Visegrad V4 Countries*, Institutions, Outcomes, Problems, Risk and Future.

⁶⁹ Warsaw City Profile.

poniżej 10%. Tendencje spadkowe są widoczne również w innych państwach Europy Środkowej⁷⁰.

Analiza stawek czynszów oraz stóp zwrotu wskazuje, że rynek nieruchomości komercyjnych w całym regionie stał się bardziej stabilny. Rynki osiągnęły pozycje, które umożliwią im przyszły wzrost czynszów oraz – poprzez spadek stóp kapitalizacji – wzrost wartości kapitałowej nieruchomości. Analitycy twierdzą, że najważniejszym segmentem rynku pozostanie rynek powierzchni biurowych⁷¹, chociaż przystąpienie do Unii Europejskiej wpłynie na wzrost i dalszy rozwój wszystkich sektorów nieruchomości w regionie. Wpływ akcesji będzie przede wszystkim miał charakter pośredni poprzez ożywienie gospodarki.

Obecnie uważa się, że Warszawa i inne wybrane regionalne miasta oferują lepsze długookresowe perspektywy dla rozwoju tego segmentu rynku niż konkurenci w regionie⁷². Decyduje o tym wielkość rynku a także wolne tereny budowlane w centrum miast.

W perspektywie długoterminowej, rozwój rynku nieruchomości będzie pozostawał także pod wpływem zmian strukturalnych – przesunięcia siły roboczej z sektora rolniczego, który zatrudnia obecnie około 20% siły roboczej, do sektora produkcji i sektora usług. Powinno to doprowadzić do wzrostu popytu na nieruchomości biurowe, centra handlowo-rozrywkowe i nieruchomości mieszkaniowe.

W perspektywie średnioterminowej analitycy przewidują spadek stóp zwrotu na wszystkich segmentach rynku – z obecnych 9,5–12% do europejskiej średniej na poziomie 5–8%.

W perspektywie krótkoterminowej na ożywienie rynku może wpłynąć likwidacja barier w nabywaniu gruntów budowlanych, co może zwiększyć podaż nieruchomości komercyjnych.

⁷⁰ K. Iwanicka, D. Spirikova, *Transformation of Real Estate Markets in Visegrad V4 Countries*, Institutions, Outcomes, Problems, Risk and Future.

⁷¹ Poland Real Estate Review, *op. cit.*

⁷² *Ibidem.*

BIBLIOGRAFIA

- The Appraisal of Real Estate*, Appraisal Institute, Chicago, Illinois 1992
- Ayres R., *Technological Transformation and Long Waves. Part I and Part II*, „Technological Forecasting and Social Change” 1990, vols. 36 and 37
- Baum A., *Evidence of Cycles in European Commercial Estate Markets – and Some Hypothesis*, Working Papers in Land Management and Development, University of Reading, nr 05/2000
- Belniak S., *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001
- Bitz M., *Produkty bankowe. Rynek usług finansowych*, Poltext, Warszawa 1996
- Blaug M., *Teoria ekonomii, ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 1994
- Boone L., Girouard N., *The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour*, „OECD Economic Studies” 2002, vol. 33
- Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc., New York 1995
- Breidenbach M., *Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry*, Pacific Real Estate Society, Brisbane, January 2003
- Brett M., *Property and Money, A Simple Guide to Commercial Property Investment and Finance*, Estates Gazette, London 1997
- Brett M., *Świat finansów*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1992
- Bryx M., *Finansowanie inwestycji mieszkaniowych*, Poltext, Warszawa 2001
- Bryx M., Matkowski R., *Inwestowanie w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001
- Brzeski W., *Kredyt hipoteczny w Polsce – stan obecny i perspektywy rozwoju*, [w:] *Kredyt hipoteczny w Polsce. Doświadczenia i perspektywy*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 1995
- Bull M., Lizieri C., MacGregor B. D., *Economics of Commercial Property Markets*, Routledge, London, New York 1998
- Brown G., *Property Investment and the Capital Markets*, E-FN Spon, New Zeland 1992
- Budując na zdrowych podstawach – przyszłość finansowania mieszkalnictwa w Polsce*, The Urban Institute Consortium dla USAID, Warszawa, maj 1997
- Burns A. F., *Long Cycles in Residential Construction, Economic Essays in Honor of Wesley Clair Mitchell*, Columbia University Press, Nowy Jork 1935
- Butler C., *Tajniki Value at Risk: Praktyczny podręcznik zastosowań metody VaR*, Liber, Warszawa 2001
- Case K. E., Quingley J. M., Shiller R. J., *Comparing Wealth Effects: the Stock Market versus the Housing Market*, Institute of Business and Economic Research, Fisher Center for Real Estate and Urban Economics, Working Paper 01 004, May 2003
- Dasso J., Ring A. A., *Real Principles and Practices*, Prentice Hall, Inc. New Jersey 1989
- De Soto H., *Tajemnica kapitału*, Fijor Publishing, Chicago-Warszawa 2002
- Deficyt mieszkań coraz większy*, „Gazeta Prawna” 52 (908), 14–16.03.03

- Degner J., Her A., *Bausparkassen*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1986
- Delbeke J., *Recent Long-Wave Theories – A Critical Survey*, Futures, August 1981
- „Deutsche Bank Securitisation Research” 2002, Deutsche Bank
- Deutsche Wohnen, One of a Kind in Europe*, Kompen and Co, „Property Research”, January 2004
- Diagnoza i perspektywy procesów inwestycyjnych w krajach Europy Środkowej*, red. H. Henzel, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2003
- Diedrigkeit R., *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1993
- DiPasquale D., Wheaton W., *Housing Dynamics and the Future of Housing Prices*, „Journal of Urban Economics” 1994, vol. 35, nr 1
- Downs A., *Real Estate and Long-Wave Cycles*, „National Real Estate Investor”, June 1993
- Drucker P., *Technology, Management and Society*, Pan Books, London 1972
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN Warszawa 1998
- Efektywność przedsięwzięć rozwojowych*, red. R. Borowiecki, Akademia Ekonomiczna TNOiK, Warszawa-Kraków 1996
- Ekonomia*, red. W. Caban, Absolwent, Łódź 1998
- Fabozzi F., *Handbook of Mortgage-backed Securities*, Mc Graw-Hill, New York 2001
- Fabozzi F. J., Modigliani F., *Mortgage & Mortgage-backed Securities Markets*, Harvard Business School Press
- Fraser W.D., *Principles of Property Investment and Pricing*, MacMillan Education Ltd., Houndmills, Basingstoke, Hampshire 1987
- French N., *Market Information Management for Better Valuation. Part I – Concepts and Definitions of Price and Worth*, „Journal of Property Valuation and Investment” 1997, Vol. 15, Issue 5
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002
- Gąsowska A., *Bankowość hipoteczna*, Poltex, Warszawa 2000
- Gostomski E., *Banki hipoteczne i listy zastawne*, Materiały studialne nr 12, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 1998
- Grebler L., Burns L., *Construction Cycles in the U.S.*, „Journal of American Real Estate and Urban Economics Association” 1982, vol. 10, nr 2
- Grenadier S., R., *The Persistence of Real Estate Cycles*, „Journal of Real Estate Finance and Economics” 1995, nr 10
- Gudkowa S., *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002
- Harvey J., *Urban Land Economics*, Macmillan, Hong Kong 1992
- Haugen R. A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG Press, Warszawa 1996
- Hayre L. S., Smith B., *Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*, John Wiley & Sons, Inc. Toronto 2001
- Herrera S., Perry G., *Tropical Bubbles: Asset Prices in Latin America, 1980–2001*, World Bank Paper 2724, 2001
- Hogan P. H., *Portfolio Theory Creates New Investment Opportunities*, „Journal of Financial Planning”, January 1994
- Holliwell J., *Ryzyko finansowe – metody identyfikacji i zarządzania ryzykiem finansowym*, Liber, Warszawa 2001
- Hoyt H., *One Hundred Years of Land Values in Chicago*, The University of Chicago Press, Chicago 1933
- Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency*, „Journal of Housing Research” 1992, vol. 3, 1

- Hryniewiecka-Jachowicz A., *Rynek nieruchomości komercyjnych w Polsce*, Federacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2003
- Ibbotson R., Siegel L., *Real Estate Returns: A Comparison with Other Investments*, „AREUEA Journal” 1984, no 12
- Inwestowanie w nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, VALOR, Łódź 1999
- Iwanicka K., Spirkova D., *Transformation of Real Estate Markets in Visegrad V4 Countries*, Institutions, Outcomes, Problems, Risk and Future
- Jackson M., *The Gordon Growth Model and the Income Approach to Value*, „The Appraisal Journal”, January 1994
- Jaffe A. J., Sirmans C. F., *Fundamentals of Real Estate Investment*, Second Edition, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1989
- Jarzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999
- Jaworski W. L., *Banki*, Poltext, Warszawa 1998
- Jaworski W. L., Krzyżkiewicz Z., Koniński B., *Banki, rynek, operacje, polityka*, Poltext, Warszawa 1998
- Kaiser R., *The Kondratieff Cycle: Investment Strategy Tool or Fascinating Coincidence?*, „Financial Analysts Journal”, May/June 1979
- Kaiser R., *The Long Cycle in Real Estate*, „Journal of Real Estate Research” 1997, vol. 14, no 3
- Kałkowski L., *Rynek nieruchomości w Polsce w I półroczu 2003 r.*, „Świat Nieruchomości” 2003, nr 41
- Kammerschen D. R., McKenzie R. B., Nardinelli C., *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991
- Kanigowski K., *Bank hipoteczny a rynek nieruchomości*, Biblioteka Bankowca, Twigger, Warszawa 2001
- Karaszewski W., *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne, Polska na tle świata*, Wydawnictwo Dom Organizatora, Toruń 2004
- Kaszubski R. W., Olszak M., *Bank hipoteczny. Zagadnienia prawne*, Difin, Warszawa 2000
- Kavanagh B., *Calling the Price Drop*, The Land Value Research Group, Melbourne 1994
- Keogh G., Arczy E. D., *Property Market Efficiency: An Institutional Economics Perspective*, „Urban Studies”, December 1999, Vol. 36
- Kling J. L., McCue T. E., *Office Building Investment and the Macro-Economy, Empirical Evidence, 1973-1985*, „Journal of American Real Estate and Urban Economics Association” 1987, nr 3
- Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1997
- Krupp G., *Wohnigentum – Bedeutung für den Sparprozeß und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen” 1995, h. 8
- Krzemiński H., *Dynamiczny marketing dla przedsiębiorstw eksportujących*, PWE, Warszawa 1970
- Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość a rynek*, PWN, wyd. II, Warszawa 1999
- Kucharska-Stasiak E., Załączna M., *Transformation of Polish Real Property Market*, Department of Investment and Real Estate, University of Lodz, 2001
- Kulesza H., *Czynsze a dodatki mieszkaniowe*, „Sprawy Mieszkaniowe” 2000, vol. 1-2
- Kurowska T., *Upowszechnienie prawa własności nieruchomości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 1994
- Landis J., Elmer V., Zook M., *The New Economy and Housing Market Outcomes*, Institute of Business and Economic Research, Fisher Center for Real Estate and Urban Economics, Conference Paper Series C 01-003, September 2001

- Laureaci Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii*, PWN, Warszawa 1991
- Lea M., *Global Models for Funding Housing*, Urban Institute, Washington, November, 1999
- Lea M., *Globalne modele finansowania mieszkalnictwa. Który model jest najlepszy dla Polski?*, The Urban Institute, Fundacja Krakowski Instytut Nieruchomości, listopad 1999
- Lea M., Diamond D. B., *Sustainable Financing for Housing, A Contribution to Habitat II*, Fannie Mae Office of Housing Research, 1995
- Lewis J., *Modern Portfolio Theory Comes to Real Estate*, „Institutional Investor”, February 1990.
- Marchlewski K., *Teoria portfela a ryzyko inwestowania*, maszynopis pracy doktorskiej, Uniwersytet Łódzki, 1998
- Marciniak Z., *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, Szkoła Główna Handlowa Warszawa 2001
- Markowitz H. M., *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, December 1952
- Markowitz H. M., *Portfolio Selection – Efficient Diversification of Investments*, Yale University Press, New Haven 1959.
- Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa, 1997
- Modelski G., *The Study of Long Cycles*, Frances Pinter, London 1987
- Moyer R. Ch., McGiugan J. R., Kretlow W. J., *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992
- Mueller G. R., *What Goes Up Must Come DOWN: Understanding Real Estate Cycles Can Aid – Investment Decisions Making*, „Real Estate” 1996, no 2
- Myers D., *Economics and Property*, „Estates Gazette” 1994
- Nakaso H., *The Financial Crisis in Japan during 1990s: How the Bank of Japan Responded and the Lesson Learnt*, BIS Paper nr 6/2001
- Ogonowska I., *Instrumenty polityki mieszkaniowej w Republice Federalnej Niemiec*, IGM, Warszawa 1993
- Prawo cywilne*, red. S. Grzybowski, PWN, Warszawa 1981
- Otta W., *Działalność kredytowa banku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998
- Quan D. C., Titman S., *Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? An International Analysis*, „Real Estate Economics” 1999, vol. 27, 2
- Pawlak M., *Z umiarkowanym optymizmem*, „Home & Market”, marzec 2003
- Peto R., *Market Information Management for Better Valuation. Part II – Data Availability and Application*, „Journal of Property Valuation and Investment” 1997, vol. 15, Issue 5
- Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, PWN, Warszawa 1999
- „Poland Real Estate Review”, Colliers International 2003
- Pyhrr S. A., Roulac S. E., Born W. L., *Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy*, „Journal of Real Estate Research” 1999, vol. 18, nr 1
- Pyhrr S., Roulac S., *Real Estate Cycles: Strategic Implementations for Investors and Portfolio Managers in a Global Economy*, Paper presented at the American Real Estate Society Conference, South Lake Tahoe, CA, March 1996
- Rabinowitz A., *The Real Estate Gamble: Lessons from 50 Years of Boom and Bust*, AMACOM, American Management Associations, New York 1980
- Raczkó A., *Makroekonomiczne uwarunkowania bankowej oferty kredytów hipotecznych*, Drugie Ogólnopolskie Forum Budownictwa, Warszawa, marzec 2001
- Rączkowska A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, KiK, Warszawa 2001
- Reed R., *The Cyclical Nature of Residential Housing Markets*, Pacific Rim Real Estate Society Annual Conference, Christchurch 2002
- Renaud A., *The 1985–1994 Global Real Estate Cycle, Its Causes and Consequences*, Policy Research Working Paper 1452, World Bank 1995

- Research, Cushman and Wakefield Healey and Baker, Warszawa 2003
- Ross S., Zisler R., *Risk and Return in Real Estate*, „Journal of Real Estate Finance and Economics” 1991, no 2
- Royal Institution of Chartered Surveyors, *Understanding the Property Cycle*, London, maj 1994
- Rynek nieruchomości w Polsce*, red. L. Kałkowski, Twigger, Warszawa 2001
- Schlesinger Jr A., *Cycles of American History*, Houghton Mifflin Company, 1986
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1999
- Słownik języka polskiego*, red. E. Sobol, PWN, Warszawa 2000
- Smaga E., *Ryzyko i zwrot w inwestycjach*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce Warszawa 1995
- Stankiewicz W., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2000
- Steiner A., *Immobilienfinanzierung in den Länder der Europäischen Gemeinschaft*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1990
- Stoken A., *The Great Cycle: Predicting and Profiting from Crowd Behavior, the Kondratieff Wave and Long-Term Cycles*, IL Probus Publishing Company, Chicago 1994
- Structural Factors in the EU Housing Markets*, European Central Bank, March 2003
- Tapscott B., *Digital Economy*, McGraw-Hill, New York 1995
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001
- Tucker J., *Typy aktywów nadających się do sekurytyzacji*, materiały konferencyjne, *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawa 1998
- Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, Absolwent, Łódź 2000
- Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, IFG SGH, Warszawa 2000
- Umiński S., *Znaczenie zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla transferu technologii dla Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2002
- Valuation and Investment Appraisal*, red. C. Darlow The Estates Gazette Limited, London 1983
- Warsaw City Profile, Jones Lang LaSalle, September 2003
- Wheaton W. C., *The Cyclical Behavior of the National Office Market*, „Journal of American Real Estate and Urban Economics Association” 1987, no 4
- Wheaton W. C., Torto R. G., *Vacancy Rates and the Future of Office Rents*, „Journal of the American Real Estate and Urban Economic Association” 1988, vol. 13, no 2
- Wielkość i podmioty polskiego rynku nieruchomości, Raport za 2001 i I półrocze 2002 r.*, red. L. Kałkowski, IGM, Kraków wrzesień 2002
- Wiszniewski Z., *Mikroekonomia współczesna*, Centrum Edukacji i rozwoju Biznesu, Warszawa 1994
- Worzala E., Wandell K., *International Direct Real Estate as Alternative Portfolio Assets for Institutional Investors: An Evaluation*, Referat wygłoszony na konferencji AREUEA, Anaheim 1993
- Wrzosek W., *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1994
- Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, red. M. Bryx, IFG SGH, Warszawa 2001
- Wycena nieruchomości*. P.F.S.R.M., Warszawa 2000
- Zhu H., *The Case of the Missing Commercial Real Estate Cycle*, „BIS Quarterly Review”, September 2002

THE REAL ESTATE MARKET. THE THEORETICAL FRAMEWORK

This monograph is a common work of Department of Investment and Real Estate, University of Lodz. It is an overview of various fields of interest of the researchers. The main idea is to show some theoretical approaches and some practical examples of the real estate market development. The monograph is made of 6 chapters.

The first chapter depicts the fundamentals of the real estate market. It describes different theoretical approaches to this market, some specific features and models of this market. The second chapter has more practical character. It portrays links between the real estate market and economy. It concentrates on connection between the real estate market and financial market and underlines the importance of real estate as an investment vehicle. There are also mentioned some cyclical changes in the real estate market activity and their connections with business cycles.

The third chapter introduces the problem of the real estate investment risk. There are mentioned various sources of risk and different measures and the problem of risk management. There is also a part of the chapter devoted to connections between risk and real estate valuation. The fourth chapter presents the level of the real estate market efficiency with respect to real estate value. There are mentioned analysis of the real estate market efficiency as an element of valuation process. There is also cross-country comparison of rate of return in different investments.

The fifth chapter concentrates on real estate finance, especially with respect to banking activity. There are depicted various models of real estate finance and their advantages and weaknesses. The sixth chapter is devoted to the Polish real estate market. It describes the stages of the market development and concentrates on housing with respect to housing stock, building activity, financing, privatisation and social housing. This chapter also presents the Polish real estate market on the ground of the EEC real estate markets.

SPIS TABEL, WYKRESÓW I RYSUNKÓW

Tabela 2.1. Zestawienie Allsopa stóp zwrotu z konkurencyjnych inwestycji w Wielkiej Brytanii w latach 1933–1989	19
Tabela 2.2. Wskaźniki gospodarcze w Polsce w latach 2000–2005	23
Tabela 2.3. Współczynniki korelacji stóp zwrotu instrumentów finansowych i nieruchomości	30
Tabela 2.4. Rodzaje cykli koniunkturalnych związanych z rynkiem nieruchomości	39
Tabela 2.5. Znaczenie sektora mieszkaniowego w krajach UE (w %)	48
Tabela 2.6. Roczny wzrost cen i kosztów w sektorze mieszkaniowym w krajach UE (w %)	53
Tabela 2.7. Zmiany aktywności rynku mieszkaniowego w Stanach Zjednoczonych w latach 1990–2003	54
Tabela 3.1. Indeksy amerykańskiego rynku nieruchomości	72
Tabela 3.2. Cechy nieruchomości a ryzyko	75
Tabela 3.3. Ryzyko inwestowania instrumentów finansowych	77
Tabela 3.4. Ryzyko systematyczne i specyficzne instrumentów finansowych	78
Tabela 3.5. Charakterystyka papierów wartościowych powstałych w wyniku sekurytyzacji	89
Tabela 3.6. Definicje wartości rynkowej przyjęte przez IVSC/TEGOVA i środowisko rzeczoznawców w Polsce	100
Tabela 3.7. Porównanie definicji wartości rynkowej	101
Tabela 3.8. Porównanie wartości rynkowej z wartością indywidualną	103
Tabela 3.9. Motywacja i cel inwestowania	105
Tabela 3.10. Źródła ryzyka lokat w nieruchomości	106
Tabela 3.11. Ryzyko instrumentów finansowych	108
Tabela 3.12. Ryzyko różnych form inwestowania w skali od 1 do 10	108
Tabela 3.13. Bezpieczeństwo dochodu a wartość	109
Tabela 4.1. Średnie ceny jednostkowe i średnie stawki czynszów lokali biurowych i handlowych	130
Tabela 4.2. Średnie ceny jednostkowe i średnie stawki czynszów lokali mieszkalnych	131
Tabela 4.3. Średnie stopy zwrotu z inwestycji dla różnych typów nieruchomości (w %)	132
Tabela 5.1. Kredyty mieszkaniowe udzielone w 2002 r przez dziesięć największych banków w Polsce	138
Tabela 5.2. Emitenci listów zastawnych na rynku polskim w 2003 r.	147
Tabela 6.1. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne w latach 1991–2001, ceny stałe, rok poprzedni = 100	167
Tabela 6.2. Zasoby mieszkaniowe w Polsce 1970–2002	172
Tabela 6.3. Budownictwo mieszkaniowe w Polsce 1990–2002	174
Tabela 6.4. Wydatki budżetowe na zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych w latach 1991–2001	178

Tabela 6.5. Kredyty mieszkaniowe dla osób prywatnych i ich dynamika w latach 1996–2002	179
Tabela 6.6. Podział zasobu według kategorii właściciela 1991–2001 (w tys.)	180
Tabela 6.7. Podział zasobu według kategorii właściciela 1991–2001 (w %)	180
Tabela 6.8. Mieszkania sprzedane przez gminy i zakłady pracy podmiotom prywatnym w latach 1990–2001 (w tys.)	181
Tabela 6.9. Podstawowe wskaźniki – stan 2002	189
Tabela 6.10. Ranking państw wg rozwoju i stabilności	190
Wykres 4.1. Ogólna stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości (w %)	121
Wykres 4.2. Stopa zwrotu z dochodu (w %)	122
Wykres 4.3. Ogólna stopa zwrotu – średnia w okresie 5-letnim (w %)	123
Wykres 4.4. Stopa zwrotu z dochodu – średnia w okresie 5-letnim (w %)	123
Wykres 4.5. Indeksy wzrostu cen nieruchomości (rok 1974 = 100)	124
Wykres 4.6. Ogólna stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości (indeksy IPD – <i>total return</i>) (w %)	124
Wykres 4.7. Stopa zwrotu z dochodu z nieruchomości (indeksy IPD – <i>income return</i>) (w %)	125
Wykres 4.8. Wskaźniki zmiany wartości kapitału zainwestowanego w nieruchomości (indeksy IPD – <i>capital growth</i>) (w %)	125
Wykres 4.9. Roczna stopa zwrotu z dochodu dla różnych grup nieruchomości (średnia za 5-letni okres 1998–2002) (w %)	126
Wykres 4.10. Roczna stopa zwrotu z dochodu dla różnych grup nieruchomości (średnia za 2-letni okres 2001–2002) (w %)	127
Wykres 4.11. Roczna stopa zwrotu z dochodu (w %) dla różnych grup nieruchomości w dużych miastach	133
Wykres 5.1. Łączna wartość kredytów udzielonych przez największe banki klientom indywidualnym w latach 1999–2001.	138
Wykres 5.2. Wartość kredytów udzielanych przez banki hipoteczne ogółem, w tym na nieruchomości komercyjne i mieszkaniowe (w mln PLN)	147
Wykres 5.3. Równowartość wyemitowanych przez banki hipoteczne listów zastawnych w 2002 r. (w mln PLN)	148
Rys. 1.1. Rynek nieruchomości jako ogół stosunków	8
Rys. 2.1. Instrumenty finansowe związane z nieruchomościami	36
Rys. 2.2. Podział rynku instrumentów finansowych zabezpieczonych aktywami	37
Rys. 2.3. Schemat cyklu koniunkturalnego rynku nieruchomości	50
Rys. 3.1. Schemat typowej transakcji sekurytyzacyjnej	84
Rys. 3.2. Efekt redukcji ryzyka portfela poprzez dywersyfikację	90
Rys. 3.3. Portfele efektywne, portfel optymalny, granica efektywna	93
Rys. 5.1. Schemat funkcjonowania banku hipotecznego	142

SPIS TREŚCI

WSTĘP	3
Rozdział 1. RYNEK NIERUCHOMOŚCI I JEGO STRUKTURA	5
1.1. Definicja rynku nieruchomości	5
1.2. Specyfika rynku nieruchomości	10
Rozdział 2. RYNEK NIERUCHOMOŚCI A GOSPODARKA	16
2.1. Miejsce i rola rynku nieruchomości w gospodarce	16
2.2. Rynek nieruchomości a rynek finansowy	26
2.2.1. Rynek finansowy	26
2.2.2. Związek między rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowym	28
2.2.3. Nieruchomość jako lokata	29
2.2.4. Finansowanie rynku nieruchomości	31
2.3. Cykliczne zmiany aktywności rynku nieruchomości a rozwój gospodarczy	44
2.3.1. Cykliczne zmiany aktywności gospodarczej	44
2.3.2. Znaczenie rynku nieruchomości dla rozwoju gospodarczego na przykładzie nieruchomości mieszkaniowych	53
Rozdział 3. RYZYKO INWESTOWANIA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI	57
3.1. Specyfika decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości	57
3.2. Ryzyko inwestycyjne	63
3.2.1. Pojęcie ryzyka	63
3.2.2. Źródła ryzyka	64
3.2.3. Miary ryzyka	68
3.3. Zarządzanie ryzykiem	73
3.3.1. Istota zarządzania ryzykiem	73
3.3.2. Źródła, rodzaje i poziom ryzyka na rynku nieruchomości	75
3.3.3. Metody zarządzania ryzykiem na rynku nieruchomości	78
3.4. Ryzyko a wartość nieruchomości	97
3.4.1. Kategoria wartości nieruchomości	97
3.4.2. Wpływ ryzyka inwestowania na wartość nieruchomości	103
Rozdział 4. EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI W NIERUCHOMOŚCI A WARTOŚĆ NIERUCHOMOŚCI	112
4.1. Formy inwestowania w nieruchomości	112
4.2. Wartość nieruchomości jako element analizy efektywności inwestycji	113
4.3. Analiza efektywności inwestycji jako element wyceny wartości nieruchomości	116

4.4. Stopy zwrotu i efektywność inwestycji w nieruchomości w wybranych krajach	120
4.5. Średnie stopy zwrotu z nieruchomości w Polsce w świetle badań	128
Rozdział 5. KREDYT JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI	134
5.1. Kredyt jako podstawowe źródło finansowania	134
5.2. Modele finansowania nieruchomości	139
5.2.1. Model banku hipotecznego	141
5.2.2. Model banku uniwersalnego	148
5.2.3. Model rynku wtórnego	149
5.2.4. Model kontraktowy	155
5.3. Wady i zalety poszczególnych modeli finansowania nieruchomości	157
Rozdział 6. RYNEK NIERUCHOMOŚCI W POLSCE	162
6.1. Fazy rozwoju rynku	162
6.2. Problemy rozwoju rynku mieszkaniowego	172
6.2.1. Zasób mieszkaniowy	172
6.2.2. Budownictwo mieszkaniowe	173
6.2.3. Źródła finansowania	177
6.2.4. Prywatyzacja zasobu	179
6.2.5. Polityka czynszowa	183
6.2.6. Podsumowanie	184
6.3. Problemy rozwoju pozostałych segmentów rynku nieruchomości	185
6.4. Rynek nieruchomości w Polsce na tle rynków Europy Środkowej	189
BIBLIOGRAFIA	193
THE REAL ESTATE MARKET. THE THEORETICAL FRAMEWORK	198
SPIS TABEL, WYKRESÓW I RYSUNKÓW	199

