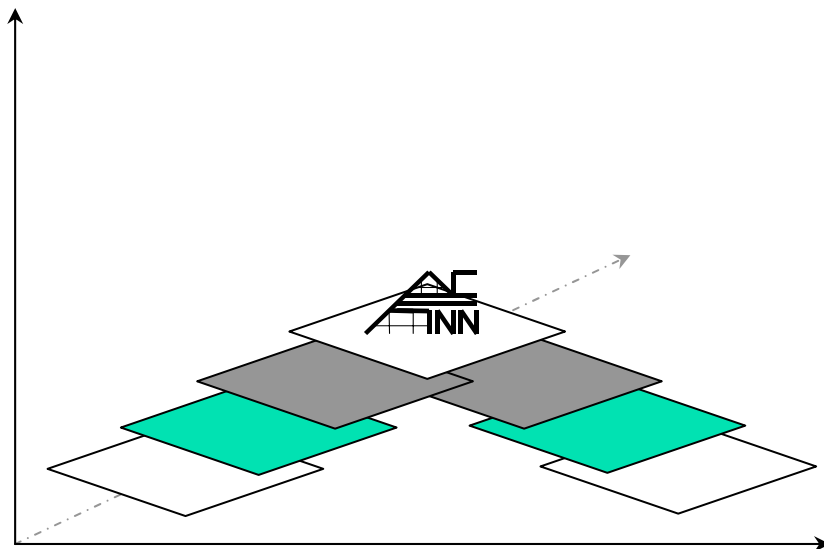


VOLUME 16 NUMBER 4

STUDIA I MATERIAŁY

TOWARZYSTWA NAUKOWEGO NIERUCHOMOŚCI

JOURNAL OF THE POLISH REAL ESTATE SCIENTIFIC SOCIETY



OLSZTYN 2008

STUDIA I MATERIAŁY

TOWARZYSTWA NAUKOWEGO NIERUCHOMOŚCI

JOURNAL OF THE POLISH REAL ESTATE SCIENTIFIC SOCIETY

VOLUME 16 NUMBER 4

INWESTOWANIE W NIERUCHOMOŚCI I FINANSOWANIE

Investing and Financing Real Estate

OLSZTYN 2008

**TOWARZYSTWO NAUKOWE NIERUCHOMOŚCI
POLISH REAL ESTATE SCIENTIFIC SOCIETY**

RADA WYDAWNICZA
„STUDIA I MATERIAŁY TOWARZYSTWA NAUKOWEGO NIERUCHOMOŚCI”
Editorial Council of the „Journal of the Polish Real Estate Scientific Society”

Andrzej Hopfer (przewodniczący, chairman)
Antoni Sobczak (zastępca przewodniczącego, vice-chairman)
Zdzisław Adamczewski, Józef Czaja, Józef Hozer, Ewa Kucharska-Stasiak, Maria Trojanek, Sabina
Żróbek, Ryszard Żróbek, Kauko Jussi Viitanen, Radosław Wiśniewski (sekretarz, secretary)

RECENZENCI:

prof. dr hab. inż. Zdzisław ADAMCZEWSKI; prof. dr hab. inż. Józef CZAJA; prof. zw. dr hab. inż. Andrzej HOPFER; prof. dr hab. Ewa KUCHARSKA-STASIAK; prof. dr hab. Adam Nalepka; dr hab. Antoni SOBCZAK, prof. AE; dr hab. Maria TROJANEK, prof. AE; prof. dr hab. inż. Sabina ŻRÓBEK; prof. dr hab. inż. Ryszard ŻRÓBEK; dr inż. Radosław CELLMER, dr Lech NYKIEL, dr inż. Radosław WIŚNIEWSKI

REDAKTOR NAUKOWY WYDAWNICTWA
Scientific Editor

Sabina Żróbek

ZASTĘPCA REDAKTORA NAUKOWEGO WYDAWNICTWA
Vice-Scientific Editor

Zdzisław Adamczewski

ADRES REDAKCJI:

TOWARZYSTWO NAUKOWE NIERUCHOMOŚCI
10-724 Olsztyn, ul. Prawocheńskiego 15

Address of the Editorial Board:

Polish Real Estate Scientific Society
10-724 Olsztyn, Prawochenskiego 15 Str.

www.uwm.edu.pl/tnn

e-mail: tnn@uwm.edu.pl, danrad@uwm.edu.pl

© Copyright by Towarzystwo Naukowe Nieruchomości.

© Opracowanie okładki: Małgorzata Renigier i Radosław Wiśniewski.

ISSN 1733-2478

ISBN 978-83-920837-9-5

TNN, Olsztyn 2008 r.

SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	-	5
1. Wykorzystanie koncepcji zarządzania wartością w sferze nieruchomości inwestycyjnych	-	7
<i>Małgorzata Uhruska</i>		
2. Zamknięte fundusze nieruchomości jako nowoczesna forma inwestowania	-	19
<i>Magdalena Załęczna, Rafał Wolski</i>		
3. Przesłanki inwestowania w nieruchomości rolne na przykładzie zasobów AWRSP i ANR w zachodniopomorskim	-	37
<i>Iwona Foryś, Ewa Putek-Szeląg</i>		
4. Kredyt jako źródło finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce	-	49
<i>Mariusz Michalski</i>		
5. Nieruchomości rezydencjonalne w łodzi powstałe w okresie transformacji ustrojowej	-	63
<i>Lidia Groeger</i>		
6. Zmienność cen czynników produkcji budowlanej a ryzyko inwestycji deweloperskich	-	73
<i>Joanna Węgrzyn</i>		
7. Determinanty wahań cen na rynku mieszkaniowym	-	85
<i>Radosław Trojanek</i>		
8. Zjawisko baniek cenowych na rynkach nieruchomości	-	99
<i>Konrad Żelazowski</i>		

WPROWADZENIE

Prowadzenie prac naukowych i badawczych dotyczących zagadnień inwestowania i finansowania rynków nieruchomości wskazuje na aktualność i ważność tej problematyki w życiu gospodarczym kraju.

Inwestowanie w nieruchomości jest procesem polegającym na lokowaniu kapitału w nieruchomości w celu osiągnięcia przez inwestora bieżących lub przyszłych korzyści. Tworzenie nowej, wyższej wartości nieruchomości określa się mianem rozwoju nieruchomości. Zakres i tempo rozwoju pojedynczych nieruchomości i obszarów (miast, gmin) w dużym stopniu warunkowane jest możliwościami jego finansowania.

W ostatnim czasie obok różnych wariantów kredytu wprowadzane są na rynek nieruchomości nowe formy instrumentów inwestycyjnych, jakimi są zamknięte fundusze nieruchomości.

Problematyka finansowania nieruchomości związana jest ściśle z działalnością osób zatrudnionych w sektorze bankowym, w firmach ubezpieczeniowych, deweloperskich, zarządzania nieruchomościami, ale także związanych z rzeczoznawstwem majątkowym i pośrednictwem w obrocie nieruchomościami.

Każdej działalności inwestycyjnej towarzyszy ryzyko osiągnięcia założonych celów. Stąd potrzeba korzystania z różnych narzędzi, jakie może wykorzystać deweloper, aby ograniczyć skutki np. wzrostu cen czynników produkcji lub innych aktywów finansowych. Szczególnie rynki aktywów finansowych charakteryzują się nieregularną, cykliczną aktywnością tworząc tzw. zjawisko baniek cenowych na rynkach nieruchomości.

Niektóre zagadnienia inwestowania w nieruchomości i finansowania na rynku nieruchomości są treścią tego wydania Studiów i Materiałów Towarzystwa Naukowego Nieruchomości.

prof. dr hab. inż. Sabina Żróbek
Redaktor Naukowy Wydawnictwa

WYKORZYSTANIE KONCEPCJI ZARZĄDZANIA WARTOŚCIĄ W SFERZE NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNYCH

Małgorzata Uhruska

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Katedra Ekonomiki Nieruchomości i Procesu Inwestycyjnego

email: uhruskam@uek.krakow.pl

Słowa kluczowe: zarządzanie wartością nieruchomości, VBM, maksymalizacja wartości nieruchomości.

Streszczenie

Inwestowanie w nieruchomości jest procesem polegającym na lokowaniu kapitału w nieruchomości w celu osiągnięcia przez inwestora bieżących lub przyszłych korzyści. Inwestycje w nieruchomości mają na celu osiągnięcie bieżących dochodów, jak również utrzymanie bądź podniesienie wartości kapitałowej nieruchomości. Koncepcja zarządzania jaką jest zarządzanie wartością (ang. VBM – *Value Based Management*) obecnie wykorzystywana jest w sferze funkcjonowania przedsiębiorstw. Wykorzystanie koncepcji VBM w sferze zarządzania nieruchomościami polega na przystosowaniu jej narzędzi do warunków fizycznych i organizacyjnych nieruchomości oraz jej otoczenia.

Głównym celem pracy jest przedstawienie możliwości wdrożenia i zakresu wykorzystania koncepcji VBM w sferze nieruchomości oraz prezentacja podstawowych obszarów zarządzania wartością nieruchomości.

1. Wprowadzenie

Koncepcja zarządzania wartością (VBM – ang. *Value Based Management*) obecnie wykorzystywana jest głównie w sferze funkcjonowania przedsiębiorstw. Ma ona na celu maksymalizację wartości przedsiębiorstwa na skutek umiejętnego wykorzystania posiadanego potencjału. Bez względu na przedmiot inwestycji, każdy właściciel-inwestor oczekuje pomnożenia zainwestowanego kapitału. Tak też jest w przypadku nieruchomości. Wzrost wartości nieruchomości oraz osiągnięcie regularnych dochodów jest głównym celem inwestycyjnym właścicieli.

Wykorzystanie koncepcji VBM w sferze zarządzania nieruchomością polega na koncentracji wszelkich działań realizowanych równolegle w poszczególnych obszarach zarządzania w celu osiągnięcia jak najwyższej wartości rynkowej nieruchomości.

W pierwszej części pracy przedstawiono główne założenia koncepcji VBM oraz etapy jej implementacji w sferze zarządzania przedsiębiorstwem. W dalszej części przedstawiono specyfikę zarządzania nieruchomościami oraz specyfikę samych

nieruchomości, zwłaszcza tych postrzeganych jako przedmiot inwestycji. Jak dalej wykazano, inwestycyjny charakter nieruchomości umożliwia, a wręcz wymusza wykorzystanie koncepcji zarządzania wartością w zakresie zarządzania nieruchomościami.

W celu przedstawienia możliwości zastosowania VBM w sferze nieruchomości zwrócono uwagę na różnorodność czynników kształtujących wartość rynkową nieruchomości, przedstawiono obszary zarządzania nieruchomościami oraz podano przykładowe czynności realizowane w zakresie zarządzania wartością nieruchomości. Maksymalizacja wartości nieruchomości wymaga bowiem pełnej koordynacji wszelkich czynności realizowanych na przestrzeni wielu obszarów zarządzania.

2. Koncepcja zarządzania wartością

Przedsiębiorstwa w obliczu stale zmieniającego się otoczenia same ulegają wielu istotnym zmianom. Funkcjonowanie w warunkach globalizacji, wzrost i rozwój gospodarczy oraz postęp techniczny i teleinformatyczny spowodowały, iż rywalizacja o pozycję rynkową stała się zadaniem wielowymiarowym polegającym już nie tylko na utrzymaniu właściwych relacji z klientami firmy ale także z innymi podmiotami, tj. z dostawcami, pracownikami, a przede wszystkim właścicielami. Rozwój rynków kapitałowych przyczynił się do zmiany sposobu widzenia w przedsiębiorstwach nie tylko ich funkcji wytwórczych, ale traktowanie ich jako szczególnej formy inwestycji. Osoba właściciela (akcjonariusza, udziałowca) przedsiębiorstwa inwestująca własne zasoby kapitałowe oraz czerpiąca określone korzyści z faktu pomnażania kapitału, jest bezpośrednio zainteresowana bieżącą oraz perspektywiczną efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstwa i jego powodzeniem na rynku (RAPPAPORT 1999). Fakt ten zwrócił bowiem uwagę na bardzo istotny aspekt przedsiębiorstwa działającego w warunkach gospodarki rynkowej, jakim jest uznanie maksymalizacji wartości rynkowej za podstawowy strategiczny cel jego działalności.

Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM) istnieje stosunkowo niedługo. Dopiero na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych w Stanach Zjednoczonych pojawiły się pierwsze publikacje¹ promujące zarządzanie zorientowane na wartość. Główną przesłanką wdrożenia takiej koncepcji zarządzania była konieczność poprawy konkurencyjności firm amerykańskich, głównie poprzez zapewnienie większych niż w przeszłości korzyści dla właścicieli. Zarządzanie wartością to koncepcja kierowania przedsiębiorstwem zakładająca skupienie działań i procesów zarządczych na maksymalizowaniu jego wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów. Zakłada ona sterowanie działalnością

¹ Są to m.in. następujące publikacje: A. Rapport, *Creating Shareholders Value*, 1986r.; G. B. Stewart, *The Quest For Value*, 1991r.; T. Copeland, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 1995r.

operacyjną i inwestycyjną przedsiębiorstw w celu osiągnięcia podstawowego jego celu – podnoszenia wartości (SZCZEPANKOWSKI 2007). Proces maksymalizacji wartości angażuje nie tylko menedżerów ale także pozostałych pracowników przedsiębiorstwa. Wynagradzanie pracowników stosowne do wzrostu wartości (podobnie jak akcjonariusze), sprawia, że podejmowane są trafniejsze decyzje, wzrasta dyscyplina i efektywność pracy. Pracownicy ponoszą ryzyko i uczestniczą w podziale wytworzonej wartości. Centralną wartością VBM jest wartość wszystkich ludzi, każdego pracownika, klienta oraz dostawcy. Równoczesne zaspokojenie ich potrzeb gwarantuje dalszy rozwój przedsiębiorstwa (DUDYCZ 2005).

Zgodnie z tą koncepcją, ogólne aspiracje przedsiębiorstwa, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa poprzez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących wartość (COPELAND i in. 1997). Różnorodność przedsiębiorstw powoduje, iż ich wartość kształtowana jest różnymi czynnikami. Rodzaje czynników kształtujących wartość rynkową przedsiębiorstw oraz zakres ich oddziaływania zależy m.in. od rodzaju przedsiębiorstwa, jego wyników finansowych, wartości posiadanego majątku, zdolności wytwórczych, innowacyjności, reputacji, itp. Dlatego też nie ma jednego uniwersalnego sposobu umożliwiającego zapewnienie maksymalnej wartości przedsiębiorstwa. Skuteczność wdrożenia koncepcji VBM w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem uzależniona jest bowiem od identyfikacji wszelkich czynników i procesów kształtujących wartość, by dopiero na ich podstawie określić cele przedsiębiorstwa, sformułować strategię działania oraz dopasować odpowiedni system kontroli realizowanych przedsięwzięć.

Praktycy i autorzy koncepcji VBM wymieniają najczęściej cztery główne etapy jej wdrożenia (COPELAND i in. 1997). Są to:

- 1) wyznaczenie konkretnych celów,
- 2) opracowanie strategii,
- 3) ustalenie i przyjęcie planów działania oraz przygotowanie odpowiadających im budżetów,
- 4) ustalenie i wdrożenie systemów pomiarów wyników.

Cele powinny być oparte na głównych czynnikach kształtujących wartość przedsiębiorstwa i muszą być tak sformułowane, aby zapewniały właścicielom maksymalny zwrot z zainwestowanego kapitału nie pomijając przy tym interesów pozostałych podmiotów uczestniczących w działalności przedsiębiorstwa (pracownicy, klienci). Cele powinny odzwierciedlać aspiracje firmy z uwzględnieniem jej realnych możliwości w zakresie osiągania wytyczonych celów (DUDYCZ 2005).

Strategia jest sposobem realizacji i osiągania celów. Właściwa strategia pozwala przedsiębiorstwu budować długotrwałą i trudną do naśladowania przewagę konkurencyjną na rynku, która odróżnia dany podmiot od innych, dzięki czemu zapewnia swoim właścicielom osiągnięcie dodatkowych korzyści wynikających ze

wzrostu skali, zakresu działania, ograniczenia kosztów, wzrostu jakości produktów, które wpływają również na wzrost jego wartości ekonomicznej (SZCZEPANKOWSKI 2007).

Plany działania i związane z nimi budżety przekładają i oceniają nakłady oraz korzyści z konkretyzacji pewnych działań strategicznych niezbędnych do osiągnięcia przyjętych celów. Są przełożeniem strategii na aktualne i przyszłe decyzje operacyjne. Pozwalają również kontrolować zarządzanie przedsiębiorstwem i jego pracownikami.

Z kolei miary osiągnięć powinny pomagać w przekładaniu strategii na mierzalne działania i dzięki temu skupiać uwagę na niej i na celu, jakim jest maksymalizowanie wartości dla właścicieli. W ramach różnorodnych mierników można wyróżnić głównie te o charakterze finansowym, odzwierciedlające działalność ekonomiczną przedsiębiorstwa oraz mierniki strategiczne, czyli obrazujące niefinansowe aspekty działalności. Miary powinny być połączone z czynnikami kształtującymi wartość.

Sensem koncepcji VBM jest dążenie by zamierzenia i cele przedsiębiorstwa zostały jak najszybciej i jak najkorzystniej osiągnięte na skutek umiejętnego wykorzystania posiadanego potencjału majątkowego, kapitałowego i ludzkiego. W dalszej części pracy wskazano możliwości wykorzystania tej koncepcji w sferze nieruchomości. Bez względu na przedmiot inwestycji, oczekiwania inwestorów są jednoznaczne – chcą oni pomnożenia zainwestowanego kapitału. Skala inwestycji w nieruchomości oraz pojawienie się inwestorów instytucjonalnych na rynku nieruchomości oraz wzrost ich znaczenia na rynku kapitałowym, spowodował, że nieruchomości stanowią porównywalny do przedsiębiorstw przedmiot inwestowania.

3. Nieruchomości jako przedmiot zarządzania

Nieruchomości są dobrami bardzo specyficznymi. Podstawowe cechy fizyczne, takie jak stałość w miejscu, różnorodność i niepowtarzalność powodują, że nieruchomości pełnią wiele różnorodnych funkcji. Obok funkcji podstawowych, takich jak np. mieszkalna, handlowa, biurowa, bezpośrednio wskazujących sposób wykorzystania nieruchomości, mogą one przynosić dodatkowe korzyści ich właścicielom. Nieruchomości oprócz zaspokajania potrzeb własnych właścicieli (np. lokal mieszkalny wykorzystywany przez właściciela na cele mieszkalne lub lokal użytkowy, w którym właściciel prowadzi działalność gospodarczą) wykorzystywane są również w celach inwestycyjnych. Nieruchomości funkcjonują jako tzw. centrum biznesu i traktowane są jako miejsce lub wręcz sposób na osiągnięcie dochodów. I tak dla właścicieli-inwestorów nieruchomości są właśnie sposobem na pomnażanie zainwestowanego kapitału, a dla użytkowników, czyli np. najemców, są miejscem prowadzenia działalności gospodarczej.

Inwestowanie w nieruchomości jest procesem polegającym na lokowaniu kapitału w nieruchomości celem osiągnięcia bieżących lub przyszłych korzyści majątkowych. Inwestuje się w nie głównie w celu osiągnięcia konkretnych efektów

ekonomicznych, np.: uzyskiwanie regularnych przychodów pochodzących z najmu lub dzierżawy, zwiększenie poziomu wartości rynkowej nieruchomości, czy też osiągnięcie zysku z tytułu sprzedaży nieruchomości. W kontekście analizowanego problemu, tj. zarządzania wartością nieruchomości, dalszą analizę przeprowadzono w oparciu o nieruchomości o charakterze inwestycyjnym, gdyż ich specyfika wymusza szczególny sposób zarządzania, skutkujący przede wszystkim wzrostem wartości nieruchomości.

W literaturze przedmiotu zarządzanie nieruchomościami uznane jest za ostatni i najdłuższy etap procesu inwestycyjnego, rozpoczynający się w momencie oddania nieruchomości do eksploatacji. Sposób wykonywania czynności zarządzania jest zróżnicowany i wynika m.in. z rodzaju nieruchomości oraz jej otoczenia, a także oczekiwań i celów właściciela nieruchomości. Zarządzanie nieruchomościami nie jest jednoznacznie określone, a jego definicje z biegiem czasu ulegają stałym modyfikacjom. Unormowanie ustawowe działalności w zakresie zarządzania nieruchomościami nastąpiło w ustawie o gospodarce nieruchomościami (Dz. U. 1997 Nr 115 poz. 741, z późn. zm.). Zgodnie z definicją tam zawartą, zarządzanie nieruchomościami polega m.in. na podejmowaniu decyzji i dokonywaniu czynności mających na celu zapewnienie właściwej gospodarki ekonomiczno-finansowej nieruchomości oraz zapewnienie bezpieczeństwa użytkowania i właściwej eksploatacji nieruchomości, w tym bieżącego administrowania nieruchomością, jak również czynności zmierzających do utrzymania nieruchomości w stanie niepogorszonym zgodnie z jej przeznaczeniem oraz do uzasadnionego inwestowania w tę nieruchomość.

Zgodnie z przywołaną definicją zarządzanie nieruchomościami można podzielić na dwa obszary zadaniowe:

- 1) podejmowanie wszelkich możliwych czynności zachowawczych w celu utrzymania racjonalnej gospodarki finansowej, technicznej oraz użytkowej nieruchomości;
- 2) postępowanie rozwojowe mające na celu wzrost wartości nieruchomości, jak również jej rozwój pod względem funkcjonalnym i użytkowym (NAJBAR, UHRUSKA, 2006).

Pierwsze podejście obejmuje czynności bieżącego administrowania i najczęściej sprowadza się do realizacji krótkookresowych celów właściciela nieruchomości. Wykonywanie czynności w ramach drugiego obszaru zadaniowego stwarza zarządcy nieruchomości możliwość podejmowania wielu samodzielnych decyzji dotyczących przyszłości nieruchomości.

Okazuje się, że w przypadku nieruchomości komercyjnych, oprócz podstawowych czynności, do dokonywania których zobowiązuje zarządcę prawo, musi wykonywać on szereg innych działań. Zarządca często występuje w roli osobistego doradcy inwestycyjnego, wspomagającego właściciela w decyzjach związanych z każdą sferą funkcjonowania nieruchomości, jak również jest audytorem nieruchomości, dokonującym szeroko pojętej kontroli stanu nieruchomości. Uważa się również, iż zarządca nieruchomości komercyjnych pełni

rolę kreatora rynku, który wpływa na zmiany na rynku nieruchomości komercyjnych, w układzie funkcji, obrotu ale również poprzez działania zwiększające zyski właściciela kreuje nową wartość nieruchomości i zmienia jej pozycję rynkową (*Zarządzanie nieruchomościami komercyjnymi* 2006).

W związku z postrzeganiem nieruchomości jako obiekt inwestycji, który powinien zapewnić bezpieczeństwo kapitału oraz regularne uzyskiwanie dochodu, wynika podstawowy obowiązek zarządzającego, jakim jest troska o poziom wartości nieruchomości. Spełnienie tego obowiązku wymaga pełnej koordynacji wszelkich czynności realizowanych na przestrzeni wielu obszarów zarządzania.

4. Zarządzanie wartością nieruchomości

Nieruchomości stanowią część majątku właściciela, który racjonalnie gospodarując nim, powinien dążyć do zwiększania jego wartości. Bez względu na rodzaj nieruchomości, ich funkcje, ich stan oraz sposób wykorzystania, maksymalizacja wartości nieruchomości powinna być celem każdego właściciela. Oczywiście różnorodność nieruchomości, zarówno rozpatrywana w sensie fizycznym, prawnym, ekonomicznym, czy też społecznym, powoduje, że nie ma jednakowego, uniwersalnego sposobu na kształtowanie wartości nieruchomości. Wartość nieruchomości kształtowana jest poprzez oddziaływanie różnorodnych czynników, dlatego też zwiększanie wartości nieruchomości lub przynajmniej jej zabezpieczenie na dotychczasowym poziomie, każdorazowo wymaga indywidualnego sposobu zarządzania.

Określając możliwości wykorzystania koncepcji VBM w sferze nieruchomości, należałoby wskazać przede wszystkim celowość jej zastosowania, a także przedstawić możliwości wdrożenia, wyznaczyć obszary jej wykorzystania wraz z zakresem czynności realizowanych w celu skutecznego podnoszenia wartości oraz wskazać mierniki efektywności zastosowanej koncepcji.

Jak już wspomniano wcześniej, nieruchomości bardzo często traktowane są jako dobra o charakterze inwestycyjnym. Inwestorami na rynku nieruchomości są tzw. inwestorzy indywidualni, którzy zazwyczaj nabywają nieruchomości na użytek własny oraz inwestorzy instytucjonalni, do których możemy zaliczyć m.in.: fundusze inwestycyjne i emerytalne, firmy ubezpieczeniowe oraz banki. Ze względu na dużą kapitałochłonność inwestycji w nieruchomości, ta grupa inwestorów ogrywa decydującą rolę na rynku nieruchomości (KUCHARSKA-STASIAK 2005). Pojawienie się inwestorów instytucjonalnych szczególnie umocniło istotę maksymalizacji wartości rynkowej nieruchomości jako głównego celu inwestycyjnego, ponieważ (*Zarządzanie wartością firmy* 1999):

- pozyskują środki od inwestorów prywatnych i znajdują się pod ich presją co do wzrostu stopy zwrotu z tytułu powierzonego im kapitału,
- inwestują w nieruchomości o dużym potencjale wzrostu wartości rynkowej, a z kolei wycofują się z inwestycji o obniżającej się wartości,
- systematycznie zwiększają swe zaangażowanie kapitałowe,

- uczestniczą w zarządzaniu nieruchomościami - wywierają bezpośredni wpływ na proces zarządzania, zapewniający maksymalnie wysoki wzrost wartości nieruchomości.

Inwestorzy zazwyczaj nie są związani z użytkowaniem posiadanej nieruchomości, jedynie widzą w niej formę lokaty kapitału, którą porównują z innymi alternatywnymi inwestycjami. Wybór rodzaju inwestycji oraz przedmiotu inwestowania zależy od poziomu ryzyka i oczekiwanych efektów. Głównym efektem inwestycyjnym nieruchomości jest maksymalizacja lub zabezpieczenie kapitału, ale również osiąganie wszelkich dodatkowych korzyści. Ważne jest zatem, aby zainwestowany kapitał „pracował”, czyli przynosił dochód. To właśnie kapitał generuje dochody, powodując, że utrzymanie pożądanego, możliwie najwyższego poziomu wartości kapitału stanowi nadrzędny cel inwestora (*Zarządzanie nieruchomościami* 2000). Zarządzanie wartością, zwłaszcza w przypadku nieruchomości o charakterze inwestycyjnym, nabiera więc szczególnego znaczenia.

Wykorzystanie koncepcji VBM w sferze zarządzania nieruchomością polega na koncentracji wszelkich działań realizowanych równolegle w poszczególnych obszarach zarządzania w celu osiągnięcia jak najwyższej wartości rynkowej nieruchomości. Wymaga to niewątpliwie identyfikacji i zrozumienia wszelkich czynników wpływających na poziom wartości. Świadomość tych czynników oraz siły ich oddziaływania, ułatwia rozpoznanie przez zarządcę możliwości kształtowania wartości nieruchomości oraz wyznacza kierunek i zakres działania.

Zarządzanie wartością nieruchomości, aby było skuteczne, musi swym zasięgiem obejmować wszystkie aspekty funkcjonowania nieruchomości i wszystkie możliwe obszary aktywności zarządcy. Maksymalizacja wartości osiągana jest poprzez realizację celów szczegółowych. Proces maksymalizacji wartości jest ciągły, nieskończony, zatem maksymalizacja wartości nie może być celem samym w sobie, albowiem jest niemożliwa do osiągnięcia. Głównym celem i zamierzeniem VBM jest samo dążenie do maksymalizacji, wynikiem czego jest konkretny wzrost wartości nieruchomości w czasie.

Wartość nieruchomości kształtowana jest poprzez kompleksowe czynności wykonywane we wszystkich obszarach zarządzania tj. finansowym, technicznym, marketingowym, prawnym, czy w końcu w zakresie kształtowania relacji z użytkownikami nieruchomości. Wielowymiarowa dbałość o nieruchomość przyczynia się do poprawy ogólnej sytuacji nieruchomości, zapewnia długookresową korzystną pozycję rynkową obiektu, a w konsekwencji skutkuje wzrostem wartości nieruchomości. Kompleksowe zarządzanie nieruchomością, oprócz działalności strategicznej, obejmuje swym zasięgiem również obszar operacyjny. Decyzje dotyczące bieżącego (krótkookresowego) utrzymania nieruchomości we właściwym stanie, zwłaszcza w aspekcie finansowym, technicznym, czy funkcjonalnym, bezpośrednio odczuwane są przez użytkowników nieruchomości. Uważa się, że oprócz właściciela nieruchomości,

beneficjentami takiej koncepcji zarządzania są również użytkownicy nieruchomości, czyli najemcy i ich klienci.

Jak wcześniej wspomniano, wdrożenie koncepcji VBM wymaga, sprecyzowania konkretnych celów cząstkowych, uwzględniających czynniki kształtujące wartość nieruchomości. Realizacja tych celów wymaga określenia strategii, czyli wskazania konkretnych sposobów postępowania, na przestrzeni wszystkich obszarów funkcjonowania nieruchomości, umożliwiających osiągnięcie wyznaczonych celów. Kolejnym etapem jest określenie możliwości, a zarazem konsekwencji finansowych realizowanych działań. Na koniec, w celu sprawdzenia skuteczności realizowanej koncepcji, należy określić miary efektywności.

W Tabeli 1. wskazano podstawowe obszary zarządzania nieruchomością. W ramach poszczególnych obszarów przedstawiono czynniki kształtujące wartość rynkową nieruchomości, determinujące określenie celów cząstkowych. Konsekwencją realizowanych celów cząstkowych jest wzrost wartości nieruchomości.

Tabela 1

Podstawowe obszary zarządzania wartością nieruchomości

Obszar zarządzania	Wybrane czynniki kształtujące wartość nieruchomości	Przykładowe cele szczegółowe	Efekt realizowanych celów szczegółowych	Efekt końcowy
Finansowy	- poziom dochodów z nieruchomości	- wzrost dochodów operacyjnych - obniżenie wydatków operacyjnych	- wyższe stawki czynszu - zmniejszenie poziomu pustostanów - obniżenie zaległości czynszowych - obniżenie wydatków operacyjnych	Wzrost wartości rynkowej nieruchomości
Techniczny	- stan techniczny budynku - infrastruktura teletechniczna - wyposażenie budynku	- poprawa stanu technicznego budynku - unowocześnienie wyposażenia budynku	- zmniejszenie stopnia zużycia - wzrost bezpieczeństwa eksploatacji nieruchomości - obniżenie wydatków operacyjnych - poprawa estetyki - sprawność urządzeń	
Prawny	- stan prawny nieruchomości - warunki umów najmu - postanowienia umowy o zarządzanie	- uregulowanie stanu prawnego nieruchomości - renegocjacja warunków najmu - zmiana zakresu obowiązków zarządcy	- uregulowane stosunki własnościowe - korzystniejsze warunki najmu - rozszerzenie zakresu obowiązków zarządcy - większa motywacja zarządcy w zakresie kształtowania wartości nieruchomości (wynagrodzenie uzależnione od efektów)	

Marketingowy	- wizerunek nieruchomości (renoma) - struktura najemców	- budowanie wizerunku obiektu - poprawa pozycji rynkowej nieruch. - promocja obiektu - selekcja najemców (rodzaj działalności, pozycja rynkowa, sytuacja finansowa)	- pozyskanie nowych najemców - zmniejszenie pustostanów - ujednolicona struktura najemców - poprawa wizerunku nieruchomości
Relacje z użytkownikami nieruchomości	- obsługa nieruchomości - świadczenie usług dodatk. - dostępność udogodnień - bezpieczeństwo obiektu	- świadczenie usług towarzyszących w obiekcie (poczta, restauracja, kawiarnia, usługi kurierskie, siłownia) - zwiększenie parkingu	- satysfakcja najemców - wzrost lojalności najemców - przedłużenie umów najmu

Źródło: opracowanie własne.

Wartość rynkowa nieruchomości odzwierciedla i jest pod wpływem oddziaływania różnorodnych czynników, które motywują ludzkie działania. Mają one charakter dynamiczny, stale ulegają zmianom, a także zmienia się stopień i zakres ich oddziaływania, z jednej strony wywierają wpływ na ludzkie działania, a z drugiej strony same pozostają pod wpływem tych działań. Interakcja tych czynników kształtuje wartość nieruchomości na rynku (*Wycena nieruchomości 2002*). Wzrost wartości nieruchomości może następować z przyczyn obiektywnych, niezależnych od działań podejmowanych przez właściciela czy zarządcę nieruchomości oraz z powodu świadomie realizowanej polityki. Z punktu widzenia kształtowania wartości, można wyróżnić dwie grupy czynników: zależne i niezależne od działań osoby zarządzającej nieruchomością. Identyfikacja czynników umożliwia definiowanie celów i strategii maksymalizacji wartości rynkowej.

Prowadzenie strategii wzrostu wartości wymaga szczegółowego planowania i budżetowania. Ze względu na ograniczenia finansowe, często cele nie mogą być realizowane równocześnie. Należy zatem opracować plany działania wraz z analizą kosztów i korzyści danego przedsięwzięcia, wybrać działania najbardziej niezbędne, a dopiero z czasem realizować pozostałe cele. Wdrożenie koncepcji VBM jest procesem długotrwałym, a nie jednorazowym przedsięwzięciem. Ponadto wymaga zaangażowania wszystkich uczestników procesu zarządzania, tj. osoby zarządzającej, personelu obsługi nieruchomości, a nawet najemców. Wspólne realizowanie określonej strategii podnosi jej skuteczność. Zaangażowanie wielu podmiotów w proces zarządzania wartością wymusza powiązanie go z odpowiednim systemem motywacyjnym, zwłaszcza dla zarządcy i pozostałych pracowników, uzależniając wysokość ich wynagrodzeń od zmian wartości nieruchomości w czasie.

Skuteczność prowadzonych działań powinna być regularnie kontrolowana. Wykorzystywanymi wskaźnikami pomiaru efektów są: poziom wartości rynkowej nieruchomości, wartość poszczególnych części nieruchomości, poziom rocznych dochodów operacyjnych netto, poziom wydatków operacyjnych, stopień wynajęcia powierzchni, liczba najemców i ich rotacja, wskaźniki płynności oraz rentowność zainwestowanego kapitału. W celu porównywalności wskaźników, muszą być one jednoznacznie sformułowane i jednakowo stosowane.

Czynności ukierunkowane na wzrost wartości nieruchomości powinny być konsekwentnie realizowane w każdym momencie i w każdym obszarze działalności. Jednakże efekty wdrożenia koncepcji VBM stają się odczuwalne dopiero w dłuższej perspektywie czasu. Zarządzanie wartością nieruchomości nie jest jednorazowym przedsięwzięciem lecz procesem długotrwałym, dlatego od strony właściciela wymaga cierpliwości, a od zarządcy dodatkowo konsekwencji działania.

5. Podsumowanie

Implementacja koncepcji zarządzania wartością w sferę nieruchomości jest możliwa, a wręcz pożądana zwłaszcza w przypadku nieruchomości o charakterze inwestycyjnym. Oczekiwania właścicieli co do zabezpieczenia zainwestowanego kapitału jednoznacznie determinują sposób zarządzania takimi nieruchomościami ukierunkowany na wzrost wartości rynkowej nieruchomości. W przypadku nieruchomości wykorzystywanych na użytek własny właściciela dbałość o wartość ogranicza się jedynie do zwiększenia, a raczej utrzymania wartości odtworzeniowej.

Specyfika oraz różnorodność nieruchomości powodują, że nie ma uniwersalnego sposobu realizacji koncepcji zarządzania wartością. Każda nieruchomość wymaga indywidualnej strategii zarządzania. Cele zarządcy, czy też właściciela oraz realizowane czynności w zakresie kształtowania wartości rynkowej nieruchomości zależą od szeregu elementów, takich jak np.: rodzaj nieruchomości, sposób wykorzystania, stan techniczny, faza cyklu życia nieruchomości, pozycja rynkowa, i inne.

Maksymalizacja wartości rynkowej nieruchomości, niewątpliwie wymaga identyfikacji wszelkich elementów i czynników wpływających na jej poziom. Ułatwia to rozpoznanie przez zarządcę możliwości w zakresie kształtowania wartości nieruchomości oraz wyznacza kierunek i zakres działania. Wszelkie czynności realizowane w zakresie maksymalizacji wartości nieruchomości, mają względem siebie charakter komplementarny, wzajemnie się uzupełniają, a jedynie ich równoległe wykonywanie umożliwia stały wzrost wartości nieruchomości.

6. Literatura

COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. 1997. *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*. WIG Press, Warszawa.

DUDYCH T. 2005. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa.

- KUCHARSKA-STASIAK E. 2005. *Nieruchomość a rynek*. PWN, Warszawa.
- NAJBAR K., UHRUSKA M. 2006. Strategie zarządzania nieruchomościami. W: *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, Vol. 14, Nr 1, Olsztyn, s. 177-191.
- RAPPAPORT A. 1999. *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*. WIG Press, Warszawa.
- SZCZEPANKOWSKI P. 2007. *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. PWN, Warszawa.
- Wycena nieruchomości. Wydanie polskie*, Red. E. Kucharska-Stasiak. 2002. PFSRM, Warszawa.
- Zarządzanie nieruchomościami*. Red. E. Kucharska-Stasiak. 2000. Valor, Łódź.
- Zarządzanie nieruchomościami komercyjnymi*. Red. I. Foryś. 2006. Poltext, Warszawa.
- Zarządzanie wartością firmy*. Red. A. Herman, A. Szablewski. 1999. Poltext, Warszawa.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz. U. 1999, Nr 115, poz. 741, z późn. zm)

INVESTMENT PROPERTY VALUE BASED MANAGEMENT

Małgorzata Uhruska

Cracow University of Economics

Department of Real Estate and Investment Economics

email: uhruskam@uek.krakow.pl

Key words: *value based management, VBM, property value maximization.*

Abstract

The main goal of this paper is to present the possibilities of implementing the Value Based Management (VBM) concept into property management area. The use of the VBM approach in the property management requires the adaptation of its instruments to the physical and organisational aspects of the property.

Property investments are realised in order to receive current and future benefits. The main goal of property investment is to gain regular income and to maintain or maximize the capital value of the property. The vbm concept is now used only in the area of companies management. Company's value is created only when companies invest capital at returns that exceeds the cost of the capital. Vbm extends these concepts by focusing on how companies use them to make both major strategic and operating decisions. Properly executed, it is a management approach that aligns a company's aspiration, analytical techniques and management processes to focus management's decisions on the key drivers of value.

ZAMKNIĘTE FUNDUSZE NIERUCHOMOŚCI JAKO NOWOCZESNA FORMA INWESTOWANIA

Magdalena Załączna

Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Uniwersytet Łódzki

e-mail: mzaleczna@uni.lodz.pl

Rafał Wolski

Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki

e-mail: rwolski@uni.lodz.pl

Słowa kluczowe: zamknięte fundusze nieruchomości, Polska, Niemcy, efektywność

Streszczenie

Rozwój rynku kapitałowego związany jest z kreowaniem i wykorzystywaniem nowych form instrumentów inwestycyjnych. Fundusze inwestycyjne nieruchomości powstały i zyskały popularność dzięki stworzeniu możliwości korzystania z zalet inwestycji w nieruchomości przy znacznie niższych wymaganiach kapitałowych, znacznie większej podzielności i wyższym poziomie płynności w porównaniu z lokatami w nieruchomości. W Polsce dopiero od kilku lat możliwe jest tworzenie zamkniętych funduszy inwestycyjnych nieruchomości, dlatego autorzy podjęli próbę zarysowania zasad i efektów działalności takich podmiotów na przykładzie w Niemczech, gdzie fundusze tego typu funkcjonują od 1963 r. Celem autorów było porównanie strategii inwestycyjnych polskich zamkniętych funduszy inwestycyjnych nieruchomości oraz wskazanie podobieństw i różnic istniejących między doświadczeniami polskimi i niemieckimi.

Wstęp

Inwestycje w nieruchomości umożliwiają wykorzystywanie zalet tych aktywów w postaci ochrony kapitału przed inflacją, regularnych dochodów, możliwości wykorzystywania jako zabezpieczenia kredytów, ale obciążone są także określonymi wadami wynikającymi z wysokiej kapitałochłonności i niskiej płynności (BROWN 1991; HOESLI, MACGREGOR 2000; KUCHARSKA-STASIAK 2006). Rozwój rynku kapitałowego wykreował miejsce dla pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości. Jednymi z pierwszych instrumentów finansowych pozwalających na uniknięcie większości problemów występujących przy inwestycjach bezpośrednich w nieruchomości były otwarte oraz zamknięte fundusze nieruchomości. Rozwój tego segmentu rynku miał miejsce w zasadzie we wszystkich rozwiniętych gospodarkach. Instrumenty te przybierały zróżnicowane formy organizacyjne, co uzależnione było od uwarunkowań prawnych i ekonomicznych w poszczególnych państwach. W ostatnich latach obserwuje się

dążenie do wykorzystywania pewnych standardowych modeli, które zostały już sprawdzone².

Doświadczenia Niemiec mogą być cenne dla polskich inwestorów, ponieważ od wielu lat niemiecki rynek finansowy kreuje i wykorzystuje pośrednie możliwości inwestycyjne na rynku nieruchomości, można więc badać je w różnych fazach koniunktury. Pozwala to na prześledzenie uwarunkowań, które kształtują możliwości inwestycyjne oraz na wskazanie rezultatów przyjętych założeń inwestycyjnych.

1. Rynek zamkniętych funduszy nieruchomości w Niemczech³

Sfera pośrednich inwestycji na rynku niemieckim jest bardzo szeroka – funkcjonują tam bowiem otwarte i zamknięte fundusze nieruchomości, ponadto działają również spółki akcyjne koncentrujące swoją działalność na rynku nieruchomości, a nie spełniające prawnych kryteriów funduszy inwestycyjnych oraz od niedawna spółki w formie odpowiadającej amerykańskiemu Real Estate Investment Trust.

Zamknięte fundusze nieruchomości działają w formie spółek cywilnych lub komandytowych. Spółki te inwestują na rynku nieruchomości np. w nieruchomości biurowe, handlowe, magazynowe lub mieszkaniowe. Inwestycje te mogą być dokonywane zarówno w Niemczech jak i zagranicą. Inwestujący w certyfikaty funduszu zamkniętego w zasadzie znają z góry czas trwania spółki oraz kierunek inwestycji (nierazko określony jest konkretny projekt inwestycyjny). Specyfiką funduszy niemieckich jest więc tworzenie spółek celowych dla realizacji określonych projektów.

Cena certyfikatów inwestycyjnych waha się najczęściej w przedziale 5 000 – 30 000 EURO. W zasadzie nie są one skupowane przez fundusz przed datą jego zamknięcia. Środki finansowe funduszu pochodzą zarówno ze zgromadzonego od współników kapitału własnego spółki jak i ze źródeł obcych.

1.1 Zalety i wady inwestycji w certyfikaty zamkniętych funduszy nieruchomości

Certyfikaty zamkniętych funduszy nieruchomości pozwalają na uczestnictwo w wielomilionowych projektach przy niewielkim zaangażowaniu kapitałowym. Co więcej możliwe jest dodatkowe zdywersyfikowanie poprzez nabywanie certyfikatów w różnych funduszach (dywersyfikacja wg rodzaju nieruchomości, lokalizacji). W Niemczech wyróżnia się dwa główne bodźce uczestnictwa w

² Obserwowany obecnie rozwój, z pochodzenia amerykańskich, Real Estate Investment Trust w Europie.

³ Ze względu na uwarunkowania prawne, w Polsce możliwe jest tworzenie jedynie zamkniętych funduszy inwestycyjnych nieruchomości, dlatego skoncentrowano się na przedstawieniu rynku zamkniętych funduszy nieruchomości w Niemczech.

zamkniętych funduszach nieruchomości - o charakterze podatkowym⁴ oraz - o charakterze dochodowym (dywidenda). W tym drugim wypadku najistotniejszy staje się wybór odpowiedniego projektu inwestycyjnego oraz jakość zarządzania nieruchomościami, bowiem atrakcyjne i dobrze zarządzane nieruchomości generują spodziewane dochody. Niebagatelne znaczenie ma stan koniunktury gospodarczej oraz koniunktury na rynkach nieruchomości. Jest to szczególnie widoczne w odniesieniu do projektów zrealizowanych na obszarze Landów Wschodnich w latach 90-tych.

Można wskazać źródła potencjalnych problemów, które musi brać pod uwagę inwestor zamierzający przystąpić do zamkniętego funduszu nieruchomości. Przede wszystkim znaczący jest brak możliwości obiektywnej oceny założeń projektu wywołany niedostatkami informacji potencjalnego inwestora. To grupa założycielska przedstawia projekt i stara się go następnie zrealizować. W prospekcie emisyjnym (gdy fundusz ma charakter publiczny) lub w informacjach skierowanych do wąskiego grona potencjalnych uczestników (gdy fundusz ma charakter prywatny) wskazuje się założenia oraz potwierdzające je dane. Nie ma jednak żadnych gwarancji, że te założenia są prawidłowe i zostaną spełnione. Dana inwestycja może się nie powieść i fundusz zbankrutuje przynosząc uczestnikom straty zamiast zysków. W trakcie trwania funduszu możliwa jest również zmian przepisów, które warunkują powodzenie jego działalności (np. podatkowych). Znaczącym czynnikiem negatywnym jest także niski poziom płynności, ponieważ ze względu na określoną datę zamknięcia i brak obowiązku wykupu przez fundusz we wcześniejszym terminie, trudno jest sprzedać certyfikaty. Obecnie w Niemczech funkcjonuje rynek wtórny certyfikatów inwestycyjnych, jednak jest on jeszcze we wczesnej fazie rozwoju.

1.2 Rozwój rynku zamkniętych funduszy nieruchomości w Niemczech

Jako pierwszy fundusz zamknięty nieruchomości rozpoczęła działalność „Europa Center” w Berlinie, założona w 1963 r. Następnie pojawiło się wiele podobnych spółek, bardzo często tworzonych przez banki i towarzystwa ubezpieczeniowe. Brak jest jednak całościowego obrazu tego rynku. Niemiecki Bank Centralny (Deutsche Bundesbank) rejestruje od 1974 r. dobrowolne meldunki spółek nieruchomości, które pochodzą z kręgów bankowych. Niemiecki Związek Kas Oszczędnościowych (DSGV) po raz pierwszy w 1988 r. sporządził raport zawierający 600 zamkniętych funduszy inwestycyjnych nieruchomości i wyłożył go do wglądu. Wartość tam określona wynosiła 17,84 mld DM, co odpowiadało przeciętnemu rozmiarowi ok. 30 mln DM w stosunku do jednego funduszu. Ta wartość przekraczała o 1 mln dane podawane w tym czasie przez Bank Centralny

⁴ Ze względu na zmiany przepisów oraz uprzywilejowaną pozycję niemieckich REIT i otwartych funduszy nieruchomości zachęta ta uległa znacznemu zmniejszeniu.

(Handbuch Immobilien-Investition 2005)⁵. Obecnie wskazuje się, iż łączna wartość w Niemczech zamkniętych funduszy nieruchomości sięga ok. 130 mld EURO, a roczne inwestycje to ok. 5 mld EURO (Verband Geschlossene Fonds e.V.).

Ważnym czynnikiem wpływającym na unowocześnienie rynku zamkniętych funduszy w Niemczech było powstanie giełd umożliwiających wtórny obrót certyfikatami inwestycyjnymi. Spośród kilku sformalizowanych giełd to Fondboerse Deutschland w Hamburgu została wybrana do prowadzenia wtórnego obrotu certyfikatami inwestycyjnymi zamkniętych funduszy nieruchomości i zamkniętych funduszy inwestujących w statki.

Ze względu na bezpieczeństwo użytkowników nałożono na inicjatorów włączenia do obrotu wtórnego określone obowiązki informacyjne. Powinny być one wypełniane zarówno przy składaniu wniosku o udział w obrocie giełdowym jak i w trakcie utrzymywania oferty giełdowej. Giełda siada dwa segmenty – Premium i Standard. Sektor Premium charakteryzuje się podwyższonymi obowiązkami informacyjnymi. W końcu 2007 r. obrót na giełdzie przekroczył 150 mln EURO, z czego 122,6 mln dotyczyło sektora Standard, a 27,7 mln EURO sektora Premium. Zamknięte fundusze nieruchomości wygenerowały obrót o wartości 128,7 mln EURO (przeciętny kurs 57,5%)⁶.

Ze względu na wieloletnie doświadczenia niemieckie wydaje się zasadne prześledzenie charakterystyki i wyników kilku funduszy zamkniętych nieruchomości. Do porównania wybrano fundusze, których inicjatorem jest Grupa Deutsche Bank (tab.1). Wyniki wskazują na duże zróżnicowanie w zakresie sektora rynku nieruchomości – od powierzchni handlowych, przez biurowe po mieszkania na wynajem. Charakterystyczna jest niewielka liczba uczestników oraz to, że występuje koncentracja na jednym obiekcie inwestycji (najczęściej sama inwestycja ma charakter całościowy – od projektu developerskiego, przez budowę do zarządzania powstałymi powierzchniami).

Przeciętne stopy zwrotu raportowane przez fundusze nie są wysokie, poza wyjątkiem funduszu założonego w 1989 r. I zamkniętego w 2002 r.

⁵ W tym zawierały się inwestycje ponad 3.000 funduszy z ok. 4.000 nieruchomości. Przeciętny rozmiar zamkniętego funduszu inwestycyjnego nieruchomości wynosił według różnych obliczeń: 25, 8 mln DM (Bank Centralny) lub 29,9 mln DM na fundusz, a 21,1 mln DM lub ok. 33,9 mln DM na obiekt. W 1996 r. łącznie rozpisano subskrypcję wartości 12,7 mld DM na certyfikaty w zamkniętych funduszach inwestycyjnych nieruchomości. Wśród 10 największych były prawie wyłącznie banki i ich spółki-córki (4,2 mld DM - 33%).

⁶ Przykładowo w segmencie funduszy zamkniętych inwestujących w statki wygenerowano obrót o wartości 20,6 mln EURO i kursie przeciętnym 100,4 %, za: Fondboerse Deutschland.

Tabela 1

Wybrane fundusze zamknięte nieruchomości w Niemczech

Nazwa funduszu	Immobilien-Kommanditgesellschaft Dr. Anderegg & Co. Einkaufs-Center Hamm	DB Immobilienfonds 1	DB Immobilienfonds 2	DB Immobilienfonds 8	DB Immobilienfonds 11
Rok założenia	1989	1992	1993	1996	1998
Zainwestowany kapitał własny (mln EURO)	7,1	52,0	28,6	11,2	30,0
Zainwestowany kapitał obcy (mln EURO)	25,7	35,7	12,7	5,2	51,2
Forma prawna	Spółka komandytowa	Spółka komandytowa	Spółka komandytowa	Spółka komandytowa	Spółka komandytowa
Liczba inwestorów	48	608	411	186	517
Rodzaj nieruchomości	Centrum handlowe w Hamm	Centrum usługowe - powierzchnie biurowe w Lipsku	Centrum handlowe w Bochum	Powierzchnie biurowe w Rostoku	Powierzchnie mieszkalne do wynajęcia w Berlinie
Przeciętny roczny zwrot w trakcie trwania funduszu (dywidenda wliczona) (%)	16,20	7,16	4,52	2,89	6,25
Dywidenda w 2006 r.	Fundusz zakończył	12,50	0,00	2,00	4,18

(%) Po uwzględnieniu przepisów podatkowych	działalność w 2002 r.	6,78	-0,25	4,23	1,55
Kurs giełdowy (najwyższy/najniższy w ciągu 12 miesięcy do 01.2008)	Fundusz zakończył działalność w 2002 r.	94%/92%	32,5%/32,5%	35%/35%	67%/67%
Obrót giełdowy (EURO)	Fundusz zakończył działalność w 2002 r.	52 000	26 000	1 040 000	26 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Real Estate Germany (RREEF) i Fondboerse Deutschland w Hamburgu

Tabela 2

Wybrane zamknięte fundusze nieruchomości w Polsce

Nazwa funduszu	BPH FIZ Sektora Nieruchomości	Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego	Skarbiec FIZ Rynku Nieruchomości	Arka BZ WBK FIZ Rynku Nieruchomości	KBC FIZ Index Światowych Nieruchomości	KBC FIZ Index Nieruchomości
Rok założenia	2005	2005	2004	2004	2006	2005
Zebrany kapitał (mln PLN)	332,0	61,3	87,4	340,0	362,3	127,2
Forma prawna	Osoba prawna	Osoba prawna	Osoba prawna	Osoba prawna	Osoba prawna	Osoba prawna
Liczba certyfikatów	3 408 627	279 000	87 432 000	3 500 000	3 560 574	1 272 394
Rodzaj aktywów w portfelu	Nieruchomości: biurowe - do 80% inwestycji, handlowe - do 60% inwestycji, magazynowe - do 50% inwestycji, inne - do 30% inwestycji. Fundusz nie inwestuje w: hotele, pensjonaty,	Nabywanie i obejmowanie akcji spółek akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych i udziałów spółek z oo, których działalność obejmuje inwestowanie oraz obrót na polskim rynku	Nabywanie i obejmowanie akcji spółek akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych i udziałów spółek z oo, których działalność obejmuje inwestowanie oraz obrót na polskim rynku	Nie mniej niż 50% portfela docelowo stanowią mają nieruchomości biurowe, co najwyżej 50% portfela docelowo pozostałe typy nieruchomości oraz lokat związanych z rynkiem	Tytuły uczestnictwa wyemitowane przez Fund Partners Kredyt Bank Global Real Estate 1	Tytuły uczestnictwa emitowane przez Fund Partners Kredyt Bank Europe Real Estate 1

	grunty. portfele inwestycyjne: Inwestycji Płynnych i Nieruchomości, z upływem czasu pierwszy traci znaczenie na rzecz drugiego.	nieruchomości, głównie w segmencie lokali mieszkalnych.	nieruchomości, głównie w segmencie budownictwa mieszkaniowego.	nieruchomości, w szczególności: nieruchomości handlowe, magazynowe; nieruchomości mieszkaniowe stanowiąc mają nie więcej niż 25% portfela.		
Szczególne informacje	Nabywanie głównie nieruchomości o jednostkowej wartości 10-20 mln EURO.			Nabywanie nieruchomości o jednostkowej wartości nie przekraczającej 15 mln EURO.	Istnieje możliwość wykupu 12 razy w roku. Gwarancja zwrotu ceny emisyjnej	Istnieje możliwość wykupu 4 razy w roku. Gwarancja zwrotu ceny emisyjnej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji funduszy

Tabela 3

Efektywność funduszy inwestycyjnych od rozpoczęcia działalności.

	BPH FIZ Sektora Nieruchomości	Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego	Skarbiec FIZ Rynku Nieruchomości	Arka BZ WBK FIZ Rynku Nieruchomości	KBC FIZ Index Światowych Nieruchomości	KBC FIZ Index Nieruchomości FIZ
średnia kwartalna stopa zwrotu	0,02	0,03	0,03	0,04	0,00	0,01
odchylenie standardowe	0,05	0,02	0,03	0,05	0,13	0,10
współczynnik korelacji Pearsona z WIG	-0,68 ⁺	0,70	-0,23	-0,28	0,45	0,44
współczynnik zmienności	1,92	0,50	0,89	1,35	37,42	6,88
beta	-0,28 [*]	0,10	-0,06	-0,14	0,40	0,36
statystyka t	-2,66	2,17	-0,70	-1,00	1,19	1,19
wskaźnik Treynora portfela	-0,04	0,23 ^{***}	-0,38 ^{***}	-0,18 ^{***}	0,01 ^{***}	0,01 ^{***}
wskaźnik Treynora rynkowy	0,07	0,05	0,06	0,06	0,05	0,06
wskaźnik Sharpe'a portfela	0,27	1,33 ^{**}	0,76 ^{**}	0,50	-0,07	0,03
wskaźnik Sharpe'a rynkowy	0,66	0,40	0,52	0,57	0,34	0,52

* współczynnik beta jest istotny statystycznie przy poziomie istotności 0,05,

** wskaźnik jest wyższy od wskaźnika rynkowego, wskazując na efektywność portfela inwestycyjnego danego funduszu,

*** wskaźnik Treynora należy uznać za niemiarodajny, ze względu na brak istotności statystycznej współczynnika beta,

+ współczynnik korelacji Pearsona jest istotny statystycznie przy poziomie istotności 0,05.

Źródło: opracowanie własne

Wynika to najczęściej z problemów występujących na niemieckim rynku nieruchomości, a w szczególności w Landach Wschodnich. Zachętą do inwestowania na tych terenach były przywileje podatkowe oraz perspektywy szybkiego wzrostu gospodarczego terenów „nadganiających” gospodarkę zachodnioniemiecką. Te założenia nie znalazły jednak odzwierciedlenia w rzeczywistości.

Z przedstawionego zestawienia wynika, iż obrót wtórny nie jest w zasadzie realizowany poza jednym funduszem. Ponadto ceny oferowane na giełdzie znacznie różniły się od podstawowej wartości certyfikatów. Wynika to zapewne z niskiego poziomu rentowności funduszy. Świadczy to o niewielkiej jeszcze możliwości wykorzystania obrotu giełdowego do zapewnienia płynności inwestycji w certyfikaty zamkniętych funduszy nieruchomości.

2. Rynek zamkniętych funduszy nieruchomości w Polsce

W warunkach polskich możliwe jest powoływanie jedynie zamkniętych funduszy nieruchomości, stanowi o tym ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych⁷. W odróżnieniu od regulacji niemieckiej w Polsce fundusz inwestycyjny zawsze ma osobowość prawną⁸. Rozdział 3 ustawy zajmuje się szczegółowo funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, w tym także funduszami nieruchomości. Określa zasady emisji i wykupu certyfikatów inwestycyjnych, wyceny aktywów funduszu (nie rzadziej niż co 3 miesiące) oraz działania podmiotów kontrolnych.

Minimalna liczba nieruchomości (także użytkowania wieczystego), które znajdują się w portfelu inwestycyjnym funduszu nieruchomości została określona na 4. Fundusz nabywa wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Jak wskazuje ustawa fundusz może nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości. Nabycie nieruchomości powinno nastąpić w ciągu 24 miesięcy od dnia rejestracji funduszu. Zabrania się koncentracji poprzez wskazanie, iż fundusz nie może przeznaczyć więcej niż 25% wartości swoich aktywów łącznie na nabycie jednego z przedmiotów lokat oraz na inwestycje w ten przedmiot lokat. Fundusz inwestycyjny zamknięty może ustanawiać obciążenia na swoich aktywach o łącznej wysokości nieprzekraczającej 50% wartości aktywów netto funduszu w chwili ustanowienia obciążenia, za zgodą depozytariusza i na warunkach

⁷ Dz. U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

⁸ Stanowi o tym art. 1 ustawy: „Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa Majątkowe”

określonych w statucie. Nie rzadziej niż raz na 6 miesięcy powinien dokonywać aktualizacji wartości aktywów z uwzględnieniem zmian cen na rynku nieruchomości⁹.

Z regulacji prawnej wynika, iż fundusze w Polsce muszą przestrzegać zasad nie obowiązujących w wypadku niemieckich funduszy zamkniętych, w szczególności różnica jest widoczna w wyborze samej inwestycji będącej przedmiotem działania funduszu. W warunkach polskich, jeśli decydują się na bezpośrednie inwestycje na rynku nieruchomości muszą to być co najmniej 4 różne nieruchomości (prawo użytkowania wieczystego). Oznacza to, że strategia inwestycyjna będzie odmienna w wypadku zamkniętych funduszy - polskiego i niemieckiego (podobieństwo będzie natomiast widoczne między niemieckim funduszem otwartym nieruchomości a polskim zamkniętym). Jednakże reguła braku zobowiązania funduszu do wykupu certyfikatu przed upływem, z góry określonego, terminu stanowi o istocie i specyfice funduszy zamkniętych i jest widoczna zarówno w regulacji polskiej jak i niemieckiej¹⁰. Należy jednakże nadmienić, iż polskie certyfikaty mogą być zbyte na giełdzie, jeśli pojawi się nabywca.

2.1 Rozwój rynku zamkniętych funduszy nieruchomości w Polsce

Zamknięte fundusze nieruchomości w Polsce funkcjonują od niedawna – najstarszy dopiero od 2004 r. Powstają pytania o ich konkurencyjność w stosunku do innych lokat oraz o konkurencyjność pomiędzy poszczególnymi funduszami. Nie można zbadać ostatecznych wyników, ponieważ żaden fundusz nie zakończył jeszcze swojego działania, należy więc oprzeć się na danych bieżących raportowanych przez fundusze. Specyficzne dla podmiotów polskich jest założenie krótkiego czasu funkcjonowania wskazywane w statutach funduszy (od 4 do 8 lat). Fundusze niemieckie organizują się na okresy dłuższe, co wynika m.in. z tradycyjnej długookresowości inwestycji na rynku nieruchomości¹¹.

Wysokość środków finansowych, którymi początkowo dysponowały fundusze w Polsce w badanych przypadkach wahała się od 61,3 do 362,3 mln PLN, czyli od

⁹ Do ustalenia wartości aktywów netto funduszu lub wartości aktywów netto przypadającej na certyfikat inwestycyjny przyjmuje się wartość aktywów określonych według ich ostatniej wyceny albo ostatniej aktualizacji, jeżeli taka aktualizacja była dokonana

¹⁰ W Polsce fundusz inwestycyjny zamknięty nie może nabywać certyfikatów inwestycyjnych, które wyemitował, z wyjątkiem wykupu certyfikatów inwestycyjnych, w przypadkach wskazanych w statucie. W tym dokumencie fundusz może określić dopuszczalność i warunki wykupu na żądanie uczestnika, patrz np. fundusze KBC Index Nieruchomości i Index Światowych Nieruchomości.

¹¹ Nie można zapominać, że nieruchomość jest dobrem kapitałochłonnym, w przypadku projektu developerskiego przez pierwszy rok, dwa lata generuje się wyłącznie koszty, w przypadku zakupu obiektu nadającego się do użytkowania, inwestora obciążają szeroko rozumiane koszty transakcyjne.

15,88 do 93,86 mln EURO¹², co było zbliżone do środków gromadzonych łącznie ze źródeł własnych i obcych przez przykładowe fundusze niemieckie. Ponadto każdy fundusz polski mógł skorzystać z finansowania kapitałem obcym.

Liczba uczestników funduszu jest możliwa do określenia w warunkach niemieckich (są to bowiem spółki komandytowe) nie ma jednak takiej możliwości w warunkach polskich – notuje się liczbę wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych. Koszt nabycia tych walorów w badanych przypadkach mieścił się między 97 a 220 000 PLN, jednakże tylko jeden fundusz - Skarbiec Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Rynku Mieszkaniowego miał tak wysoką cenę nabycia certyfikatów.

Porównanie strategii inwestycyjnych polskich funduszy wskazuje na wysoki poziom zróżnicowania, prezentowane są bowiem trzy odmienne kierunki (tab. 2). Dwa fundusze BPH FIZ Sektora Nieruchomości oraz Arka BZ WBK FIZ Rynku Nieruchomości koncentrują się na wyborze określonych obiektów inwestycji – nieruchomości przynoszących dochód oraz na zarządzaniu nimi w celu podniesienia ich wartości przed sprzedażą związaną z zakończeniem bytu prawnego funduszu. Oba fundusze Skarbca - Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego oraz Skarbiec FIZ Rynku Nieruchomości koncentrują się na nabywaniu udziałów w niepublicznych spółkach zaangażowanych w określone segmenty sektora nieruchomości¹³. Natomiast fundusze KBC - KBC FIZ Index Światowych Nieruchomości i KBC FIZ Index Nieruchomości działają w sferze pośrednich inwestycji na rynkach nieruchomości, nabywając tytuły uczestnictwa w wybranych zagranicznych funduszach nieruchomości.

Mimo braku odpowiednio długiej historii działania wydaje się, że odmienności poszczególnych strategii znajdują odzwierciedlenie w wynikach bieżących funduszy.

3. Badanie konkurencyjności zamkniętych funduszy nieruchomości w Polsce

Porównując inwestycje pośrednie na rynku nieruchomości z inwestycjami na rynku akcji i instrumentów pochodnych można zauważyć, iż w powszechnym mniemaniu fundusze rynku nieruchomości są bezpieczniejsze. W oczach potencjalnych inwestorów wynika to zapewne z powiązań z rynkiem nieruchomości.

Jednakże w polskich warunkach, jak wskazano w punkcie poprzednim, powiązania te mogą mieć zróżnicowany zakres oraz siłę. Określenie efektywności funduszy nieruchomości zarówno w porównaniu do innych podobnych funduszy, jak i do rynku akcji opisywanego stopą zwrotu z indeksu giełdowego WIG pozwala na wskazanie efektów różnych strategii inwestycyjnych przyjętych przez fundusze zamknięte nieruchomości.

¹² Wybrano kurs z końca 2005 r., ze względu na okres tworzenia funduszy.

¹³ Sektor nieruchomości obejmuje zarówno rynek nieruchomości jak i rynek budowlany, za: E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.

Dane

Dane obejmują okres od początku istnienia kolejnych funduszy do końca 2007 roku, co daje okres badawczy w przypadku najstarszego funduszu od lipca 2004, a w przypadku najkrócej istniejącego funduszu od września 2006. Dane dotyczące wartości certyfikatów inwestycyjnych pochodzą z oficjalnych informacji udostępnianych przez fundusze. Stopę wolną od ryzyka całkowitego liczone na podstawie rentowności 52 tygodniowych bonów skarbowych. Dane uzyskano z Ministerstwa Finansów. Stopa zwrotu z indeksu rynkowego policzona została na podstawie notowań największego indeksu giełdowego WIG. Dane o notowania pochodzą z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie,

Metodologia

Na charakterystykę portfela składają się dwa czynniki: stopa zwrotu oraz ryzyko. Zauważono, że na granicy efektywności, wraz ze wzrostem dochodowości inwestycji wzrastało też ponoszone ryzyko. We wczesnych latach sześćdziesiątych rozwinięta została analiza ryzyka, jednak nie można było dokonać analizy portfela używając jednej, uniwersalnej wielkości, która w sposób skwantyfikowany łączyłaby w sobie zagadnienia zysku i ryzyka. Wśród najpopularniejszych miar efektywności portfela można wymienić dwie (JOBSON, KORKIE 1981; FLAHERTY, LI 2004; PILOTTE, STERBENZ 2006): wskaźnik Treynora (TREYNOR 1966) i opublikowany nieco później wskaźnik Sharpe'a (SHARPE 1966, 1994).

Treynor rozwinął pierwszą miarę efektywności portfela zawierającą w sobie ryzyko. Zainteresowany był takim wskaźnikiem, który byłby uniwersalny wobec każdego inwestora, bez względu na jego preferencje. Budując swój model pod wpływem rozwoju teorii równowagi rynku kapitałowego, wprowadził do swojego wskaźnika aktywa pozbawione ryzyka całkowitego. W ten sposób stworzył prostą linię będącą granicą efektywności portfela. Wykazał, że racjonalnie zachowujący się inwestor wybierze tę linię możliwych portfeli, która posiada większy współczynnik kierunkowy. Wynika to z faktu, iż inwestor znajdzie się wtedy na wyższej krzywej obojętności. Omawiany współczynnik kierunkowy przyjmie postać (1).

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - R_w}{\beta_p} \quad (1)$$

Im wyższa wartość T_p , tym większy kąt nachylenia linii możliwych portfeli i lepszy portfel dla wszystkich inwestorów.

Porównując wartość T_p do analogicznej wielkości wyliczonej dla całego rynku według wzoru (2) można się dowiedzieć, jak usytuowany jest badany portfel względem linii rynku kapitałowego.

$$T_m = \frac{\bar{R}_m - R_w}{\beta_m} \quad (2)$$

Dla każdego $T_p > T_m$ badany portfel znajduje się nad linią SML. W przypadku, gdy $T_p < T_m$ badany zestaw aktywów leży pod linią rynku kapitałowego.

Wskaźnik Sharpe'a, zbliżony jest do wskaźnika Treynora, jednak fundamentalna różnica polega na podejściu do ryzyka i połączeniu analizy z linią CML opisującą relacje stóp zwrotu i ryzyka całkowitego związanego z inwestycjami na rynku kapitałowym (MARKOWITZ 1952). Tym samym miara ryzyka systematycznego, współczynnik beta, zastąpiony został przez odchylenie standardowe. Matematyczną postać formuły Sharpe'a prezentuje wzór (3)

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - R_w}{\delta_p} \quad (3)$$

Podobnie jak w przypadku współczynnika Treynora, tak i tutaj można dokonać porównania portfela inwestycyjnego z portfelem rynkowym poprzez zestawienie współczynnika Sharpe'a obliczonego dla konkretnych inwestycji i dla portfela rynkowego.

$$S_r = \frac{\bar{R}_r - R_w}{\delta_p} \quad (3)$$

Interpretacja jest identyczna. Zatem dla każdego $S_p > S_m$ badany portfel wykazuje się wyższą efektywnością niż portfel rynkowy.

Porównując ze sobą portfele inwestycyjne inwestor powinien wybrać ten, który będzie miał wyższy współczynnik, niezależnie od tego, czy to współczynnik Sharpe'a, czy Treynora. Jednak w przypadku tej drugiej miary należy zwrócić uwagę na pewne trudności wynikające z samej konstrukcji modelu wyceny aktywów kapitałowych (TREYNOR 1961, 1999; SHARPE 1964; LITNER 1965; MOSSIN 1966; JENSEN 1968) i opisywanego tam portfela rynkowego, którego stopa zwrotu jest jednym z parametrów potrzebnych do kalkulacji współczynnika beta. Otóż nie ma możliwości skonstruowania portfela, w którym znajdowałyby się wszystkie aktywa dostępne na rynku. Wylizanie współczynnika beta na podstawie stopy zwrotu z indeksu giełdowego prowadzi również do powstania pytania, czy fundusz nieruchomości, który nie jest uwzględniony w indeksie rynkowym może mieć betę skalkulowaną w oparciu o tenże indeks. Autorzy niniejszego artykułu przyjęli upraszczające założenie, że obliczenie współczynnika beta jest możliwe, jednak współczynnik beta należy w tym kontekście traktować raczej jako miarę wrażliwości zmian w rentowności funduszu na zmiany rentowności inwestycji w akcje, aniżeli miarę ryzyka systematycznego związanego z dywersyfikacją portfela rynkowego. Przy takim podejściu beta spełnia podobne

funkcje do współczynnika korelacji. Dodatkowo dla każdej kalkulacji, zarówno współczynnika beta jak i współczynnika korelacji Pearsona, zostało wykonane badanie istotności statystycznej. Na tej podstawie jedynie dla BPH FIZ Sektora Nieruchomości uznano wskaźnik Treynora, oparty na współczynniku beta, za miarodajny. Tym samym wydaje się, że najbardziej wiarygodne wyniki uzyskano przy pomocy wskaźnika Sharpe'a. Dodatkowa weryfikacja przeprowadzona została przez wyliczenie współczynnika zmienności dla wszystkich funduszy, oraz stworzenie mapy ryzyka i zysku.

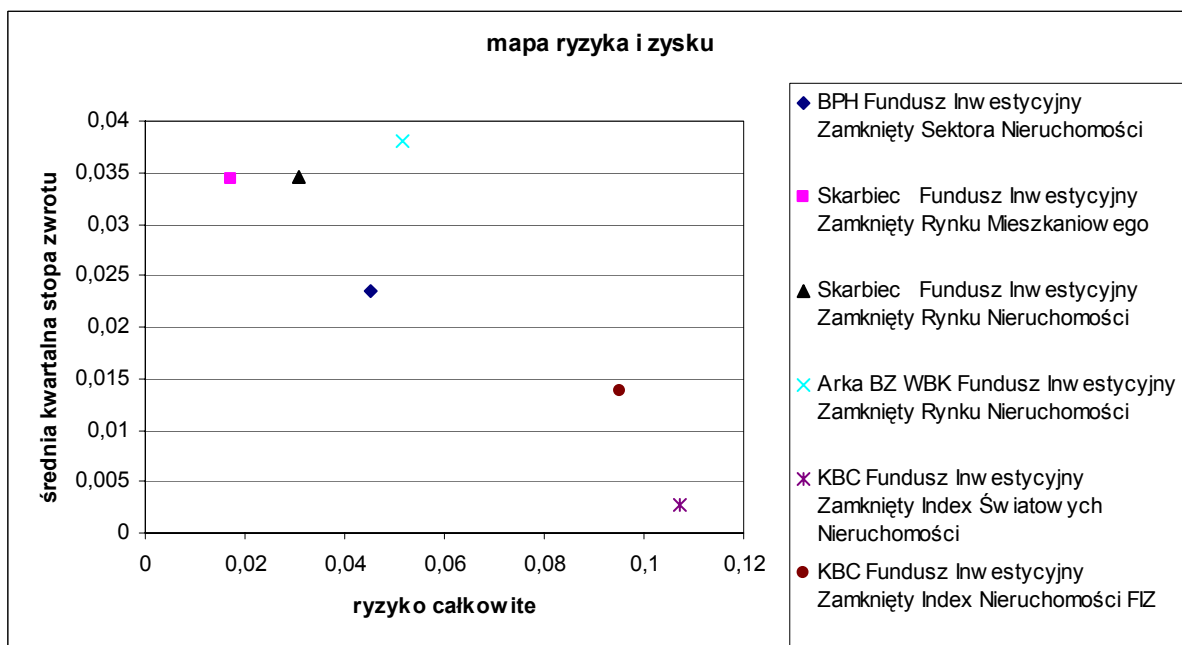
Wyniki badań

Wyniki przeprowadzonych badań zaprezentowano w tabeli 3. Na uwagę zasługują wyniki analizy korelacji Pearsona przeprowadzone dla poszczególnych funduszy inwestycyjnych i rynku akcji. Tylko BPH FIZ Sektora Nieruchomości wykazało się korelacją istotną statystycznie. Fundusz ten był ujemnie skorelowany z rynkiem akcji. W pozostałych przypadkach nie zauważono zależności. Bez względu jednak na istotność statystyczną wniosek jest wspólny, inwestycja w fundusze nieruchomości mogą służyć inwestorom do zdywersyfikowania ich portfeli inwestycyjnych. Podobne wyniki otrzymano w przypadku kalkulacji współczynnika beta. I tu jedynym współczynnikiem istotnym statystycznie jest beta dla funduszu BPH.

Analiza wskaźnika Sharpe'a, poparta analizą wskaźników zmienności, wskazała na dwa fundusze jako najbardziej efektywne, oba zarządzane przez Skarbiec: FIZ Rynku Mieszkaniowego i FIZ Rynku Nieruchomości.

Wyniki te mają swoje wyraźne odzwierciedlenie na mapie ryzyka i zysku (rys. 1), gdzie za inwestycje efektywne w sensie analizy portfelowej uznać należy właśnie te dwa fundusze. Wnioski wyciągnięte na podstawie wskaźnika Treynora odbiegałyby od zaprezentowanych powyżej, jednak jak już wspomniano, brak istotnych statystycznie współczynników beta, a także wątpliwości natury formalnej sprawiają, że wskaźnik ten nie może być uważany za miarodajny. Tym samym należy poddać w wątpliwość sens stosowania modelu wyceny aktywów kapitałowych do analizy rynku nieruchomości, przynajmniej w granicach wyznaczonych w niniejszym badaniu.

Analiza efektywności funduszy tylko częściowo znalazła poparcia w stopach zwrotu za rok 2007. Wbrew oczekiwaniom najlepszym okazał się fundusz Arki (tab. 4).



Rys. 1. Mapa ryzyka i zysku.

Źródło: opracowanie własne.

Jednak fundusze wskazane wcześniej jako najbardziej efektywne znalazły się na drugim i czwartym miejscu, z dodatnimi stopami zwrotu, uzyskanymi pomimo zawirowań na rynku akcji. Nieścisłości w wynikach, według autorów, należy położyć na karb krótkiego, jednorocznego okresu, który nie pozwala na ujawnienie się wszystkich czynników ryzyka uwzględnianych w analizie wskaźnika Sharpe'a.

Tabela 4

Stopa zwrotu za rok 2007

BPH FIZ Sektora Nieruchomości	Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego	Skarbiec FIZ Rynku Nieruchomości	Arka BZ WBK FIZ Rynku Nieruchomości	KBC FIZ Index Światowych Nieruchomości	KBC FIZ Index Nieruchomości FIZ	WIG
21,09%	15,65%	29,15%	33,26%	-2,61%	-18,48%	11,48%

Źródło: opracowanie własne.

4. Wnioski

Rynek zamkniętych funduszy nieruchomości dopiero powstaje w Polsce, jednakże wydaje się, iż ma przed sobą ciekawą przyszłość. W odróżnieniu od niemieckich zamkniętych funduszy nieruchomości, polskie nie koncentrują się

wyłącznie na inwestycjach bezpośrednich na rynkach nieruchomości, ale wykorzystują także inne możliwości inwestycyjne powiązane z sektorem nieruchomości.

Prawdopodobnie wraz z rozwojem gospodarczym Polski oraz wzrostem aktywności rynków nieruchomości przybywać będzie zamkniętych funduszy nieruchomości koncentrujących swoją działalność na obszarze bezpośrednich inwestycji w nieruchomości, zbliżonych działaniem do funduszy niemieckich. Analiza efektywności wskazała bowiem, iż dywersyfikacja portfela inwestycyjnego, jakkolwiek widoczna przy dodaniu każdego funduszu, była najwyraźniejsza przy dodaniu Funduszu FIZ BPH koncentrującego się na inwestowaniu na rynku nieruchomości.

Autorzy uważają, że wyciągnięte przez nich wnioski mają jedynie charakter wstępu do dalszych badań, które powinny być prowadzone w przyszłości.

Literatura

- BROWN G. 1991. *Property investment and the capital markets*. E.&F.N Spon. London.
- FLAHERTY S., LI J. 2004. *Composite Performance Measures*. *Chinese Economy*, 37/3: 39-66.
- Handbuch Immobilien-Investition. 2005. red. Schulte K.-W. Rudolf Mueller Verlag. Koeln.
- HOESLI M., MACGREGOR B.D. 2000. *Property Investment*, Longan. Essen.
- ISRAELSEN C.L. 2005. *A refinement to the Sharpe ratio and information ratio*. *Journal of Asset Management*, 5/6: 423-427.
- JENSEN M.C. 1968 *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*. *Journal of Finance*, 23: 389-417.
- JOBSON J.D., KORKIE B.M. 1981. *Performance Hypothesis Testing with the Sharpe and Treynor Measures*. *Journal of Finance*, 36: 889-908.
- KUCHARSKA-STASIAK E. 2006. *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. PWN, Warszawa.
- LITNER J. 1965. *Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification*. *Journal of Finance*, 20/4: 587-615.
- MARKOWITZ H. M. 1952. *Portfolio Selection*. *Journal of Finance*, 7/1:77-91.
- MOSSIN J. 1966. *Equilibrium of Capital Asset Market*, *Econometrica*, 34/4: 768-783.
- PILOTTE E.A., STERBENZ F.P. 2006. *Sharpe and Treynor Ratios on Treasury Bonds*. *Journal of Business*, 79:149-180.
- Raporty funduszy: Immobilien-Kommanditgesellschaft Dr. Anderegg & Co. Einkaufs-Center Hamm, DB Immobilienfonds 1, DB Immobilienfonds 2, DB Immobilienfonds 8, DB Immobilienfonds 11.
- SCHOLZ H. 2007. *Refinements to the Sharpe ratio: Comparing alternatives for bear markets*. *Journal of Asset Management*, 7: 347-357.
- SHARPE W. 1964. *Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk*, *Journal of Finance*, 19: 425-442.
- SHARPE W. 1966. *Mutual Fund Performance*. *Journal of Business* 39: 110-138.
- SHARPE W. 1994. *The Sharpe Ratio*. *Journal of Portfolio Management*, 21: 49-58.

Statuty, prospekty emisyjne i raporty funduszy: BPH FIZ Sektora Nieruchomości, Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego, Skarbiec FIZ Rynku Nieruchomości, Arka BZ WBK FIZ Rynku Nieruchomości, KBC FIZ Index Światowych Nieruchomości, KBC FIZ Index Nieruchomości FIZ.

TREYNOR J. 1961. *Market Value, Time and Risk*. nieopublikowany referat.

TREYNOR J. 1999. *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets*. W: *Asset Pricing and Portfolio Performance*. Red. Korajczyk R.A., Risk Books, London, s. 15-22.

TREYNOR J. 1966. *How to Rate Management Investment Funds*, Harvard Business Review, 43: 63-75.

CLOSE-END REAL ESTATE FUNDS AS A MODERN INVESTMENT FORM

Magdalena Załączna

Chair of Investment and Real Estate

University of Lodz

e-mail: mzaieczna@uni.lodz.pl

Rafał Wolski

Chair of Industry Economics and Capital Market

University of Lodz

e-mail: rwolski@uni.lodz.pl

Key words: *close-end real estate funds, Poland, Germany, efficiency*

Abstract

The development of capital market is connected with new investment forms' creation and use. Real estate funds emerged and gained popularity offering investment opportunities similar to real estate's ones but with avoidance of most drawbacks connected with this kind of investment. In Poland there is only possibility to create a close-end real estate funds. These first funds were established in 2004. Authors investigated German example as much longer one. Authors' aimed at confronting different strategies implemented by Polish real estate funds against a background of German experience.

PRZESŁANKI INWESTOWNIA W NIERUCHOMOŚCI ROLNE NA PRZYKŁADZIE ZASOBÓW AWRSP I ANR W ZACHODNIOPOMORSKIM

Iwona Foryś, Ewa Putek-Szeląg

Uniwersytet Szczeciński,

Katedra Ekonometrii i Statystyki

e-mail: forys@uoo.univ.szczecin.pl, wicheru@uoo.univ.szczecin.pl

Słowa kluczowe: *Inwestowanie, zwrot z inwestycji, nieruchomości rolne*

Streszczenie

Dla rynku nieruchomości rolnych w zachodniopomorskim ważną datą był 19 października 1991 roku, kiedy powstała Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa (AWRSP). W skład przejętego przez AWRSP mienia weszło 56,4% gruntów rolnych ówczesnego województwa szczecińskiego. W takiej sytuacji AWRSP stała się najpoważniejszym podmiotem oferującym do sprzedaży i dzierżawy nieruchomości rolne. Stąd wnioski wypływające z analizy transakcji tymi gruntami dają obraz tendencji właściwych dla tego sektora nieruchomości, na badanym obszarze.

W artykule poddane zostaną analizie transakcje zawarte w latach 1992-2004 na obszarze działania oddziału ANR w Szczecinie z uwagi na dynamikę zmiennych charakteryzujących zawarte transakcje oraz w kontekście otoczenia gospodarczego. Dodatkowo analiza opłacalności inwestowania w nieruchomości rolne zostanie poparta badaniem zależności pomiędzy ceną transakcyjną a rocznym czynszem dzierżawnym oraz oceną zjawiska w czasie.

Wstęp

Rynek nieruchomości rolnych stał się atrakcyjnym obszarem inwestowania w okresie przed przystąpienia Polski do Unii Europejskiej za sprawą dwóch czynników: dotacji unijnych oraz spodziewanego wzrostu wartości nieruchomości rolnych. Na dwa lata przed wejściem Polski do UE ceny gruntów rolnych były blisko dziesięciokrotnie niższe niż sąsiadujących Niemczech czy dwudziestokrotnie niższe niż w Belgii. Dysproporcje te zmieniły się dwukrotnie na korzyść gruntów polskich już w 2005 roku ale to oznacza w dalszym ciągu korzystne cenowo relacje, zachęcające do zakupu ziemi rolniczej w Polsce. Regulatorem tak znacznego wzrostu cen i wykupu przez inwestorów zagranicznych nieruchomości rolnych jest ustawa 11 kwietnia 2003 roku o kształtowaniu ustroju rolnego. Należy się jednak liczyć z faktem, że okres przejściowy nie uchroni rynku polskiego przed wejściem kapitałów zagranicznych po zniesieniu barier w nabywaniu ziemi, a im większe pozostaną dysproporcje w

cenach gruntów polskich i unijnych tym większy kapitał zagraniczny zostanie w nie ulokowany.

Dlatego też interesujące są zarówno przesłanki lokowania rodzimego kapitału w nieruchomości rolne jak i obserwowanie tego procesu w ostatnich kilkunastu latach a zwłaszcza w latach bliskich akcesji do UE. Dla wspomnianej analizy ciekawe jest województwo zachodniopomorskie, które z racji przygranicznej lokalizacji odbiera bezpośrednio impulsy z rynków unijnych (zwłaszcza niemieckiego w landach wschodnich) z drugiej strony struktura jakościowa i własnościowa gruntów rolnych jest bodźcem dla wielu decyzji inwestycyjnych. Szczególnie, z uwagi na strukturę własnościową, od początku lat dziewięćdziesiątych istotną rolę na tym rynku odgrywa Agencja Nieruchomości Rolnych wcześniej AWRSP.

W województwie zachodniopomorskim Agencja Nieruchomości Rolnych (ANR) działa na obszarze o powierzchni 23 032 km². Przed 1992 r. sektor uspołeczniony obejmował 70% użytków rolnych, w tym sektor państwowy 55%. Według stanu na 30-06-2006 r. ANR przejęła do zasobu nieruchomości o powierzchni 795,7 tys. ha, z tego sprzedała 260,2 tys. ha, nieodpłatnie przekazała 76,7 tys. ha. W dzierżawie znajduje się około 355,5 tys. ha. Natomiast na zagospodarowanie oczekuje 62,4 tys. ha. Warunki rozwoju rolnictwa w regionie są lepsze od przeciętnych w całym kraju. Jednym ze sprzyjających czynników rozwoju rolnictwa jest korzystna struktura agrarna. Powierzchnia przeciętnego gospodarstwa jest tu najwyższa w Polsce i jest taka jak średnia w Unii Europejskiej - wynosi około 18 ha. Wieś zachodniopomorska jest lepiej wyposażona w infrastrukturę, niż przeciętnie w kraju.

Inwestowanie w nieruchomości rolne

Inwestycja może być traktowana jako*zaangażowanie zakumulowanych środków inwestora w przedsięwzięcie mające na celu zaspokojenie jego potrzeb, przede wszystkim poprzez wzrost wartości majątku. Inwestycja to zarazem wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji dla przyszłych korzyści...* (BRYX, MATKOWSKI 2001). Prezentowane podejście oznacza inwestycję rozumianą jako generowanie dochodów inwestora jak również lokowanie środków pieniężnych w przedsięwzięcia, z którymi nie są związane bezpośrednie dochody. Jest formą zaspokojenia potrzeb (zakup mieszkania w którym inwestujący zamieszka) ale również formą zapewnienia zdolności wytwórczych (zakup gruntów rolnych w celu utrzymania produkcji rolnej na właściwym poziomie, bycia samowystarczalnym w gospodarstwie rolnym).

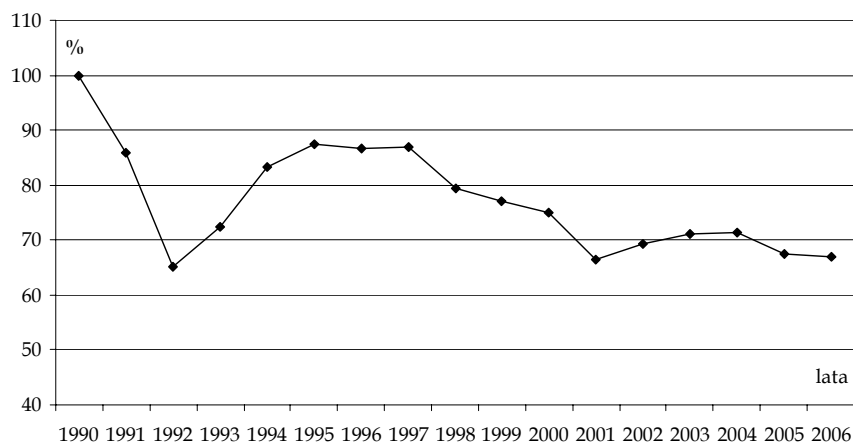
Przegląd różnorodnych inwestycji wraz z ich klasyfikacją pozwala zauważyć, że nieruchomości mieszczą się w różnorodnych grupach inwestycji począwszy od inwestycji finansowych (bezpośrednich, pośrednich), poprzez inwestycje rzeczowe (lokacyjne, produkcyjne) po inwestycje nie nastawione na zysk (BRYX, MATKOWSKI 2001). Na tym tle nieruchomości rolne mogą być przedmiotem inwestycji bezpośrednich lub pośrednich w przypadku gdy środki finansowe lokowane są w

fundusze inwestujące na rynku nieruchomości rolnych, listy zastawne zabezpieczone tymi nieruchomościami czy inwestowanie w podmioty działające na tym rynku. Jednak w Polsce ten obszar inwestowania w nieruchomości rolne jest niepopularny, chociażby z uwagi na ograniczenia prawne. Ograniczenia w tym zakresie widzą również fundusze inwestujące na rynku nieruchomości. Pierwsza nieudana subskrypcja dotyczyła funduszu Skarbiec Nieruchomości I SFIZ (luty 2002rok), który zakładał lokowanie środków w nieruchomości gruntowe, w tym grunty rolne pod warunkiem, że w trakcie działania funduszu zostaną one przekształcone w grunty o przeznaczeniu budowlanym.

Nieruchomość rolna jako inwestycja rzeczowa lokacyjna ma przynieść w przyszłości właścicielowi zwrot zaangażowanych środków i założony zysk w momencie sprzedaży (dochód kapitałowy) lub czerpiąc korzyści z dzierżawy gruntów (dochód bieżący). Ostatnie lata przyniosły jeszcze jedną formę czerpania dochodów z własności nieruchomości rolnych w postaci dotacji unijnych. Dla wielu inwestorów było to ważną przesłanką, skłaniającą do zakupu dużych areałów gruntów rolnych. Inną przesłanką czerpania przyszłych korzyści z posiadanych nieruchomości rolnych jest postrzeganie ich jako potencjalnych gruntów budowlanych, zwłaszcza na obrzeżach aglomeracji miejskich, pod warunkiem istnienia możliwości odrolnienia. W grupie inwestycji rzeczowych produkcyjnych nieruchomości rolne są podstawą prowadzonej produkcji rolnej, a przesłanką zakupu nowych nieruchomości jest zwiększenie produkcji lub jej efektywności (powiększenie areału upraw, efektywniejsze wykorzystanie parku maszynowego, zalesienia itp.). Ostatnią grupą inwestycji są te, które nie przynoszą bezpośrednich wymiernych zysków dla inwestora a przesłanką inwestowania są korzyści dodatkowe. Nieruchomości rolne w tej kategorii inwestycji nabywane są z myślą o funkcji rekreacyjnej, walorach krajobrazowych. Najczęściej są to grunty słabej klasy, w sąsiedztwie zbiorników wodnych, terenów zalesionych, w obszarach o szczególnych walorach przyrodniczych. Inwestorzy nabywają je na własne potrzeby (w innym przypadku, gdy zamiarem jest odsprzedaż należy je traktować jako inwestycje rzeczowe lokacyjne), wykorzystując ich funkcję rekreacyjną.

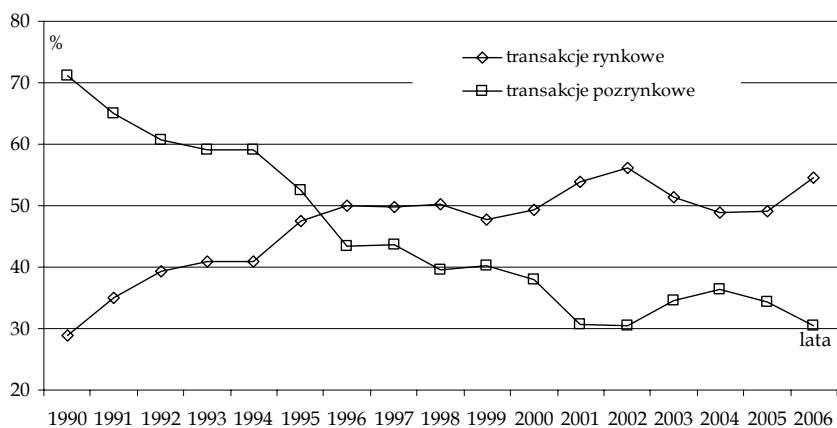
Przedstawiona klasyfikacja służy uporządkowaniu przesłanek, którymi kierują się nabywcy nieruchomości rolnych. Pozwala również zauważyć wady i zalety traktowania nieruchomości rolnej jako przedmiotu inwestowania. Przyjęte dla inwestycji w nieruchomości zalety najczęściej dotyczą trwałości w czasie, utrzymywania wartości, walorów związanych z zabezpieczaniem kredytów, możliwością osiągania dochodów, natomiast wady związane są z kapitałochłonnością, małą płynnością i niepodzielnością (KUCHARSKA-STASIAK 1999). Nieruchomość rolna jest kapitałochłonna, aczkolwiek ceny gruntów rolnych są kilkakrotnie niższe niż gruntów budowlanych. Często nabycie gruntów pod opłacalną produkcję rolną wiąże się z zakupem dużej powierzchni (kilkuset hektarów), a to oznacza zaangażowanie kwoty rzędu kilkuset tysięcy złotych. Duże wahania cen gruntów rolnych w perspektywie kilkunastoletniej oraz

wysokie ryzyko w przypadku rzeczywiście realizowanej produkcji rolnej powodują, że banki przyjmują zabezpieczenia nieruchomościami rolnymi jako bardzo ryzykowne i najczęściej nie uwzględniają ich jako zabezpieczenia w swojej ofercie kredytowej. Nieruchomości rolne w dłuższej perspektywie utrzymują swoją wartość, w krótszej (cyklach kilkunastoletnich) zwiększają wartość na skutek działań spekulacyjnych. Granicą wzrostu wartości gruntów rolnych jest granica opłacalności produkcji rolnej. Proces ten widoczny był do połowy lat dziewięćdziesiątych, gdy ceny uzyskiwane za płody rolne nie były w stanie pokryć kosztów ich produkcji, co w efekcie prowadziło do upadłości gospodarstw rolnych i spadku cen nieruchomości rolnych na rynku. Na rysunku 1 pokazano dynamikę liczby transakcji nieruchomościami rolnymi w odniesieniu do 1990 roku. Największy spadek zanotowano w latach 1990-1992, a wyraźne pobudzenie rynku nastąpiło w momencie powstania AWRSP i wprowadzenia na rynek dużego zasobu nieruchomości Skarbu Państwa. Kolejny okres spadkowy to lata 1997-2001 czyli okres dekonjunktury gospodarczej w Polsce i niskiej opłacalności produkcji rolnej, które nie zachęcały do nabywania nieruchomości rolnych. Pobudzenie nastąpiło po 2001 roku wraz z sygnałami o przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, które zaowocowało zwiększeniem liczby transakcji nieruchomościami rolnymi (w wyniku zwiększenia popytu), których liczba w ostatnich dwóch latach malała (w wyniku spadającej podaży).

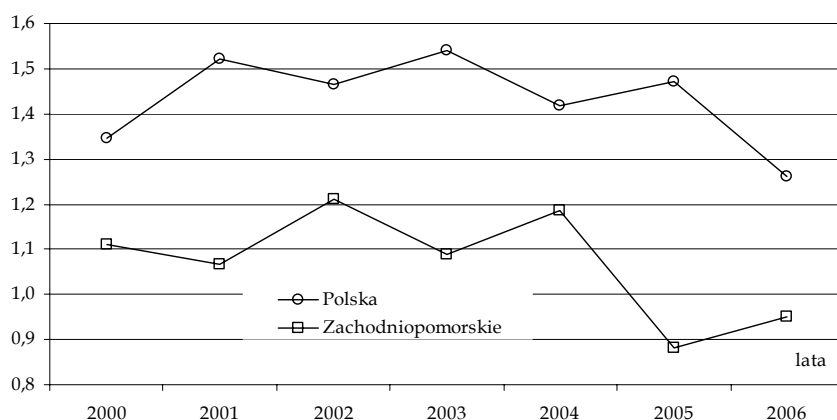


Rys. 1. Dynamika transakcji nieruchomościami rolnymi w Polsce w latach 1990-2006 (1990=100%). Źródło: (Foryś 2007)

Na rysunku 2 zaprezentowano udział procentowy transakcji nieruchomościami rolnymi w rozbiciu na transakcje rynkowe i pozarynkowe. Punktem przecięcia obu krzywych jest rok 1996. Można zauważyć stałą tendencję malejącą transakcji pozarynkowych (darowizny, zmiany, wykupy dzierżawy, rekompensaty za mienie zabużańskie itp.) oraz rosnącą transakcji rynkowych.



Rys. 2. Procentowy udział transakcji rynkowych i nierynkowych nieruchomości rolnymi w Polsce w latach 1990-2006. Źródło: (Foryś 2007)



Rys. 3. Wskaźnik ceny 1 ha gruntów rolnych w obrocie prywatnym w relacji do sprzedaży przez ANR w Polsce i województwie zachodniopomorskim w latach 2000-2006. Źródło: (Foryś 2007)

Rozważając transakcje w obrocie prywatnym i sprzedaż gruntów rolnych przez ANR należy zwrócić uwagę na duże dysproporcje w cenie 1 ha, sięgające nawet 50% na korzyść gruntów prywatnych. Mniejsze zróżnicowanie jest w województwie zachodniopomorskim, w którym ANR jest w dalszym ciągu głównym dysponentem gruntów rolnych wystawianych do sprzedaży (rysunek 3). W latach 2005-2006 można nawet zauważyć, że grunty zbywane przez ANR były po wyższych cenach niż w obrocie prywatnym (do 10%). Taka relacja mogła wynikać z oferty, którą Agencja wystawiała do sprzedaży tzn. grunty wysokiej

klasy, duże powierzchnie czyli takie, które w obrocie prywatnym są rzadkie, co przy dużym popycie pozwalało na uzyskanie cen powyżej cen wywoławczych.

Oceniając inwestycje w nieruchomości rolne w Polsce z uwagi na korzyści uzyskane z zainwestowanego kapitału, można przyjąć prostą stopę kapitalizacji jako relację średniego rocznego czynszu dzierżawnego gruntów rolnych do ceny 1 ha takich gruntów. Wyniki przedstawiono w tabeli 1 poniżej.

Tabela 1

Stopa kapitalizacji inwestycji w grunty rolne w Polsce i województwie zachodniopomorskim (%)

Obrót	2005		2006	
	prywatny	ANR	prywatny	ANR
Polska	3,0	3,0	3,3	2,4
Zachodniopomorskie	2,7	3,3	3,1	3,0

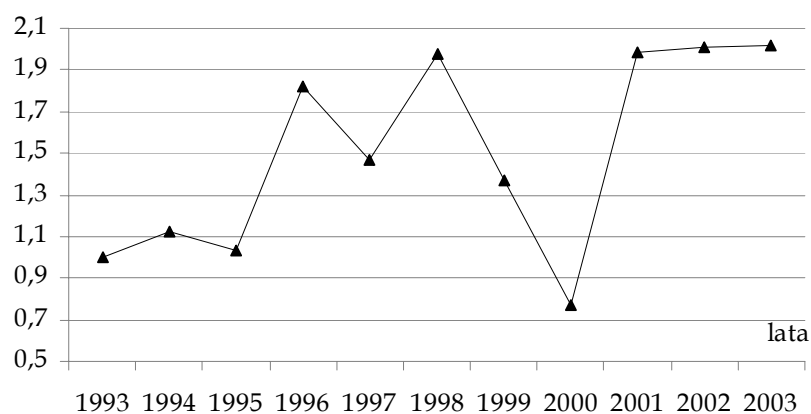
Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane GUS i ANR.

Oczywiście w dłuższej perspektywie relacja nie jest korzystniejsza chociażby dlatego, że przeciętna cena 1 ha w latach 1992-2006 wzrosła w zasobach ANR z 500zł/ha do 7374 zł/ha natomiast w obrocie prywatnym z 1190 zł/ha do 9290 zł/ha. W tym samym czasie wysokość czynszu dzierżawnego w ANR wzrosła blisko dwukrotnie. Zatem przesłanką długoterminowego inwestowania w grunty rolne jest dochód kapitałowy wynikający ze wzrostu wartości gruntów rolnych. Przy takim podejściu dochody bieżące z dzierżawy nie są czynnikiem wskazującym na wysoką opłacalność inwestycji. Nie należy jednak zapominać, że w wielu przypadkach przesłanką inwestowania w grunty rolne jest przede wszystkim fakt uzyskiwania dotacji unijnych, które zmieniają na kilkuletni okres zwrotu nakładów poniesionych na zakup nieruchomości rolnej. Inna przesłanką zakupu nieruchomości rolnych, zwłaszcza w latach dziewięćdziesiątych było uprawnienie do ubezpieczenia w KRUS kilkakrotnie niższego niż w przypadku ubezpieczenia się w ramach prowadzonej działalności gospodarczej czy stosunku pracy.

Ocena inwestycji w nieruchomości rolne na przykładzie zasobu AWRSP i ANR w województwie zachodniopomorskim.

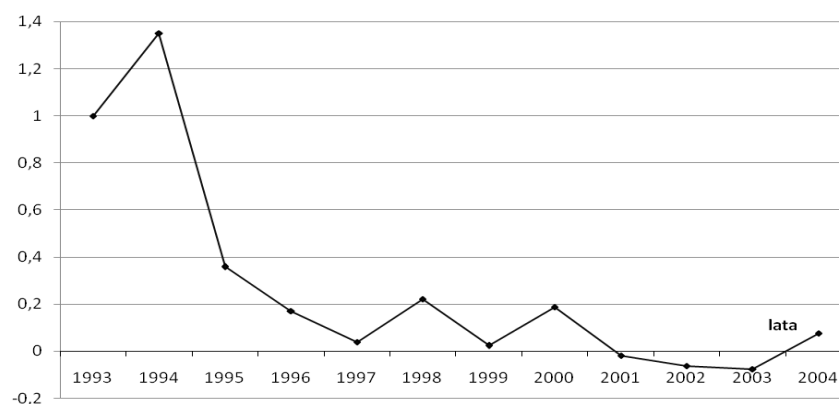
Jak wspomniano wcześniej województwo zachodniopomorskie jest obszarem, który na początku lat 90-tych cechował się przewagą własności Skarbu Państwa w odniesieniu do nieruchomości rolnych. Dlatego też powstanie AWRSP (później ANR) przyczyniło się do zwiększenia obrotów nieruchomościami rolnymi, które widoczne jest w dynamice liczby transakcji na rysunku 4. Wyraźne zwiększenie liczby transakcji zauważalne jest w 1995 roku i trwa do 1998 roku. Pogorszenie koniunktury gospodarczej w Polsce i województwie zachodniopomorskim w kolejnych latach 1999-2002 (FORYS, BATÓG 2006) wpłynęło również na sytuację na

rynku nieruchomości rolnych, chociaż na tym drugim zmianę tendencji widać było już w 2000 roku, kiedy przyszła akcesja Polski do Unii Europejskiej i dysproporcje w cenach gruntów rolnych skłoniły nabywców do powtórnego zwrócenia się w stronę nieruchomości rolnych. Należy również zauważyć, że w tym okresie nastąpił w województwie najwyższy skok ceny gruntów rolnych do poziomu ponad 10 tys. zł/ha (FORYŚ, PUTEK-SZELAG 2007), a w szczególnych przypadkach notowano transakcje sięgające 15 tys. zł/ha. Był to okres największej dynamiki wzrostu cen nieruchomości rolnych oraz dynamiki liczby transakcji tymi nieruchomościami w województwie zachodniopomorskim.



Rys. 4. Dynamika transakcji nieruchomościami rolnymi w województwie zachodniopomorskim na podstawie danych z ANR w latach 1993-2003 (1993=1).

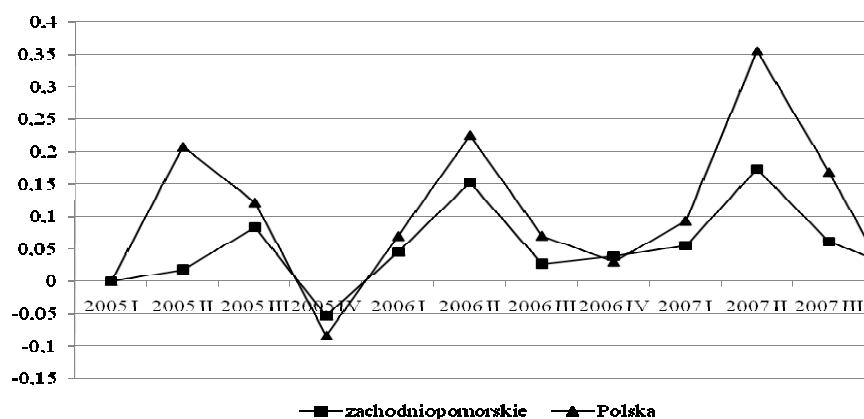
Kolejne lata to utrzymanie się dynamiki liczby transakcji, związane z niechęcią wyzbywania się gruntów przez rolników oraz ograniczeniem sprzedaży przez ANR (w wyniku oczekiwań na rozstrzygnięcia dotyczące nabywania nieruchomości rolnych SP jako rekompensaty za mienie zabużańskie). To również okres pierwszych dyskusji na temat ograniczeń w nabywaniu nieruchomości rolnych przez obcokrajowców i postrzegania korzyści z posiadania nieruchomości rolnych w kontekście przyszłych dopłat unijnych, które wstrzymywały rolników przed decyzjami sprzedaży.



Rys. 5. Dynamika zmian cen transakcyjnych gruntów rolnych w województwie zachodniopomorskim na podstawie danych z ANR w latach 1993-2004.

Źródło: opracowanie własne.

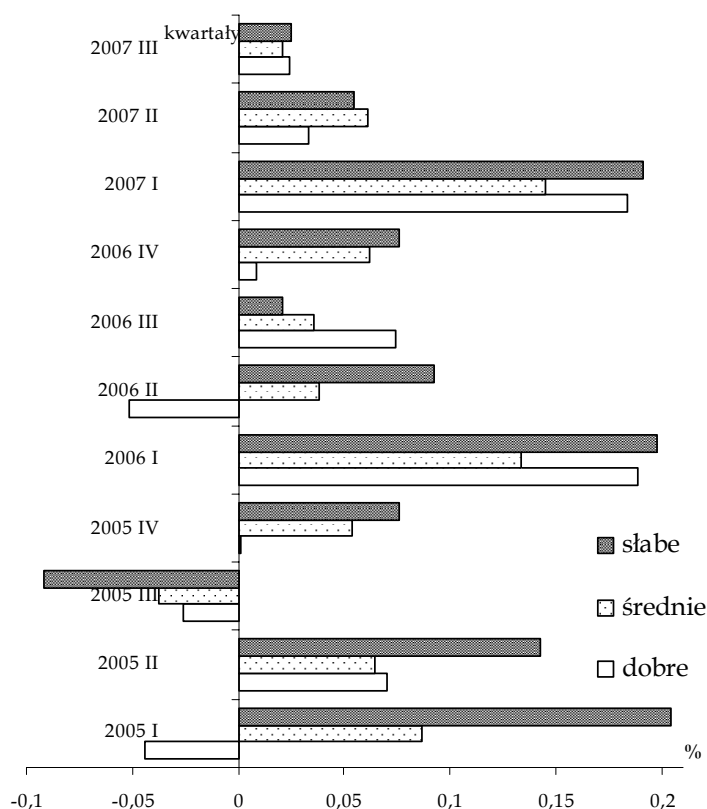
Dotacje unijne jako motywacja musiały być powodem zarówno nie sprzedawania nieruchomości rolnych jak również poszukiwania i nabywania nowych, zwłaszcza w kontekście możliwych do osiągnięcia a w tym okresie przyrostu wartości takiej inwestycji, liczonych jako relacja przeciętnej ceny transakcyjnej w danym roku do roku poprzedniego (rysunek 5). W latach 2001-2003 nastąpił spadek przeciętnych cen nieruchomości rolnych, a relacja ta poprawiła się dopiero w 2004 roku.



Rys. 6. Dynamika zmian przeciętnych cen transakcyjnych gruntów rolnych w województwie zachodniopomorskim i w Polsce na podstawie danych z ANR w kwartałach 2005-2007. *Źródło:* opracowanie własne.

Ciekawym mechanizmem pojawiającym się w przypadku liczenia stopy zwrotu w okresach kwartalnych jest widoczny na rysunku 6, jej wzrost w pierwszych

dwóch kwartałach każdego roku i spadek w dwóch kolejnych. Oczywiście skracanie przedziałów wyznaczania stopy zwrotu jako procentowego przyrostu cen przeciętnych jest obarczone błędem wynikającym zarówno z liczby oferowanych do sprzedaży nieruchomości w danym kwartale jak ich powierzchnią (w ostatnich latach poszukiwane na rynku są nieruchomości niezabudowane o powierzchni min 100ha i dobrej klasie IIIa lub IIIb i wyższej). Na rysunku 7 zaproponowano podział na grunty słabe (grunty klasy V, VI), średnie (grunty klasy IIIb, IV), i dobre (grunty klasy I, II, IIIa).



Rys. 7. Dynamika zmian przeciętnych cen transakcyjnych gruntów rolnych w województwie zachodniopomorskim z uwzględnieniem klas gruntów na podstawie danych z ANR w kwartałach 2005-2007. *Źródło:* opracowanie własne.

Na wykresie 7 wyraźnie widoczny jest wzrost cen gruntów rolnych w pierwszym kwartale 2005, 2006 i 2007 roku we wszystkich analizowanych klasach gruntów. Tylko w trzecim kwartale 2005 roku nastąpiło we wszystkich klasach załamanie cen (w przypadku gruntów słabych największy spadek). W innych kwartałach spadki zanotowano przede wszystkim w odniesieniu do cen gruntów dobrych, jednak zarówno tendencje spadkowe jak i wzrosty w analizowanych

kwartałach są niewielkie i w odniesieniu do długotrwałego charakteru inwestycji w nieruchomości rolne nie stanowią zagrożenia dla inwestora (porównaj rysunek 5).

Podsumowanie

Przedstawiona w artykule analiza wskazuje na niższą niż w innych segmentach rynku nieruchomości stopę zwrotu, zwłaszcza w kontekście wzrostu cen mieszkań czy nieruchomości gruntowych niezabudowanych na terenach zurbanizowanych w ostatnich latach. Blisko trzykrotny wzrost wartości nieruchomości rolnych na przestrzeni ostatnich trzech lat, powiększony o korzyści wynikające z posiadania nieruchomości rolnych (dopłaty unijne, możliwość dzierżawy) powinny skłonić inwestorów do angażowania kapitałów w ten sektor nieruchomości. Zachętą dla inwestorów są również utrzymujące się dysproporcje pomiędzy cenami gruntów rolnych w Polsce i innych krajach unijnych. Utrzymanie nieruchomości rolnych do końca okresu ochronnego (okres ochronny- ustawowe utrudnienia w nabywaniu nieruchomości rolnych przez cudzoziemców) przy dużych rozbieżnościach cen pomiędzy gruntami polskimi a unijnymi, gwarantują przyszłe zyski w przypadku sprzedaży. Na przeszkodzie szerszego zainteresowania nieruchomościami rolnymi polskich inwestorów stoją jednak regulacje prawne, jak chociażby zagrożenie pierwokupem gruntów ANR, czy utrudnienia w odrolnianiu gruntów rolnych na terenach zabudowanych, które to zostało jednak w ostatnim okresie uproszczone.

Literatura

- BRYX M., MATKOWSKI R. 2001. *Inwestycje w nieruchomości*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- FORYS I. 2007. *Spoleczno-gospodarcze uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości. Ujęcie statystyczne*. (maszynopis w druku) Szczecin.
- FORYS I., BATÓG J. 2006. *Koniunktura gospodarcza a koniunktura na rynku nieruchomości w województwie zachodniopomorskim* w monografii IADiPG „Koniunktura gospodarcza a rynek nieruchomości”, Szczecin.
- FORYS I., PUTEK-SZELĄG E. 2007. *Metody statystyczne w analizie transakcji gruntami rolnymi w województwie zachodniopomorskim na przykładzie zasobu Agencji Nieruchomości Rolnych*, w Prace Katedry Ekonometrii i Statystyki US NR 17, ZN US NR 450, Szczecin.
- KUCHARSKA-STASIAK E. 1999. *Nieruchomość a rynek*, PWN Warszawa.
- Ustawa o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa oraz o zmianie niektórych ustaw z dnia 19 października 1991 (Dz.U. Nr 91/107 poz. 464).*

THE INVESTMENT PREMITS INTO AGRIVULTURAL PROPERTYFOR EXAMPLE OF APAST AND APA IN ZACHODNIOPOMORSKIE VOIVODSHIP

Iwona Foryś, Ewa Putek-Szeląg

*Department of Econometrics and Statistics
University of Szczecin in Szczecin*

Key words: *investing, the return from the investment, agricultural property*

Abstract

The major date for the land market in zachodniopomorskie was the 19-th October in 1991, when started up the Agricultural Property Agency of the State Treasury (APAST). The Agency taken over entered 56, 4% agricultural lands of the contemporary szczecińskie woieodship. In such situation APAM became a most serious Subject, offering to the sale and the lease agricultural property. From here effluent conclusions from the analysis of the transaction with these grounds image proper tendencies for this property section, on the investigated area.

In the article Authors presents the analysis of agricultural property transactions in years 1992-2004 on APA area in Stettin. The article presents the dynamics variable of characterizing agricultural property transactions and in the context of the economic environment. Additionally, the analysis of the profitability of investing in agricultural property was promoted with the investigation of the dependence among transaction price and the annual rent of lease and the estimation of the occurrence in time.

KREDYT JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA NA RYNKU MIESZKANIOWYM W POLSCE

Mariusz Michalski

Absolwent Katedry Inwestycji i Nieruchomości

Uniwersytetu Łódzkiego

e-mail: mariusz.michalski@guziec.com.pl

Słowa kluczowe: kredyt mieszkaniowy, finansowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Streszczenie

W Polsce przy ograniczonej podaży nieruchomości mieszkaniowych i poprawie sytuacji gospodarczej (co przejawia się we wzroście zamożności społeczeństwa i spadku bezrobocia) wzrasta na nie popyt. Pochodną tego w warunkach gospodarki rynkowej jest wzrost cen mieszkań i domów jednorodzinnych. Wzrost ten jest na tyle duży, że przewyższa wzrost wynagrodzeń brutto gospodarstw domowych. Zatem pomimo poprawy stopy życiowej w Polsce, coraz więcej osób chcąc dokonać zakupu mieszkania bądź domu musi posiłkować się zaciągnięciem na ten cel właściwego kredytu. Przed jego zaciągnięciem należy zapoznać się z niezbędnymi do załatwienia formalnościami oraz dokonać wyboru właściwego banku, a zwłaszcza właściwego typu kredytu. Wybór nie jest prosty, bowiem istnieje wiele wariantów kredytu i duża różnorodność kosztów z tym związanych.

Referat jest prezentacją kredytu jako instrumentu finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych i obejmuje następujące zagadnienia:

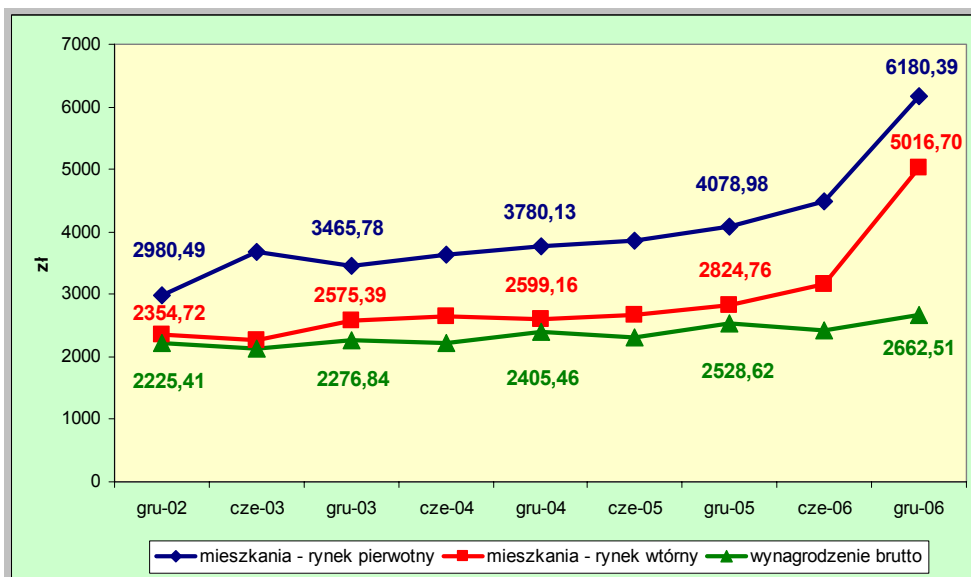
- pojęcie, rodzaje i cechy kredytów mieszkaniowych,
- procedury kredytowe przy udzielaniu kredytów mieszkaniowych,
- hipoteka jako podstawowe zabezpieczenie kredytu mieszkaniowego,
- koszty kredytu mieszkaniowego.

Wstęp

Zakup mieszkania czy domu to jedna z najważniejszych decyzji w życiu każdego człowieka i zarazem spełnienie jednego z największych jego marzeń. Jednak przy obecnej wysokości cen nieruchomości mieszkaniowych i kosztów związanych z ich zakupem, niewiele osób w Polsce może to marzenie spełnić bez zaciągania kredytu mieszkaniowego (Patrz, rysunek nr 1). Wynikiem tego jest fakt, że w ciągu ostatnich kilku lat zaobserwować można gwałtowny wzrost zainteresowania kredytami mieszkaniowymi na zakup mieszkania (domu) ze strony gospodarstw domowych.

Kredyty mieszkaniowe mają dla gospodarstw domowych bardzo duże znaczenie, bowiem zapewniają ich członkom zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych. Dzięki nim można nabyć mieszkanie lub dom, rozumiane jako

drogie i długowieczne dobro trwałego użytku. Ważne jest zatem zapoznanie się przed zaciągnięciem kredytu z niezbędnymi do załatwienia formalnościami z tym związanymi oraz dokonanie wyboru właściwego banku, a zwłaszcza właściwego typu kredytu. Wybór nie jest prosty, bowiem istnieje wiele wariantów kredytu i duża różnorodność kosztów z tym związanych.



Rys. 1. Średni poziom wynagrodzeń brutto i średnie ceny metra kwadratowego mieszkań z rynku pierwotnego i wtórnego w Polsce w latach 2002-2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Publikacje GUS z lat 2004-2006 dotyczące zatrudnienia i wynagrodzeń w gospodarce narodowej; Wybrane wskaźniki dotyczące rynku nieruchomości: zmiany średniej ceny (zł) metra kwadratowego mieszkań i działek w Polsce w latach 2002-2006, www.pontinfo.com.pl. 30.01.2008.

Pojęcie, rodzaje i cechy kredytów mieszkaniowych

Kredyt jest jedną z najstarszych kategorii ekonomicznych, pochodzi od łacińskiego słowa „credo”, które oznacza wierzyć, ufać. Operacja udzielania kredytu polega na przekazaniu przez jedną ze stron (wierzyciela), drugiej stronie (dłużnikowi) określonej wartości w pieniądzu lub w towarze (usłudze) w zamian za obietnicę zwrotu w ustalonym terminie równowartości wraz z odsetkami będącymi wynagrodzeniem za jego udzielenie (KRAJEWSKA 2002; FLEJTERSKI, ŚWIECKA 2006).

W zależności od przedmiotu kredytu wyróżnia się kredyt towarowy (kupiecki) oraz kredyt pieniężny. Definicja tego drugiego zawarta jest w art. 69, ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe (Dz. U. z 1997 r., nr 140, poz. 939 z

późn. zm.), zgodnie z którym „przez umowę kredytu bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony w umowie kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu”.

W polskim prawie bankowym nie istnieje jednoznaczny podział kredytów z powodu różnorodności operacji kredytowych dokonywanych przez banki. W praktyce bankowej najistotniejsze znaczenie ma podział kredytów z punktu widzenia ich przeznaczenia (kryterium przedmiotowe). Biorąc pod uwagę to kryterium podziału wyróżnić można kredyty gospodarcze (nazywane inaczej kredytami dla podmiotów gospodarczych), kredyty dla ludności (zwane też kredytami konsumpcyjnymi) i kredyty budowlano-mieszkaniowe (DOBOSIEWICZ 2005).

Kredyty budowlano-mieszkaniowe stanowią odrębną grupę kredytów, gdyż udzielane są zarówno osobom fizycznym, jak i prawnym. Poza tym odznaczają się wieloma cechami specyficznymi. Jedną z nich jest forma zabezpieczenia. Podstawowym zabezpieczeniem jest hipoteka. W związku z tym w wielu bankach kredyty budowlano-mieszkaniowe nazywane są kredytami hipotecznymi. Nazwa ta nie jest w pełni poprawna, ponieważ hipoteka jest też często podstawowym zabezpieczeniem innych typów kredytów, a zwłaszcza kredytu inwestycyjnego (DOBOSIEWICZ 2005). Poza nimi banki udzielają kredytów konsolidacyjnych, które mogą być przeznaczane na cele inne niż mieszkaniowe.

Kredyty budowlano-mieszkaniowe najczęściej dzielone są na budowlane i mieszkaniowe. Do tych drugich zalicza się wszystkie kredyty przeznaczone na zakup oraz zwiększenie wartości mieszkania, w tym np. na remont czy przekształcenie strychu na mieszkanie. Ten podział nie jest najlepszy, ponieważ nie uwzględnia znacznego zróżnicowania warunków udzielania i kosztów kredytu. Pełniejszy obraz daje klasyfikacja, której kryterium jest przeznaczenie tych kredytów. I tak wyróżniamy kredyty: na budowę domu, na zakup mieszkania, na remont i rozbudowę, pomostowe, konsolidacyjne i inne.

Różne rodzaje kredytów budowlano-mieszkaniowych oferowane przez banki klasyfikowane są w literaturze przedmiotu według kilku kryteriów. Zaliczamy do nich najczęściej sposób przekazywania środków pieniężnych (gotówkowe, bezgotówkowe), długość okresu kredytowania (krótko-, średnio-, długoterminowe), rodzaj waluty (złotowe, dewizowe), typ rachunku bankowego służącego do rozliczania kredytu (w rachunku bieżącym, w rachunku kredytowym) oraz preferencyjność (komercyjne, preferencyjne) (DOBOSIEWICZ 2006).

Każdy kredyt mieszkaniowy, aby był atrakcyjny i dostępny dla możliwie szerokiej liczby gospodarstw domowych, powinien posiadać trzy podstawowe cechy. Powinien przede wszystkim pokrywać 80% kosztów nieruchomości (pozostałą część, tj. 20% stanowi tzw. wkład własny kredytobiorcy). Poza tym

kredyt ten musi być kredytem długoterminowym (udzielany na 30-40 lat), bowiem nieruchomości są dobrami kapitałochłonnymi i długowiecznymi, co oznacza, że powinny być finansowane przez wiele lat w celu ułatwienia spłaty długu przez kredytobiorcę. Wreszcie taki kredyt powinien być tani, oprocentowany na poziomie 6-8% w skali roku (GŁÓWKA 2006).

Procedury kredytowe przy udzielaniu kredytów mieszkaniowych

Proces decyzyjny przy udzielaniu przez banki kredytu (nie tylko na cele mieszkaniowe) jest bardzo ważny. Ma on na celu bowiem zmniejszenie ponoszonego przez bank ryzyka kredytowego i zwiększenie spłacalności kredytów. Dzieje się tak dlatego, gdyż na wysokość marży zysku banku największy wpływ ma tzw. spłacalność kredytów, czyli stosunek kredytów spłacanych regularnie do wszystkich udzielonych kredytów. Cel, o którym mowa wyżej banki chcą osiągnąć w drodze selekcji i segmentacji klientów.

Każdy bank posiada własne standardy selekcji klientów, których nie traktuje jako jednej zbiorowości. Pracownicy banku poprzez odpowiednie procedury starają się dokonać podziału klientów na grupy o różnej sytuacji finansowej, co ma związek z różnym stopniem ryzyka niespłacenia kredytu. Najczęściej dzieli się klientów na podmioty o bardzo dobrej kondycji finansowej, o dobrej kondycji finansowej, o słabej kondycji finansowej i tych, którzy nie spełniają podstawowych warunków dla udzielenia kredytu (DOBOSIEWICZ 2005).

Przebieg procesu decyzyjnego przy udzielaniu kredytu na zakup mieszkania następuje w kilku etapach (Patrz, tabela nr 1).

Sposób przeprowadzania procedur kredytowych znajduje się w instrukcji kredytowej¹⁴. Główną rolę w tym procesie odgrywa osoba inspektora kredytowego, nazywanego niekiedy „oficerem kredytowym”. Pierwszym jego zadaniem jest zgromadzenie obszernej dokumentacji kredytowej klienta¹⁵, na którą składa się wniosek kredytowy wraz z załącznikami. Po złożeniu wszystkich niezbędnych do udzielenia kredytu dokumentów nadawany jest bieg sprawie kredytu. Od tego momentu inspektor ma określoną ilość dni na sprawdzenie wniosku kredytowego, dokonanie inspekcji, itp., a jego kierownik – na kolejne sprawdzenie dokumentacji kredytowej klienta. Obecnie banki ogłaszają, że przedstawiają klientowi decyzję, czy otrzyma kredyt, w bardzo szybkim okresie, np. w ciągu 14 dni, a niektóre nawet w ciągu 5-7 dni¹⁶.

Kolejnym etapem w procesie decyzyjnym jest weryfikacja i analiza dokumentacji kredytowej klienta. Składa się ona z wielu kroków, z których najważniejsze znaczenie mają: wstępna weryfikacja formalna i właściwa weryfikacja merytoryczna dokumentacji klienta, ocena zdolności kredytowej,

¹⁴ Instrukcja kredytowa jest podobna w różnych bankach.

¹⁵ Nie należy mylić dokumentacji kredytowej klienta z „dokumentacją kredytową”, która jest pojęciem szerszym, bowiem obejmuje także dokumenty i notatki sporządzone przez inspektora kredytowego.

¹⁶ Zdarzają się również banki, które podejmują wstępną decyzję kredytową w ciągu 2 dni.

inspekcja kredytowa oraz analiza sytuacji klienta. Na ich podstawie dokonuje się selekcji i segmentacji klientów.

Tabela 1

Podstawowe etapy procesu decyzyjnego przy udzielaniu kredytu na zakup mieszkania lub domu

Etap procesu decyzyjnego	Forma etapu	Cel etapu
Tworzenie dokumentacji kredytowej klienta	Wniosek kredytowy	Rozpoznanie obecnej i przyszłej sytuacji klienta
	Załączniki	
Weryfikacja i analiza dokumentacji kredytowej klienta	Wstępna weryfikacja formalna dokumentacji	Selekcja i segmentacja klientów
	Właściwa weryfikacja merytoryczna dokumentacji	
	Ocena zdolności kredytowej	
	Inspekcja kredytowa	
	Analiza sytuacji klienta	
Podejmowanie decyzji kredytowej (ustalenie warunków i wielkości kredytu)	Wniosek w sprawie kredytu	Zapewnienie bankowi zysków z kredytu
	Weryfikacja wniosku w sprawie kredytu	
	Decyzja kredytowa i umowa kredytowa	
Monitoring kredytu	Monitoring formalny	Zmniejszenie ryzyka strat na złych kredytach
	Monitoring merytoryczny	

Źródło: DOBOSIEWICZ 2006, s. 26-36; DOBOSIEWICZ 2005, s. 217.

Następnym etapem procesu decyzyjnego jest podjęcie decyzji kredytowej. Inspektor kredytowy sporządza wniosek w sprawie kredytu, w którym stwierdza czy udzielić kredytu, a jeśli tak – to na jakich warunkach. Podaje więc proponowaną wysokość prowizji, oprocentowania i ocenia czy zabezpieczenia są wystarczające. Następnie wniosek ten, włączony do dokumentacji kredytowej, trafia do kierownika zespołu kredytów mieszkaniowych (jeśli takiego nie ma – do kierownika zespołu kredytów) i wreszcie do dyrektora oddziału banku. Kierownik wraz z dyrektorem mają za zadanie zweryfikować wniosek w sprawie kredytu¹⁷,

¹⁷ Dokumentacja kredytowa wraz z wnioskiem powinna być dyskutowana na Komitecie kredytowym oddziału. W praktyce jednak sytuacja taka ma miejsce tylko w wyjątkowych sytuacjach.

po czym dyrektor podejmuje ostateczną decyzję jednoosobowo. Decyzja pozytywna polega głównie na wydaniu polecenia w następujących kwestiach: czy udzielić proponowanego kredytu, na jakich warunkach kredytowania (prowizja kredytowa, oprocentowanie, opłaty i prowizje dodatkowe), czy proponowane zabezpieczenia są wystarczające. Na tej podstawie opracowywana zostaje umowa kredytowa (przeważnie pracownik banku wypełnia odpowiedni formularz umowy), którą podpisuje klient i dyrektor oddziału w imieniu banku. Nieodłączną częścią umowy kredytowej jest regulamin kredytowy. Musi on być przedłożony do wglądu klientowi przed podpisaniem przez niego umowy kredytowej.

Ostatnim etapem procesu decyzyjnego przy udzielaniu kredytu mieszkaniowego jest monitoring tego kredytu. Wyróżnia się dwa jego rodzaje: monitoring formalny i merytoryczny. Ten pierwszy polega na kontroli spłat rat kapitałowych i odsetkowych. W przypadku jakichkolwiek opóźnień kredytobiorcy w spłacie kredytu, pracownicy banku podejmują właściwe kroki. Monitoring merytoryczny stosowany jest natomiast zazwyczaj tylko przy kredytach na budowę lub rozbudowę domu. Polega on na wizytacji inspektora budowanej (rozbudowywanej) nieruchomości. Monitoring (zarówno formalny, jak i merytoryczny) kończy się w momencie zakończenia spłaty kredytu (DOBOSIEWICZ 2005, 2006).

Hipoteka jako podstawowe zabezpieczenie kredytu mieszkaniowego

Warunkiem otrzymania każdego kredytu mieszkaniowego jest obok posiadania zdolności kredytowej, dysponowanie właściwymi zabezpieczeniami. Podstawowym zabezpieczeniem jest hipoteka. Jest ona ograniczonym prawem rzeczowym¹⁸, co oznacza, że bank na rzecz którego została ustanowiona, nie może władać nieruchomością jak właściciel. Bank ma jedynie prawo do zaspokojenia swojej oznaczonej wierzytelności pieniężnej z nieruchomości w sytuacji niespłacenia długu (HEROPOLITAŃSKA 2004). Przedmiotem hipoteki może być cała nieruchomość, część ułamkowa nieruchomości (jeśli stanowi udział współwłaściciela), użytkowanie wieczyste, spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu mieszkalnego, spółdzielcze prawo do lokalu użytkowego, prawo do domu jednorodzinnego w spółdzielni mieszkaniowej oraz wierzytelność zabezpieczona hipoteką (GRZYWACZ 2006).

Banki mogą wystąpić o ustanowienie hipoteki zwykłej, kaucyjnej lub przymusowej. Hipoteka zwykła powstaje w drodze umowy stron oraz wpisu do księgi wieczystej nieruchomości. Zabezpiecza ona zwrot konkretnego kredytu o ustalonej wysokości. Zabezpieczeniem może być nieruchomość kredytobiorcy lub osoby trzeciej. Ustanawiana jest na koszt kredytobiorcy. Hipoteka kaucyjna zabezpiecza zwrot kredytu o nieustalonej ściśle wysokości i również ustanawiana jest na koszt kredytobiorcy. Z kolei hipoteka przymusowa ustanawiana jest na

¹⁸ Jest ona wymieniona w art. 244 Kodeksu cywilnego., natomiast regulują ją przepisy ustawy o księdze wieczystej i hipotece.

rzecz kredytodawcy. Powstaje wówczas, gdy dłużnik nie spłacił kredytu w terminie a obecne zabezpieczenie jest niewystarczające. Dotyczy ona tylko nieruchomości dłużnika. Może być również ustanowiona przez wierzyciela uprzywilejowanego, jakim jest np. Skarb Państwa (KRZYŻKIEWICZ 2005).

Jednym z podstawowych warunków ustanowienia hipoteki jest konieczność posiadania przez nieruchomość (na rzecz której ma być hipoteka ustanowiona) księgi wieczystej. Klient ma obowiązek przedłożyć w banku odpis z księgi wieczystej nieruchomości, na której ustanowiona zostanie hipoteka. W ten sposób kredytodawca wie kto jest właścicielem i ewentualnie jakimi innymi prawami rzeczowymi jest obciążona. Jej ustanowienie wiąże się z koniecznością dokonania wyceny nieruchomości przez rzeczoznawcę majątkowego, którego akceptuje bank¹⁹.

Hipoteka powstaje w drodze zawarcia umowy jaką zawiera kredytobiorca i bank oraz dokonania wpisu w księdze wieczystej. Po jej ustanowieniu właściciel nieruchomości nadal może nią rozporządzać w nieograniczonym zakresie (może ją nawet sprzedać osobie trzeciej).

Hipoteka wygasa w momencie (HEROPOLITAŃSKA 2004):

- spłaty kredytu zabezpieczonego tą hipoteką,
- zrzeczenia się hipoteki przez bank,
- przejścia na własność banku nieruchomości obciążonej hipoteką,
- wykreślenia hipoteki z księgi wieczystej bez ważnej podstawy prawnej (w tej sytuacji wygasa ona po upływie dziesięciu lat),
- gdy wierzytelność zabezpieczona hipoteką jest wymagalna, a wierzyciel dopuszcza się zwłoki, albo też zaspokojenie go napotyka trudności, a właściciel nieruchomości złoży zabezpieczoną kwotę do depozytu sądowego i zrzeknie się uprawnienia do odebrania jej z powrotem,
- przejęcia długu zabezpieczonego hipoteką ustanowioną na nieruchomości będącej własnością osoby trzeciej, chyba że osoba trzecia wyrazi zgodę na dalsze trwanie hipoteki,
- nabycia nieruchomości w toku postępowania egzekucyjnego,
- odnowienia długu zabezpieczonego hipoteką ustanowioną na nieruchomości nie będącej własnością dłużnika, chyba że właściciel tej nieruchomości wyrazi zgodę na dalsze trwanie zabezpieczenia.

Koszty związane z kredytem mieszkaniowym

Podjmując decyzję o zakupie mieszkania na kredyt należy mieć na względzie nie tylko podstawowe obciążenia z nim związane – kwotę kredytu i oprocentowanie, ale również szereg kosztów dodatkowych. Ogólnie rzecz biorąc koszty te można podzielić na koszty związane z zakupem mieszkania (m.in. taksa

¹⁹ Np. w przypadku mieszkań banki coraz rzadziej wymagają wyceny nieruchomości sporządzonej przez rzeczoznawcę majątkowego. Mają one bowiem przeszkolonych pracowników, którzy określają wartość nieruchomości.

notarialna, podatek od czynności cywilnoprawnych, opłata za wpis praw do księgi wieczystej) i koszty związane z kredytem. Te drugie dzieli się na koszty bankowe i koszty pozabankowe. Na koszty bankowe składają się oprocentowanie, prowizja kredytowa oraz inne opłaty i prowizje. Koszty pozabankowe obejmują zaś koszty wycen, pozyskania dokumentów i ustanowienia zabezpieczeń.

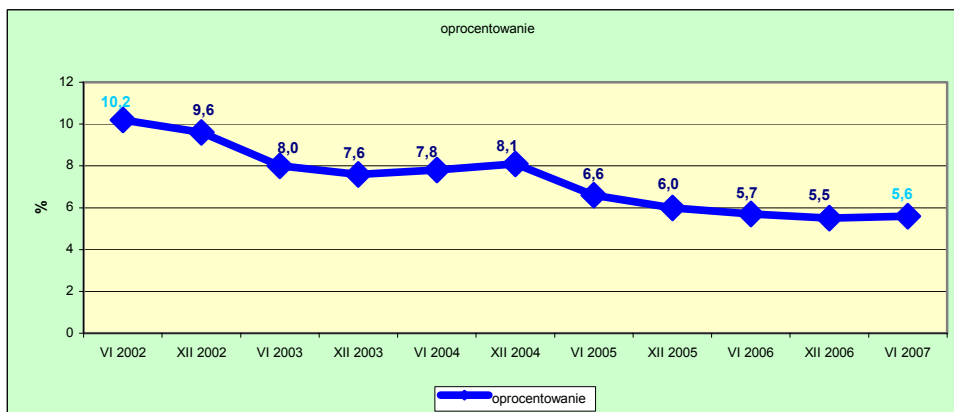
Ponad 90% wszystkich kosztów kredytu przypada na oprocentowanie. Niemniej jednak ponoszenie innych kosztów może być uciążliwe, zwłaszcza w okresie pierwszego roku kredytowania. Zasady ustalania kosztu oprocentowania kredytu na zakup mieszkania są takie same jak przy większości innych typów kredytu. Bank postępuje w następującej kolejności. Najpierw nalicza podstawową stopę procentową (zwaną stopą bazową), w skład której wchodzi koszt pozyskania pieniądza, koszty własne banku przypadające na dany produkt i oczekiwana stopa zysku, a następnie dodaje do niej punkty procentowe za ryzyko (nazywane marżą ryzyka), które wynika z oceny sytuacji klienta. Uwzględniane jest również oprocentowanie kredytów podobnego typu w bankach konkurencyjnych. Postępując w ten sposób bank stara się przenieść koszt ryzyka na klienta.

Na wysokość oprocentowania konkretnego kredytu mieszkaniowego składają się w szczególności następujące czynniki: czasokres kredytowania (im dłuższy okres kredytu, tym wyższe oprocentowanie), typ oprocentowania kredytu (stała lub zmienna stopa oprocentowania kredytu), wielkość udziału własnego (im wyższy udział własny, tym niższe oprocentowanie), waluta kredytu, ocena sytuacji klienta²⁰, jakość zabezpieczeń (im bardziej dyskusyjna jakość zabezpieczeń, tym droższy kredyt), szeroko pojęta specjalizacja banku (DOBOSIEWICZ 2005, 2006).

Średnie oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2002-2007 przedstawia rysunek nr 2.

Każdy bank pobiera ponadto prowizje kredytowe. Wyjątek stanowią jedynie okresy promocji. Prowizją kredytową określa się opłatę, jaką płaci klient za usługi bankowe związane z udzieleniem kredytu. Prowizja najczęściej pobierana jest w momencie podpisywania umowy kredytowej. Przy kredycie na zakup mieszkania zwykle ta prowizja wpłacana jest z rachunku bankowego. Niekiedy istnieje możliwość włączenia prowizji do kredytu. Mówi się wówczas o kredytowaniu prowizji, ponieważ należy ją spłacić z innymi ratami. Prowizja jest częściową rekompensatą dla banku w sytuacji, gdy klient podpisze umowę kredytową, a następnie wystąpi o jej rozwiązanie. Nie jest ona bowiem zwracana klientowi (DOBOSIEWICZ 2006).

²⁰ Np. w PKO BP na wysokość oprocentowania ma również wpływ fakt czy klient współpracuje z bankiem, tj. czy posiada w Banku rachunek bankowy, kartę kredytową i konto Inteligo.



Rys. 2. Średnie oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2002-2007 Źródło: www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro. 30.01.2008.

Oprócz oprocentowania i prowizji kredytowej na koszty bankowe kredytu składają się różne dodatkowe opłaty i prowizje. Są to w szczególności: opłata przygotowawcza za rozpatrzenie wniosku kredytowego oraz przygotowanie i zawarcie umowy o udzielenie kredytu, opłata za postawienie pieniędzy do dyspozycji klienta, opłata za wcześniejszą spłatę kredytu, opłata za zmianę waluty kredytu, opłata za oszacowanie wartości nieruchomości mającej stanowić zabezpieczenie kredytu, prowizja za podwyższenie kwoty kredytu, prowizja za zmianę ze stałej stopy procentowej na zmienną, prowizja za wydłużenie okresu kredytowania, opłata za administrowanie rachunkiem kredytowym, opłaty za inne czynności wykonane na wniosek klienta związane ze zmianą postanowień umowy kredytu mieszkaniowego wymagające sporządzenia aneksu do umowy, opłaty za inne czynności wykonywane na życzenie klienta lub za klienta (DOBOSIEWICZ 2006; www.pkobp.pl. 30.01.2008) . Owe prowizje i opłaty zasilają finansowo bank. Na przykład w banku PKO BP zaciągając kredyt mieszkaniowy WŁASNY KĄT hipoteczny, należy ponieść następujące koszty (www.pkobp.pl. 30.01.2008):

1. Opłata przygotowawcza za rozpatrzenie wniosku oraz przygotowanie i zawarcie umowy o udzielenie kredytu:
 - będącego kredytem konsumenckim²¹ - 50,00 zł,
 - nie będącego kredytem konsumenckim - 0,00 zł.
2. Udzielenie kredytu - od kwoty kredytu:
 - na refinansowanie - 0% ,
 - na pozostałe cele - od 0% do 3,5% .

²¹ Dotyczy tylko kredytów w kwocie do 80.000 zł, zgodnie z art. 3, ust. 1 ustawy z dnia 20 lipca 2001 r. o kredycie konsumenckim (Dz. U. z 2001 r., nr 100, poz. 1081 z późn. zm.).

3. Wcześniejsza całkowita spłata kredytu (z wyłączeniem kredytów podlegających ustawie o kredycie konsumenckim²²) - od kwoty spłaty:
 - ze zmienną stopą procentową - 1,5% , ale nie mniej niż 200 zł ,
 - ze stałą stopą procentową - 2% , ale nie mniej niż 200 zł
4. Zmiana waluty kredytu - od kwoty aktualnego zadłużenia - od 0,8%.
5. Oszacowanie wartości nieruchomości mającej stanowić zabezpieczenie kredytu mieszkaniowego - od każdej nieruchomości od 150,00 zł.
6. Inne czynności wykonane na wniosek klienta związane ze zmianą postanowień umowy kredytu mieszkaniowego wymagające sporządzenia aneksu do umowy - 150,00 zł.
7. Inne czynności wykonywane na życzenie klienta lub za klienta - 50,00 zł.
8. Oprocentowanie kredytu jest zmienne lub stałe²³:
 - oprocentowanie w walucie polskiej w przypadku zmiennej stopy procentowej w stosunku rocznym - WIBOR 3M + marża²⁴ (a w przypadku skorzystania z tzw. mechanizmu bilansującego²⁵ dodatkowo + 0,5 p.p.),
 - oprocentowanie w walucie polskiej w przypadku stałej stopy procentowej w stosunku rocznym (która obowiązuje w dwuletnim okresie umownym) - IRS 2Y²⁶ + marża,
 - oprocentowanie w walucie wymiennej - EURIBOR 3M (dla EUR, a dla USD, CHF i GBP: LIBOR 3M) + marża²⁷.

Kredytobiorca ponosi ponadto koszty, z których korzystają inne instytucje i osoby. Należą do nich głównie: koszty wyceny nieruchomości mającej stanowić zabezpieczenie kredytu²⁸, koszty ustanowienia hipoteki i innych zabezpieczeń kredytu, koszty ubezpieczenia zabezpieczeń i kredytobiorcy, opłata za wypis z

²² Patrz: art. 3, ust. 1 ustawy z dnia 20 lipca 2001 r. o kredycie konsumenckim (Dz. U. z 2001 r., nr 100, poz. 1081 z późn. zm.).

²³ Tylko w przypadku kredytów w walucie polskiej.

²⁴ Marża ustalana jest indywidualnie w Oddziale PKO BP i jest uzależniona od indywidualnych warunków transakcji, w tym m.in. od kwoty kredytu oraz produktów i usług bankowych, które posiada lub z których skorzysta klient; dla kredytów udzielonych od dnia 1 września 2007 r. podwyższona się ją o 0,9 p.p. do dnia dostarczenia do Banku prawomocnego wpisu hipoteki na rzecz banku.

²⁵ O tzw. mechanizmie bilansującym mowa w dalszej części niniejszej pracy.

²⁶ Stawkę IRS 2Y stosuje się w przypadku udzielania kredytu mieszkaniowego powyżej 80 000 zł.

²⁷ Marża ustalana jest indywidualnie w Oddziale PKO BP i jest uzależniona od indywidualnych warunków transakcji, w tym m.in. od kwoty kredytu oraz produktów i usług bankowych, które posiada lub z których skorzysta klient; dla kredytów udzielonych od dnia 1 września 2007 r. podwyższona się ją o 0,9 p.p. do dnia dostarczenia do Banku prawomocnego wpisu hipoteki na rzecz banku.

²⁸ Występuje wówczas, gdy bank nie dokonuje samodzielnego oszacowania wartości nieruchomości.

księgi wieczystej, opłata za wnioski do sądu notariusza i czynności z nim związane w przypadku złożenia wniosku o wpis hipoteki do księgi wieczystej za pośrednictwem notariusza, podatek od czynności cywilnoprawnych (PCC) od ustanowienia na nieruchomości hipoteki. W walce o klienta banki coraz częściej stosują różne promocje, którymi objęte są rozmaite prowizje i opłaty, a nawet oprocentowanie. Promocja może polegać na obniżeniu prowizji i opłat lub nawet na całkowitym ich zniesieniu. Promocje trwają z reguły w okresie niskiego popytu na kredyty (np. styczeń-marzec) lub przez okres półroczny. Banki mają nadzieję, że w tym czasie pozyskają klientów kosztem konkurencji. Należy jednak mieć na względzie, że obniżone np. oprocentowanie kredytu występuje z reguły jedynie w okresie promocji. Po tym okresie koszt kredytu rośnie do normalnych rozmiarów. W rzeczywistości z promocji skorzystać warto, ale należy zdawać sobie sprawę, że osiągnięte dzięki temu oszczędności są skromne (DOBOSIEWICZ 2006). Ostatnimi czasy coraz więcej banków stosuje tzw. „wakacje kredytowe”, które polegają na możliwości zaprzestania spłacania przez klienta kredytu na jakiś czas (np. 3 miesiące) bez podania przyczyny.

Na koszt kredytu wpływ ma także sposób jego spłaty, bowiem banki naliczają odsetki w stosunku do niespłaconego kapitału kredytu. W rzeczywistości, w miarę spłat kapitału wysokość odsetek maleje. Efekt końcowy jest inny w przypadku karencji, czyli w okresie, w którym bank zwalnia kredytobiorcę od obowiązku spłaty pożyczonego kapitału (RADZIUKIEWICZ, RADZIUKIEWICZ 1999), inny gdy klient spłaca głównie kapitał, a jeszcze inny gdy początkowo koncentruje się na spłacie odsetek.

Kredyty są spłacane w ratach kapitałowych i odsetkowych. Przy kredytach mieszkaniowych raty te są spłacane co miesiąc. Kredytobiorcy mają problem ze spłatą kredytu głównie w pierwszych miesiącach po jego zaciągnięciu. Dzieje się tak dlatego, że koszty, które ponoszą są wyższe w rzeczywistości, niż wynika to z obliczeń. Wiele banków proponuje więc swoim klientom karencję rat kredytowych. Rozróżnia się karencję rat kapitałowych i odsetkowych. Banki z reguły zgadzają się przyznać równocześnie oba typy karencji. W przypadku np. kredytów na zakup mieszkania banki do niedawna zgadzały się na karencję trzymiesięczną lub półroczną, rzadko – na dłuższe terminy. Obecnie w wyniku rosnącej walki o pozyskanie klienta, w sytuacji gdy zabezpieczenie kredytu jest wystarczająco dobre, banki zgadzają się na karencję 2-3 letnią.

Banki stosują różne sposoby rozłożenia spłat kredytu. Mogą to być spłaty w ratach równych, w ratach rosnących lub w ratach malejących. Spłaty w ratach równych nazywane są annuitetowymi. Przy tym systemie spłat klient płaci co miesiąc takie same raty kapitałowo-odsetkowe²⁹. Raty kapitałowe są początkowo względnie małe, a potem rosną, natomiast raty odsetkowe – na odwrót. Ma to

²⁹ W niektórych bankach w pierwszym miesiącu spłat łączna wysokość rat może być trochę wyższa niż w dalszym okresie kredytowania.

ogromny wpływ na całkowity koszt kredytu, bowiem raty odsetkowe naliczane są od niespłaconego kapitału kredytu (DOBOSIEWICZ 2006).

Obecnie praktycznie wszystkie banki oferują kredyt w ratach równych i malejących. Klient musi więc dokonać wyboru. W przypadku systemu spłat malejących kredyt jest tańszy niż w przypadku spłaty według metody annuitetowej, ale w pierwszym okresie kredytowania płaci on większe raty kapitałowo-odsetkowe.

Osoby zaciągające kredyt w złotych mogą dodatkowo obniżyć koszt kredytu dzięki tzw. mechanizmowi bilansującemu, zwanemu *offsetem*. Otóż przy podpisaniu umowy na kredyt mieszkaniowy bank jednocześnie otwiera klientowi rachunek osobisty (ROR) oraz rachunek bilansujący (*offset*). Jeśli klient więcej zarabia niż wydaje, to nadmiar jego środków finansowych jest automatycznie przelewany na rachunek bilansujący, na którym jest traktowany jako chwilowo wpłacony na poczet zaciągniętego kredytu mieszkaniowego. Nie oznacza to jednak, że pieniądze zostały spłacone, bowiem z rachunku bilansującego można je w każdej chwili wycofać. Zaletą jego jest to, że rachunek ten jest rozliczany codziennie. Oznacza to, że każdy dzień „leżakowania” pieniędzy na *offsecie* sprawia, że odsetki naliczane są od mniejszej kwoty zadłużenia. Dzięki *offsetowi* klient jest w stanie zaoszczędzić do kilkudziesięciu tysięcy złotych (*Offset* 2007, *Offset* 2006).

Uwagi końcowe

Kredyt jest długookresowym źródłem finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych, co oznacza, że wiąże się z wyjątkowo dużym ryzykiem (zarówno dla klienta, jak i banku). Pomimo tego, z roku na rok wartość i liczba udzielanych kredytów mieszkaniowych wciąż wzrasta. Wszystko wskazuje na to, że już wkrótce, podobnie jak w krajach Europy Zachodniej, poprzez kredyt będzie współfinansowane 80-90% inwestycji mieszkaniowych (DOBOSIEWICZ 2007). Kredyt mieszkaniowy, niegdyś dostępny wyłącznie dla ludzi bogatych, staje się osiągalny dla szerszego kręgu osób – w tym zwłaszcza dla ludzi młodych (ok. 25 roku życia). Spowodowane jest to głównie niskimi stopami procentowymi oraz łagodnymi kryteriami bankowymi stosowanymi przy udzielaniu kredytów. Niska inflacja oraz decyzje podejmowane przez Radę Polityki Pieniężnej sprawiają, że od ponad półtora roku oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych kształtuje się na stosunkowo niskim poziomie, oscylując w granicach ok. 5,6% (www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro. 30.01.2008). Banki natomiast wymagają niewielkiej liczby dokumentów, stosują indywidualne podejście do każdego klienta, stwarzają klientowi różne możliwości kontaktu ze sobą, stosują nieskomplikowane procedury uzyskania kredytu, w krótkim czasie rozpatrują wnioski kredytowe i podejmują decyzje kredytowe, wydłużają okres kredytowania, wprowadzają nowe promocje (np. raz w roku „wakacje kredytowe”) oraz wydłużają okres karencji w spłacie kredytu, dają możliwość dużego wyboru waluty kredytu oraz wielokrotnego jego przewalutowania,

finansują do 100, a nawet do 110% wartości kredytowanej nieruchomości, stwarzają możliwość zmniejszenia kosztów spłaty kredytu dzięki środkom zgromadzonym na rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowym klienta - poprzez kredyt z opcją bilansującą, podpisują z towarzystwami ubezpieczeniowymi stosowne umowy w celu sprzedaży kredytobiorcy ubezpieczeń na życie i zdrowie oraz na wypadek utraty pracy, swoją ofertę kierują zarówno do małżeństw, osób niepozostających w związku małżeńskim, jak również do grup osób spokrewnionych lub niespokrewnionych ze sobą.

Pomimo tego wzrostu w dostępie do kredytów mieszkaniowych, wciąż trzeba zachowywać szczególną ostrożność przy jego wyborze. Nie można za jedyne kryterium obrać np. oprocentowania kredytu. Należy uwzględnić również szereg innych czynników, co w niniejszym opracowaniu zostało wskazane wcześniej.

Literatura

- DOBOSIEWICZ Z., *Bankowość*, PWE, Warszawa 2005, s. 215-217, 242-243, 274, 291.
- DOBOSIEWICZ Z., *Kredyt mieszkaniowy i budowlany.*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2006, s. 27-28, 35-36, 57-69, 71-78, 92-96.
- FLEJTERSKI S., ŚWIECKA B. (red.), *Elementy finansów i bankowości*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 252.
- GŁÓWKA G., *Kredyt hipoteczny jako instrument finansowania nieruchomości mieszkaniowych*, w: M. Bryx (red.), *Wybrane aspekty finansowania i organizacji rynku nieruchomości*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006, s. 86
- GRZYWACZ J., *Podstawy bankowości.*, Difin, Warszawa 2006, s.148.
- HEROPOLITAŃSKA I., *Prawne zabezpieczenie wierzytelności*, Twigger, Warszawa 2004, s. 559, 616-617.
- Kiedy offset?*, w: *Przewodnik. Kredyty hipoteczne*, „Polityka” 2006, wydanie specjalne nr 2, s. 41-42.
- KRAJEWSKA A., *System pieniężno-kredytowy*, w: R. Milewski (red.) *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 467.
- KRZYŻKIEWICZ Z., *Operacje banków uniwersalnych*, w: *Bankowość. Podręcznik akademicki*, w. W. L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), Poltext, Warszawa 2005, s. 308.
- Offset – sposób na tańszy kredyt w złotówkach*, w: *Przewodnik. Kredyty hipoteczne*, „Polityka” 2006, wydanie specjalne nr 2, s. 50-51.
- Publikacje GUS z lat 2004-2006 dotyczące zatrudnienia i wynagrodzeń w gospodarce narodowej.
- RADZIUKIEWICZ R., RADZIUKIEWICZ R., *Słownik terminów używanych w bankowości*, Wydawnictwo BART, Warszawa 1999, s. 81.
- Ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (Dz. U. z 1982 r., nr 19, poz. 147 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 20 lipca 2001 r. o kredycie konsumenckim (Dz. U. z 2001 r., nr 100, poz. 1081 z późn. zm.), art. 3, ust. 1.

Ustawa z dnia 23 kwietnia – kodeks cywilny (Dz. U. z 1964 r., nr 16, poz. 93 z późn. zm.), art. 244.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – prawo bankowe (Dz. U. z 1997 r., nr 140, poz. 939 z późn. zm.), art. 69, ust. 1.

www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro. 30.01.2008.

www.pkobp.pl. 30.01.2008.

Wybrane wskaźniki dotyczące rynku nieruchomości: zmiany średniej ceny (zł) metra kwadratowego mieszkań i działek w Polsce w latach 2002-2006, www.pontinfo.com.pl. 30.01.2008.

CREDIT AS A FINANCING SOURCE OF HOUSING MARKET IN POLAND

Mariusz Michalski

Graduate of Department of Investment and Real Estate

University of Lodz

mariusz.michalski@guziec.com.pl

Key words: *residential mortgage credit, financing of housing market.*

Abstract

At limited supply of residential properties and improvement in economic situation (it manifest by growth of society's affluence and decrease of unemployment) the demand for residential properties in Poland increases.

Derivative of this situation in conditions of market economy is growth of apartment's and detached house's prices. This growth is so large that it exceeds growth of gross salaries of households. Although there is constant improvement in standard of living in Poland, more and more people must buy their flat or house with assistance of appropriate credit. They must get acquainted with essential formalities and choose correct bank and especially a type of credit. The selection is not easy because of many types of credits and various costs connected with it.

This report is a presentation of credit as an instrument of financing residential properties and it contains following issues:

- term, types and characteristics of residential mortgage credit,
- credit procedures connected with giving residential mortgage credits,
- mortgage as a basic security of residential mortgage credit, costs of residential mortgage credit.

NIERUCHOMOŚCI REZYDENCJONALNE W ŁODZI POWSTAŁE W OKRESIE TRANSFORMACJI USTROJOWEJ

Lidia Groeger

Katedra Gospodarki Przestrzennej i Planowania Przestrzennego

Uniwersytet Łódzki

e-mail: lidiag@geo.uni.lodz.pl

Słowa kluczowe: *zabudowa rezydencjonalna, Łódź*

Streszczenie

Okres transformacji ustrojowej doprowadził do dynamicznego rozwoju rynku nieruchomości. Po okresie obowiązywania normatywów w budownictwie mieszkaniowym pojawiło się zapotrzebowanie na reprezentacyjną zabudowę mieszkaniową.

Przedmiotem opracowania jest rozkład przestrzenny zabudowy rezydencjonalnej postrzegany na rynku nieruchomości oraz faktyczny rozkład przestrzenny na tle zabudowy mieszkaniowej jednorodzinnej, powstały w oparciu o terenową inwentaryzację przeprowadzoną w 2007 roku. Ponadto uwzględniono w opracowaniu szczegółową lokalizację oraz charakterystyczne cechy nowej miejskiej zabudowy rezydencjonalnej w Łodzi.

1. Wprowadzenie

Okazałe budynki mieszkalne, pełniące funkcje reprezentacyjne są symbolem powodzenia, zamożności i pozycji społecznej. W powszechnym odbiorze rezydencje kojarzone są w Łodzi z XIX wiekiem, wspaniałym okresem rozkwitu, kiedy to dzięki rozwojowi przemysłu włókienniczego powstawały ogromne fortuny łódzkich przemysłowców. Ich siedziby są powszechnie znanymi zabytkami Łodzi tj. Pałace Poznańskiego, wille Herbsta, Kindermana, Scheiblera i wielu innych przemysłowców działających w Łodzi w okresie twardego kapitalizmu. Okres „władzy ludowej” nie obfitował w powstawanie nowych, okazałych rezydencji. Dopiero przekształcenia ustrojowe zapoczątkowane w latach 80-tych doprowadziły do kumulacji kapitału, a po 1990 roku na skutek uwolnienia rynku nieruchomości, zaowocowały pojawiającymi się w przestrzeni Łodzi zupełnie nowymi rezydencjami. Jakże są te nowe rezydencje? Gdzie właściwie powstają? Czy mają specyficzne, charakterystyczne cechy, jaka w ogóle jest to skala zjawiska? Odpowiedzi na te pytania wydają się interesujące, bowiem oprócz zaspokojenia zwykłej ciekawości, pośrednio dają informację na temat sytuacji gospodarczej dużego miasta jakim jest Łódź, zamożności jego mieszkańców,

preferencji funkcjonujących w zabudowie mieszkaniowej oraz informacji o segmencie rynku nieruchomości, jakim jest rezydencjonalna zabudowa mieszkaniowa.

Za początek transformacji ustrojowej w dziedzinie nieruchomości przyjęto rok 1990. Rok ten był przełomowym okresem w Polsce, ze względu na wprowadzenie nowych uregulowań prawnych z końcem 1989 roku, dotyczących wprowadzenia wolnego rynku nieruchomości, przekształceń ustrojowych i własnościowych. Po długoletnim okresie obowiązywania normatywów budowlanych ograniczających powierzchnię domów oraz praktyką uzyskiwania działek budowlanych za sprawą decyzji administracyjnych, rozwijający się w nowych warunkach rynek nieruchomości wygenerował obszary, na których zaczęła sukcesywnie powstawać nowa zabudowa rezydencjonalna. Była ona odpowiedzią na rynkowe zapotrzebowanie na zabudowę mieszkaniową o podwyższonym standardzie na dużych powierzchniowo działkach.

2. Rezydencjonalna zabudowa mieszkaniowa

Zakres stosowania współcześnie pojęcia rezydencjonalnej zabudowy mieszkaniowej wymaga pewnego wyjaśnienia. Pod tym pojęciem architektki umieszczają reprezentacyjną siedzibę zarówno w postaci pojedynczej budowli, pałacu miejskiego lub wiejskiego, zamku, okazałej willi jak i w postaci kompleksu zabudowań pałacu z pawilonami. Zależnie od pełnionej funkcji rozróżniają rezydencję królewską, rodową, letnią, miejską (SZOLGINIA 1982). W stosowanych przez architektów klasyfikacjach typów zabudowy mieszkaniowej częściej używanym terminem jest – willa, która określana jest rezydencją bogatych mieszczan, wyższych duchownych, urzędników, zaspokajająca potrzeby reprezentacji i prestiżu właściciela. Pod względem fizjonomicznym willa jest wolnostojącym, jednorodinnym domem typu miejskiego, otoczonym ogrodem (BŁAŻKO, SKRZYPEK-ŁACIŃSKA 2004). Opracowania dotyczące podziału i klasyfikacji terenów miejskich pod względem funkcjonalnym i fizjonomicznym, często umieszczają pod jednym typem zabudowy mieszkaniowej określenie zabudowy willowej i rezydencjonalnej (LISZEWSKI 1978). W opracowaniach ekonomiczno-geograficznych za przestrzeń rezydencjonalną uważa się większe powierzchniowo i lepiej wyposażone domy, zlokalizowane w atrakcyjnych środowiskowo fragmentach miasta, położone na większych ponad powszechnie przyjęte normy działkach budowlanych (MARSZAŁ, STAWASZ 2006). Dla potrzeb opracowań określających kierunki zagospodarowania przestrzennego, urbanistki konkretyzują kryteria i wielkości określające przeznaczenie terenu pod zabudowę rezydencjonalną. W Studiach Uwarunkowań i Kierunków Zagospodarowania Przestrzennego miast najczęściej uwzględniana jest powierzchnia działki, powierzchnia zabudowy oraz wysokość budynków. Brak jednak w tym zakresie jednolitych standardów. W opracowaniach urbanistycznych dla miast różnej wielkości najbardziej jednolite jest kryterium powierzchni zabudowy, która nie powinna przekraczać 30% powierzchni działki. Natomiast w przypadku

powierzchni działek rezydencjonalnych, rozpiętość zalecanej powierzchni występuje między 1500 a 5000 m². Przy czym występuje prawidłowość, że im mniejsze miasto, tym pod zabudowę rezydencjonalną przewiduje się większe powierzchniowo działki. Dla Łodzi przyjęto minimalną powierzchnię terenu pod zabudowę rezydencjonalną 2000m² i jest to powierzchnia wskazywana najczęściej w opracowaniach urbanistycznych dotyczących dużych miast. W zakresie wysokości zabudowy, również za opracowaniami urbanistycznymi, przyjęto wysokość budynków do 3 kondygnacji. Postulat wyróżniającej się okazałością zabudowy został uwzględniony poprzez przyjęcie minimalnej powierzchni zabudowy na poziomie 300 m². Wyżej wymienione kryteria stanowiły podstawę wyróżnienia zabudowy rezydencjonalnej.

3. Rozmieszczenie i lokalizacja współczesnych rezydencji w Łodzi

Okazała zabudowa rezydencjonalna wymaga dużych powierzchniowo wolnych obszarów. W latach 90-tych prywatni inwestorzy starali się nabyć tereny położone możliwie blisko centrum miasta, a jednocześnie z dala od uciążliwego przemysłu, hałaśliwego ruchu ulicznego w sąsiedztwie terenów zielonych, możliwie jak najlepiej uzbrojone w infrastrukturę. Obszary spełniające te oczekiwania, możliwe były do pozyskania poza granicami kolei obwodowej. Jedynym obszarem, gdzie powstała zabudowa rezydencjonalna w bliskiej odległości od centrum, w granicach kolei obwodowej jest Julianów, który od wielu lat postrzegany jest jako bardzo prestiżowe miejsce zamieszkania. Nieruchomości w tym rejonie osiągają najwyższe ceny i mimo to podaż ich na rynku jest stosunkowo niska. W rejonie tym niewiele obiektów zlokalizowanych jest na dużych powierzchniowo działkach, a nowi właściciele przeważnie dokonują gruntownej przebudowy już wcześniej powstałych budynków. Zdarza się również, że po zakupie nieruchomości stary dom jest wyburzany a w jego miejsce powstaje zupełnie nowy obiekt. Jedynym zupełnie nowo powstałym obiektem zabudowy rezydencjonalnej na tym terenie jest kompleks trzech niskich rozległych domów powstałych na wydzielonej działce na obrzeżach Parku Julianowskiego. Obiekt posiada własną wartownię z pełnym monitoringiem rezydencji. Całe otoczenie jest w pełni zagospodarowane, a sąsiedztwo parku, zadbanej domów i ogrodów wraz z szeroką reprezentacyjną ulicą dojazdową stanowią dodatkową wartość tej rezydencji.

Ograniczona ilość wolnych terenów oraz wysokie ceny gruntów spowodowały lokalizację nowych rezydencji przeważnie na obrzeżach miasta. W granicach administracyjnych miasta nowa zabudowa rezydencjonalna powstawała przeważnie na wolnych, nie zagospodarowanych terenach, między koleją obwodową, a granicami miasta.

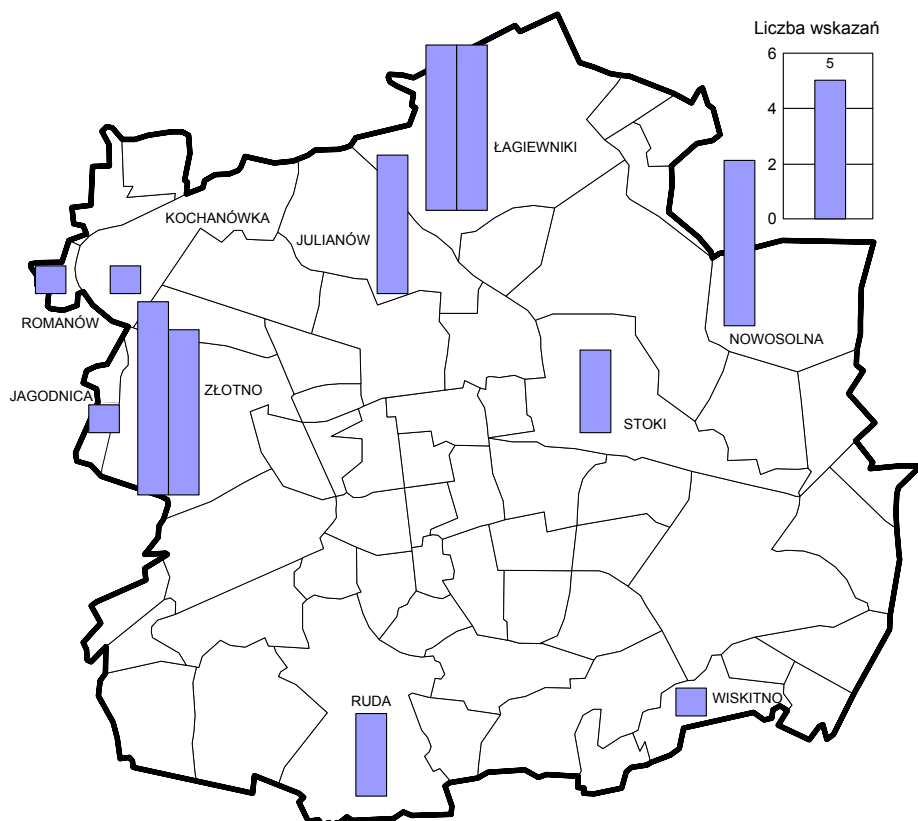
Rozkład przestrzenny obszarów z nową zabudową rezydencjonalną związany jest z dostępnością wolnych terenów pod budownictwo mieszkaniowe jednorodzinne. Ze względu na koszt 1m² nowe rezydencje powstawały przeważnie na obrzeżach miasta lub w bezpośrednim sąsiedztwie jego granic np. Kalonka na wschodzie,

Romanów na zachodzie, Łagiewniki na północy i Rzgów na południu. Obszary nowej zabudowy rezydencjonalnej nie były wyznaczane w sposób planowy, ich lokalizacja często wydaje się przypadkowa ponieważ brak w otoczeniu kontynuacji charakteru zabudowy. Często te nowe reprezentacyjne obiekty powstawały w otoczeniu starej, niekiedy zdewastowanej zabudowy mieszkaniowej. Na ich lokalizację zapewne miała wpływ dostępność wolnych terenów, możliwość dojazdu drogą utwardzoną oraz stosunkowo bliska odległość do centrum miasta i obiektów usługowych. Generalnie brak w przestrzeni miasta typowych osiedli z zabudową rezydencjonalną. Obiekty tego typu występują przeważnie w sąsiedztwie starej lub nowej zabudowy mieszkaniowej jednorodzinnej. Oddalone są od głównych dróg, a dojazd do nich jest utrudniony. Często położone są przy nie utwardzonych drogach, a nawet nie oświetlonych. Lokalizacja sprawia często wrażenie przypadkowej ze względu właśnie na otoczenie, które ze względu na sposób zagospodarowania nie konweniuje z okazałą zabudową rezydencjonalną. Wyjątkiem są większe zgrupowania tego typu budynków (okolice ulicy Warszawskiej, Podchorążych), gdzie otoczenie zostało w większym stopniu zagospodarowane przez nowych inwestorów. Wcześniejsze badania prowadzone w końcu lat 90-tych w grupie dobrze sytuowanych mieszkańców Łodzi wskazały, że w wyborze miejsca zamieszkania kierują się przeważnie dobrym dojazdem, potrzebą ciszy, czystego powietrza, sąsiedztwem terenów zielonych, bliskością lokalizacji obiektów usługowych. Wówczas zaskakującym wnioskiem była niska potrzeba zamieszkiwania w otoczeniu domów ludzi o podobnym statusie majątkowym (GROEGER 2001). Obecne badania potwierdzają to stwierdzenie, bowiem zabudowa rezydencjonalna bardzo często otoczona jest starymi domami, a nawet zdewastowanymi terenami (dzięki wysypiska, podmokłe tereny z trudno przejezdnymi drogami). Wydaje się, że właściciele nowych rezydencji bardziej skupiają się nad zagospodarowaniem swoich szczelnie ogrodzonych enklaw niż nad samym otoczeniem miejsca zamieszkania.

Wywiady kwestionariuszowe przeprowadzone w 2007 roku w 12 łódzkich biurach obrotu nieruchomościami wskazały, że w przypadku zakupu rezydencji najważniejsza dla klientów jest cena i lokalizacja. Dodatkowo zbadano jak postrzegany jest obszar miasta pod względem występowania zabudowy rezydencjonalnej przez rynek nieruchomości w tym przypadku reprezentowany przez pośredników w obrocie nieruchomościami (rys. 1).

Okazało się, że obszarem kojarzonym z zabudową rezydencjonalną są Łagiewniki, gdzie głównie dzięki dużemu obszarowi leśnemu i bliskości centrum miasta nieruchomości mieszkaniowe uzyskują najwyższe ceny w Łodzi. Drugim obszarem wskazywanym jako rejon zabudowy rezydencjonalnej jest Złotno położone w zachodniej części miasta. Są to dwa szczególnie wyróżniające się w przestrzeni miasta tereny zabudowy rezydencjonalnej. Kolejne obszary miały już o połowę mniej wskazań, były to Julianów sąsiadujący z Łagiewnikami oraz Nowosolna położona we wschodniej części miasta. Terenami postrzeganymi jako

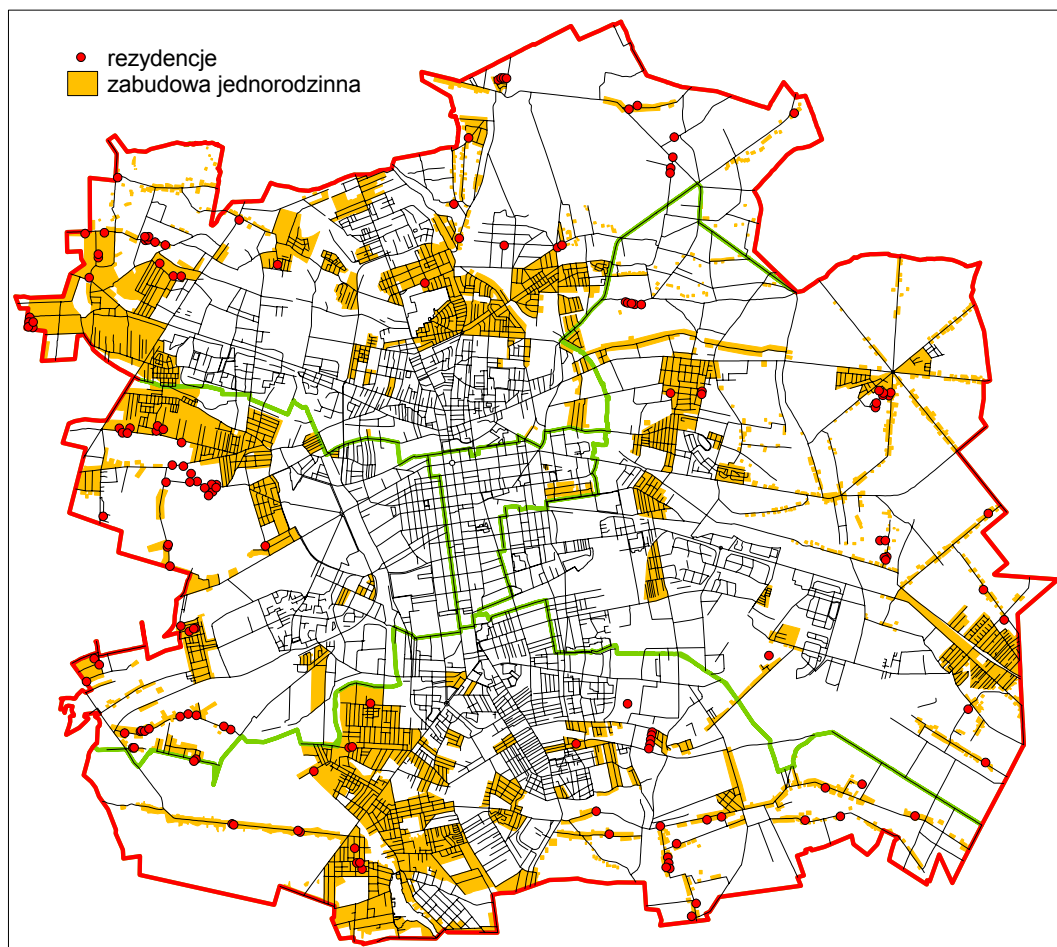
posiadające zabudowę rezydencjonalną lecz w małym stopniu są Stoki, Ruda, Wiskitno oraz Kochanówka, Romanów i Jagodnica sąsiadujące ze Złotnem co w przyszłości może skutkować powstaniem w północno-zachodniej części miasta dużego obszaru nowej reprezentacyjnej zabudowy mieszkaniowej w Łodzi.



Rys. 1. Obszary rezydencjonalne w Łodzi w 2007 roku, według wskazań z 12 łódzkich biur nieruchomości. Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań własnych

Faktyczny rozkład przestrzenny nowych rezydencji w granicach administracyjnych Łodzi powstał w oparciu o terenową inwentaryzację przeprowadzoną latem 2007 roku. Uwzględniono obiekty wybudowane, posiadające dachy, okna i drzwi. Punktową lokalizację nowych rezydencji przedstawiono na tle rozmieszczenia budownictwa jednorodzinne. Przy tworzeniu mapy uwzględniano przeważającą formę zabudowy w danym bloku urbanistycznym. Powierzchnia gruntu zajmowana przez rezydencje została

określona na podstawie raportów z MODG i K³⁰. Obiekty te, często lokalizowane były na dwóch, a nawet trzech działkach, tak więc przy określaniu powierzchni starano się uwzględnić cały ogrodzony teren rezydencji. Wynikiem przeprowadzonych badań terenowych jest punktowa lokalizacja 150 nowych rezydencji w Łodzi, przedstawiona na tle siatki ulic, zabudowy mieszkaniowej jednorodzinnej oraz administracyjnych dzielnic miasta. (rys. 2)



Rys. 2. Lokalizacja rezydencji powstałych w okresie transformacji, na tle obszarów z zabudową jednorodzinną w Łodzi. *Źródło:* opracowanie własne na podstawie badań własnych

³⁰ Miejski Ośrodek Dokumentacji Geodezyjnej i Kartograficznej.

W rozmieszczeniu przestrzennym zaznacza się wyraźna koncentracja tego typu obiektów w zachodniej części miasta. Największe skupiska nowej zabudowy rezydencjonalnej, powstałej między 1990 a 2007 rokiem, położone są na Żłotnie, Kochanówce i Lublinku (68 rezydencji). W południowej części miasta (Górna) zlokalizowanych jest 36 takich obiektów. Na wschodzie (Widzew) położonych jest 28 nieruchomości należących do tej kategorii. Natomiast w obszarze Łagiewnik i Julianowa, postrzeganego stereotypowo jako obszar rezydencjonalny, zlokalizowanych jest 18 takich nowych obiektów. (tab.1)

Tabela 1

Tereny z nową zabudową rezydencjonalną w Łodzi w 2007 roku

Obszar	Liczba rezydencji	% rezydencji	Tereny z zabudową rezydencjonalną w ha	Tereny ogółem w ha	% powierzchni terenów z zabudową rezydencjonalną
Łódź	150	100	181,03	29 439	0,62
Bałuty	42	28,00	28,74	7 895	0,36
Górna	36	24,33	84,36	7 186	1,17
Polesie	44	29,33	26,26	4 598	0,57
Widzew	28	18,67	41,67	9 077	0,45
Śródmieście	0	0	0	683	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z MODGiK i badań własnych.

W obszarze miasta tereny z nową zabudową rezydencjonalną zajmują zaledwie 0,6% powierzchni miasta. W rozmieszczeniu przestrzennym pojawia się tendencja do wznoszenia nowych obiektów w sąsiedztwie już istniejących, zjawisko to występuje we wszystkich jednostkach osiedlowych z zabudową rezydencjonalną. Charakterystyczne jest również duże rozproszenie szczególnie na Wiskitnie i w południowo-wschodniej części miasta. W rejonie tym powstały rezydencje na dużych obszarowo działkach. Natomiast na Polesiu nowe obiekty zabudowy rezydencjonalnej zlokalizowane są na stosunkowo małych powierzchniowo działkach o powierzchni ok. 3000 m², a we wspomnianej południowo-wschodniej części miasta działki zajmują nawet po kilkadziesiąt tysięcy m². Analiza występowania zabudowy rezydencjonalnej w układzie dzielnic wskazuje na dominującą pozycję Polesia i Bałut w liczbie nowo wzniesionych rezydencji. Biorąc pod uwagę lokalizację na terenie Bałut Lasu Łagiewnickiego i osiedla Julianów jeszcze od czasów przedwojennych uznawanego za prestiżowe można uznać, że na Bałutach są obszary zabudowy rezydencjonalnej już ugruntowane w

świadomości mieszkańców miasta, natomiast teren Polesia jest „świeżym” i bardzo dynamicznie rozwijającym się obszarem zabudowy rezydencjonalnej. Kolejnym wnioskiem związanym z rozmieszczeniem rezydencji w Łodzi w stosunku do terenów z zabudową mieszkaniową jednorodzinną jest lokalizacja zabudowy rezydencjonalnej na obrzeżach terenów z zabudową mieszkaniową jednorodzinną, natomiast tam gdzie nie ma dużych skupisk jednorodzinnego budownictwa mieszkaniowego zlokalizowane są wzdłuż głównych dróg.

4. Cechy charakterystyczne nowej zabudowy rezydencjonalnej

Cechami charakterystycznymi terenów z zabudową rezydencjonalną są duże obszarowo działki – najczęściej ok. 3000 m², największe osiągają 60-80 tys. m². Położone są na terenach ze słabo rozwiniętą infrastrukturą (brak utwardzonych dróg dojazdowych, brak sieci kanalizacyjnej i wodociągowej), natomiast większość jest zlokalizowanych w sąsiedztwie terenów zielonych, na obrzeżach osiedli z zabudową mieszkaniową jednorodzinną. (fot. 1)

Rezydencje są okazałymi budynkami najczęściej dwukondygnacyjnymi (parter i poddasze użytkowe). W otoczeniu wyróżniają je nieregularne kształty, duże rozczłonkowanie bryły budynków. (fot. 2) Dachy w większości przypadków kryte są dachówką lub blachą, choć zdarzają się również bardziej nowoczesne jeśli chodzi o bryłę budynki, natomiast kryte gontem, co świadczy o potrzebie eksperymentów i wyróżniania swojego miejsca zamieszkania bardziej wymyślnymi materiałami lub architekturą. Połacie dachów przeważnie są wielospadowe z wykuszami w mniejszym stopniu z oknami połaciowymi. (fot. 3) Charakterystyczne są duże przeszklenia salonów szczególnie w części ogrodowej jak i krytych tarasów. Obserwacja tej zabudowy jest bardzo utrudniona, ponieważ zabudowania przeważnie położone są w głębi nieruchomości, najczęściej otaczają je wysokie i pełne ogrodzenia, stanowiące barierę przed otoczeniem. (fot. 4, 5, 6) Są to najczęściej od frontu murowane lub kamienne ogrodzenia ze stalowymi lub drewnianymi elementami, a w części mniej oficjalnej z betonowymi, wysokimi płotami. W zagospodarowaniu często dodatkowo pojawiają się baseny, stawy, boiska, korty tenisowe, własne oczyszczalnie ścieków lub ujęcia wody oraz niekiedy wartownie. (fot. 7) Na większości ogrodzeń znajduje się tabliczka z logo firmy ochroniarskiej, niekiedy również tablica z nazwą firmy. Dostęp do wielu rezydencji jest bardzo utrudniony, ponieważ położone są przy nieutwardzonych drogach, a wysokie ogrodzenia utrudniają dokładne określenie charakteru budynku położonego w głębi nieruchomości.

5. Wnioski

Nowe rezydencje mieszkaniowe powstałe w Łodzi po 1990 roku w warunkach wolnego rynku w swej lokalizacji oraz w zakresie cech zabudowy odbiegają od typowych już historycznych obiektów rezydencji łódzkich przemysłowców. Są to o wiele mniej okazałe obiekty, najczęściej dwukondygnacyjne, położone w głębi działek, izolowane od otoczenia wysokimi i pełnymi ogrodzeniami. Powstały

przeważnie dla wygody ich właścicieli, a w mniejszym stopniu w celu reprezentacyjnym. W przestrzeni miasta brak wyraźnych osiedli zabudowy rezydencjonalnej, w większości przypadków lokalizacja jest w dużej mierze przypadkowa, często są położone w otoczeniu starej, zdekapitalizowanej zabudowy mieszkaniowej. Wydaje się, że głównym czynnikiem lokalizacji jest dostępność dużych, wolnych, możliwie uzbrojonych terenów z możliwością zabudowy. Wyróżniają się dzielnicami pod względem lokalizacji rezydencji są Bałuty i Polesie.

Wystąpiła duża zbieżność postrzegania obszarów z zabudową rezydencjonalną według pracowników biur obrotu nieruchomościami, a faktycznym rozkładem zabudowy rezydencjonalnej w Łodzi.

6. Literatura

- BŁASZKO A., SKRZYPEK-ŁACHIŃSKA M. 2004. *Architektura mieszkaniowa: Współczesne trendy projektowe w kształtowaniu domów mieszkalnych*, Wyd. Politechniki Gdańskiej.
- GROEGER L. 2004. *Waloryzacja przestrzeni mieszkaniowej w opiniach klientów łódzkich biur obrotu nieruchomościami*, Wyd. U.Ł.
- MARSZAŁ T., STAWASZ D. 2006. *Przestrzeń rezydencjonalna w miastach polskich*, Biuletyn KPZK PAN, z. 227.
- LISZEWSKI S. 1978. *Tereny miejskie. Podział i klasyfikacja*, Acta Univ. Lodz. Folia Geographica, seria II, Nr 15.
- SZOLGINIA W. 1982. *Architektura i Budownictwo*, Wyd. Nauk.-Tech., Warszawa.

THE RESIDENTIAL PROPERTIES IN ŁÓDŹ WHICH CAME INTO EXISTENCE IN THE PERIOD OF TRANSFORMATION

Lidia Groeger

Department of Spatial Development and Town-and-Country Planning

The University of Łódź

e-mail: lidiag@geo.uni.lodz.pl

Key words: *residential building development, Łódź*

Abstract

The period of political transformation led to the dynamic development of property market. After the period of required construction standards, the demand for executive building development has appeared..

The subject of this study is the spatial layout of residential building development perceived on the property market as well as the actual spatial layout against a background of single-family housing, based on the field inventory made in 2007. Moreover, exact location and characteristic features of new, local residential building development in Łódź have been included in this study.

ZMIENNOŚĆ CEN CZYNNIKÓW PRODUKCJI BUDOWLANEJ A RYZYKO INWESTYCJI DEWELOPERSKICH

Joanna Węgrzyn

*Katedra Ekonomiki Nieruchomości i Procesu Inwestycyjnego
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
e-mail: joannawalczyk@gmail.com*

Słowa kluczowe: *projekt inwestycyjny, koszty budowy, ryzyko*

Streszczenie

W opracowaniu poruszony został problem oceny ryzyka towarzyszącego realizacji projektu inwestycyjnego. Szczególną uwagę zwrócono na aspekt zmiany cen czynników produkcji budowlanej. Uznano bowiem, że problem braku wykwalifikowanych pracowników, materiałów i odpowiedniego sprzętu oraz w efekcie wzrost kosztów budowy są poważnym zagrożeniem dla powodzenia inwestycji budowlanych.

Dalsze rozważania, których celem była ocena ryzyka wzrostu kosztów budowy, przeprowadzono w oparciu o przykład dotyczący mieszkalnego budynku wielorodzinnego.

W kolejnej części pracy zaprezentowano narzędzia, jakie może wykorzystać deweloper aby ograniczyć skutki ryzyka związanego ze wzrostem cen czynników produkcji.

1. Wprowadzenie

Realizacja projektów inwestycyjnych na rynku nieruchomości jest procesem długotrwałym i złożonym. Każda inwestycja wymaga indywidualnego podejścia. Pomimo iż całokształt czynności niezbędnych do przeprowadzenia danej inwestycji można zgrupować w podobne fazy i etapy, inwestor często staje przed koniecznością rozwiązywania złożonych oraz nietypowych problemów i dokonywania wyboru jednego z wielu możliwych wariantów rozwiązań.

Według danych GUS, przeciętny czas budowy budynków mieszkalnych w systemie deweloperskim, oddanych do użytkowania w latach 2006 -2007, wynosił około 24 miesiące (KOWALSKI, 2007). W tym okresie odnotowano jednocześnie gwałtowny wzrost cen środków produkcji – zwłaszcza materiałów budowlanych oraz wynagrodzenia pracowników. W obecnych realiach problem prawidłowego przygotowania inwestycji od strony technicznej jest zatem szczególnie aktualny.

Celem niniejszego referatu jest przedstawienie problematyki kształtowania się cen czynników produkcji oraz ryzyka towarzyszącego realizacji przykładowego przedsięwzięcia inwestycyjnego.

2. Etapy procesu inwestycyjnego a opracowywanie projektu inwestycji

Proces inwestycyjny można zdefiniować jako usystematyzowany ciąg czynności z zakresu technologii budowlanej, finansowania, marketingu jak i kontroli niezbędnych do realizacji danej inwestycji budowlanej. Opisane działania koncentrują się wokół realizacji projektu inwestycyjnego czyli wzniesienia i użytkowania obiektu budowlanego (WALICA, 1998). Czynności te można zgrupować dokonując podziału całego procesu na fazy: przedinwestycyjną, inwestycyjną oraz fazę eksploatacji (DZIWORSKA, TROJANOWSKI, 2006). Podział ten ma charakter uniwersalny i może być stosowany również w odniesieniu do realizacji projektów deweloperskich.

Sam projekt inwestycji można rozumieć również jako projekt techniczny obiektu. Procedura tworzenia tak scharakteryzowanego projektu zostanie w zarysie zaprezentowana poniżej.

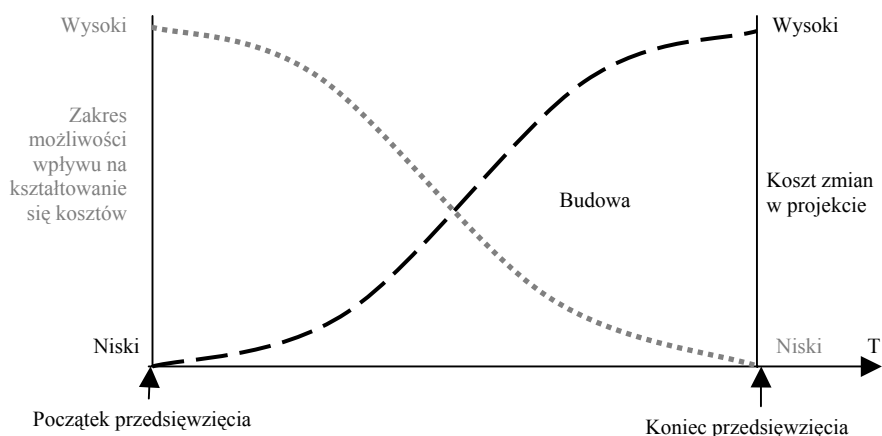
Opracowywanie projektu inwestycji deweloperskiej rozpoczyna się w fazie przedinwestycyjnej od jego zdefiniowania. Największe organicznie na tym etapie stanowią regulacje prawne jak plan zagospodarowania przestrzennego, a w przypadku jego braku decyzja o warunkach zabudowy. Istotnym utrudnieniem jest również konieczność rozpoznania rynku w zakresie popytu na planowaną funkcję obiektu. Po zdiagnozowaniu ograniczeń, deweloper może przystąpić do tworzenia programu funkcjonalno - użytkowego. W ten sposób ustalone zostają takie parametry obiektu jak: funkcja, powierzchnia zabudowy, powierzchnia użytkowa, wysokość, kubatura, powierzchnia biologicznie czynna, itp.

Program funkcjonalno - użytkowy w dalszej kolejności wykorzystywany jest do opracowania koncepcji architektonicznej, która jest pewną formą wizualizacji planowanego obiektu. Na podstawie tak sporządzonego ogólnego zarysu projektu można przystąpić do wstępnego szacowania kosztów inwestycji. Analizy finansowe prowadzone na tak wczesnym etapie nie są jednak wystarczająco dokładne by w pełni ustalić całkowite koszty inwestycji. Celem ich przeprowadzenia jest zatem jedynie rozpoznanie skali koniecznych do poniesienia wydatków i ewentualnie wariantowanie możliwych do zaakceptowania rozwiązań.

W fazie przedinwestycyjnej, ale już na etapie organizacyjnym, rozpoczyna się tworzenie projektu niezbędnego dla uzyskania pozwolenia na budowę i jednocześnie wymaganych prawem uzgodnień branżowych. Na tym etapie opracowywany jest zatem projekt budowlany. W przypadku inwestora prywatnego jest to jedyny dokument formalny, którego obowiązek wykonania oraz forma i zakres wynikają z przepisów prawa. Gdy projekt zostanie zaakceptowany i pozwolenie na budowę stanie się prawomocne można przystąpić do kolejnej fazy procesu inwestycyjnego czyli do realizacji inwestycji. W tym miejscu warto jednak zauważyć, że w przypadku inwestycji o wysokim stopniu złożoności, konieczne może stać się opracowanie dodatkowego projektu wykonawczego. Projekt ten ma szczególnie istotne znaczenie w przypadku gdy

projekt budowlany wykonany został w ogólny i mało dokładny sposób. Generalnie w projekcie wykonawczym opracowywanych jest więcej szczegółowych rozwiązań konstrukcyjnych oraz wskazówek odnośnie wykonywania różnych elementów i detali. Dlatego też, ostateczne szacowanie wartości inwestycji lub propozycja ceny powinny być formułowane w oparciu o projekt wykonawczy. Kalkulacje dokonywane w oparciu o ten projekt są bowiem dokładniejsze. Niestety, z uwagi na presję czasu często zdarzają się sytuacje, kiedy projekt wykonawczy dostarczany jest wykonawcy dopiero w trakcie realizacji inwestycji. W efekcie skutkuje to głównie nieprzewidzianym wzrostem kosztów inwestycji z uwagi na pojawiające się rozbieżności w obu projektach.

Z uwagi na cel niniejszego opracowania warto zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt towarzyszący realizacji inwestycji – związek pomiędzy kosztami wprowadzania zmian do projektu a stopniem jego zawansowania. Zależność tę można zobrazować w następujący sposób:



Rys. 1. Powiązanie kosztów inwestycji ze swobodą podejmowania decyzji inwestorskich. Źródło: (BRYX, 2006)

Deweloper podejmując decyzje w trakcie trwania całego procesu inwestycyjnego powinien działać ze świadomością, że wszelkie zmiany dotyczące projektu w miarę upływu czasu, stają się coraz bardziej „kosztowne”.

3. Czynniki ryzyka projektu deweloperskiego

W odniesieniu do nieruchomości o ryzyku można mówić w dwóch różnych aspektach. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z ryzykiem towarzyszącym realizacji inwestycji rzeczowej czyli inaczej ryzykiem projektu inwestycyjnego. W drugim ujęciu ryzyko związane jest z nieruchomością jako obiektem i dotyczy transferu praw do nieruchomości.

Dalsze rozważania prowadzone będą w oparciu o przykład dotyczący tworzenia i realizacji projektu deweloperskiego, a ściślej mieszkalnego budynku wielorodzinnego.

Warto jednak najpierw wyjaśnić co kryje się pod terminem „ryzyko”. Nie opracowano uniwersalnej definicji tego pojęcia. Można jednak wskazać pewne elementy towarzyszące jej formułowaniu. Są to: niepewność, niebezpieczeństwo, zagrożenie i strata. Poniżej zaprezentowano kilka definicji ryzyka:

- ryzyko to inaczej niebezpieczeństwo, możliwość niezrealizowania celu lub spodziewanych efektów w chwili podejmowania decyzji inwestycyjnych, wynika ono z niepewności co do przyszłych wartości wielkości wpływających na efektywność inwestycji (WILIMOWSKA, 1998),
- odchylenie od wielkości docelowej, które może okazać się korzystne bądź nie dla podmiotu podejmującego decyzję (LEWANDOWSKI, 1995),
- prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia niekorzystnego (p) w trakcie realizacji w iloczynie z konsekwencją jego wystąpienia (c) na wykonywany projekt (SKORUPKA, 2006).

Ryzyko wynika z faktu podejmowania decyzji dotyczących przyszłości. Źródłem ryzyka są natomiast ludzie, którzy świadomie podejmują decyzje (KACZMAREK, 2003). Ryzyko jest zatem naturalną i nieodłączną cechą wszelkich procesów gospodarczych. Dlatego też trudno jest dokonać pełnej klasyfikacji ryzyka. W literaturze występuje wiele różnych podziałów tworzonych według różnych kryteriów.

Uwzględniając obszar występowania, ryzyko przedsięwzięcia deweloperskiego można podzielić na ryzyko występujące na poziomie makroekonomicznym (czyli np. kraju), ryzyko rynku budowlanego oraz ryzyko występujące na poziomie projektu (POŁONSKI, PRUSZYŃSKI, 2006).

Nie jest możliwe podanie wyczerpującej listy czynników ryzyka towarzyszących przedsięwzięciu inwestycyjnemu. Można jednak wskazać źródła ryzyka występujące najczęściej (PRITCHARD, 2002). W obszarze makroekonomicznym występują zatem takie czynniki ryzyka jak: inflacja, system prawny, sytuacja polityczna, zmienność kursów walutowych. W odniesieniu do branży budowlanej na powodzenie przedsięwzięcia wpływ mogą mieć następujące zmienne: dostęp do wykwalifikowanych robotników, koszty zatrudnienia, dostęp do materiałów i sprzętu, otoczenie konkurencyjne, popyt na roboty budowlane.

Na poziomie projektu istotne może być dokonanie oceny następujących parametrów: związanych z technologią wykonywania projektu (warunków gruntowych, unikatowości i innowacyjności rozwiązań projektowych, złożoności projektu), dostępności zasobów (wykwalifikowanych pracowników, dobrej jakości materiałów, niezawodności posiadanego sprzętu), relacji z kontrahentami (wykonawcami oraz podwykonawcami), innych, np. warunków pogodowych.

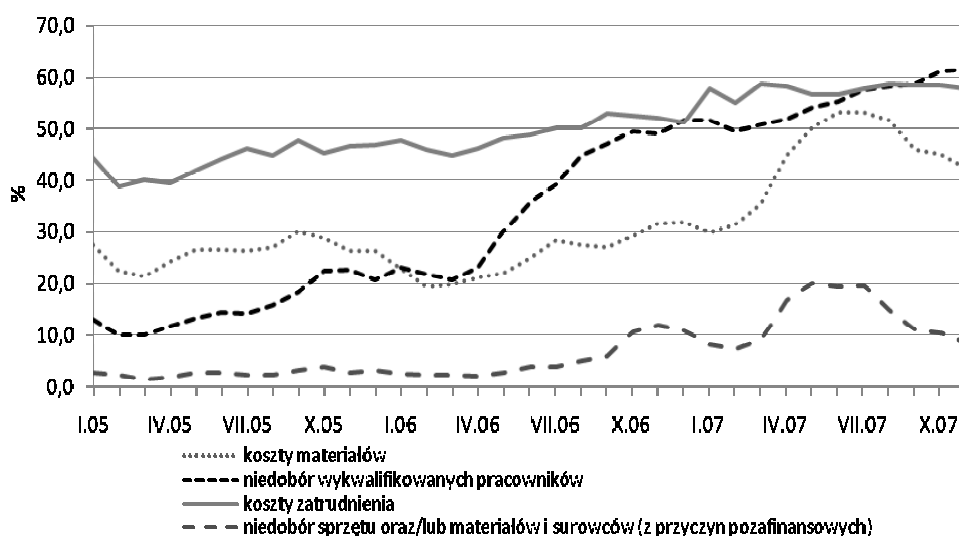
W poprzedniej dekadzie, głównie z powodu dużego popytu na rynku nieruchomości, większość podjętych inwestycji gwarantowała wysoką stopę

zwrotu z zaangażowanego kapitału. Obecnie, kiedy zaspokojone zostały pierwotne potrzeby rynku, a ponadto pojawiło się znaczne ożywienie w branży budowlanej, proces inwestowania stał się bardziej złożony i skomplikowany (GAWRON, 2007). Wzrosło ryzyko podejmowanych decyzji. Coraz większego znaczenia nabiera zatem prognozowania kosztów budowy nowego obiektu.

W dalszej części zaprezentowane zostaną procesy zachodzące na rynku budowlanym. W ten sposób zostanie zarysowana geneza zjawiska związanego ze wzrostem cen czynników produkcji i towarzyszącego mu ryzyka.

4. Wpływ kosztów budowy na powodzenie inwestycji deweloperskiej

Poniżej przedstawione zostały ogólne tendencje pojawiające się w sektorze budowlanym.³¹



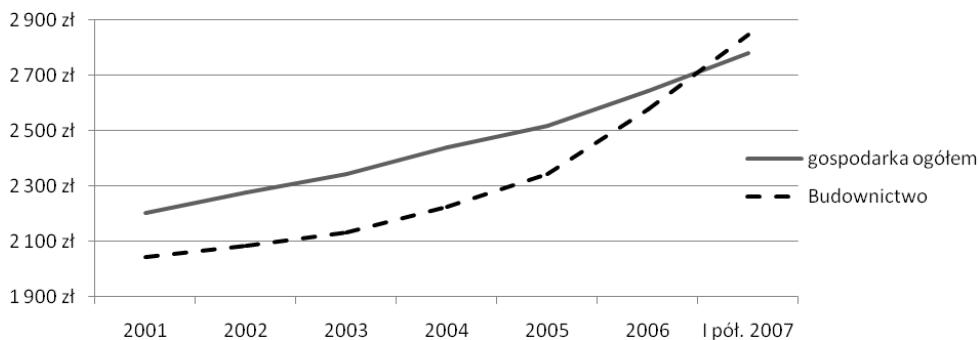
Rys. 2. Bariery działalności przedsiębiorstw budowlanych w latach 2005-2007.

Źródło: Opracowania własne na podstawie: <http://www.stat.gov.pl>

Dane zawarte na powyższym rysunku wskazują, że systematycznie wzrasta znacznie czynników cenotwórczych w usługach budowlanych. Coraz bardziej odczuwalny staje się brak wykwalifikowanych pracowników. W konsekwencji

³¹ Na podstawie publikacji GUS z badań koniunktury w budownictwie metodą testu koniunktury. Badania te mają charakter ankiety. Wyniki prezentowane są jako salda między ważonymi procentami odpowiedzi pozytywnych i negatywnych. Wskaźniki koniunktury w formie sald przyjmują zatem wartości liczbowe z przedziału <-100, +100>. Dodatnia wartość wskaźnika oznacza dobrą koniunkturę, natomiast wartość ujemna - koniunkturę złą.

zauważalny jest w ostatnich latach wysoki wzrost wynagrodzeń w branży budowlanej (rys. 3).



Rys. 3. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce i budownictwie w zł. Źródło: (BOLKOWSKA, 2007).

W drugiej połowie 2007 zmalała, w opinii ankietowanych przedsiębiorstw, bariera związana z niedoborem materiałów budowlanych i maszyn. W dużej mierze sytuacja ta ma związek z sezonowością produkcji budowlanej, ale nie tylko. Firmy produkujące materiały budowlane coraz częściej podejmują bowiem decyzje rozwojowe. Sprzyja temu dobra kondycja finansowa większości przedsiębiorstw (BOLKOWSKA, 2007). Podobne tendencje występują również w przypadku dostawców maszyn i urządzeń budowlanych.

Dla uzupełnienia zaprezentowanych informacji warto wskazać, że rok 2007 był rekordowy pod względem dynamiki wzrostu produkcji w sektorze budowlanym. Roczne tempo wzrostu produkcji budowlano - montażowej ukształtowało się na poziomie 15,7%.

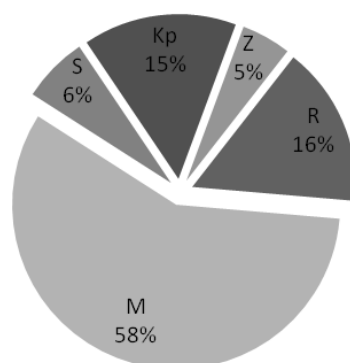
W podejmowaniu decyzji inwestycyjnych można posiłkować się również informacjami dostarczonymi przez instytucje zajmujące się monitorowaniem cen usług budowlano - montażowych. Dalsze rozważania prowadzone będą w oparciu o informacje z Biuletynów Cen Obiektów Budowlanych (BCO). Dla przeprowadzenia analizy ryzyka zmiany cen czynników produkcji wybrano budynek mieszkalny wielorodzinny o numerze 1121 według klasyfikacji BCO. Poniżej wyszczególnione zostały jego podstawowe parametry:

- liczba kondygnacji nadziemnych - 5,
- powierzchnia zabudowy - 1411 m²,
- powierzchnia użytkowa - 4647 m²,
- technologia budowy: ławy fundamentowe i ściany piwnic żelbetowe monolityczne, konstrukcja nośna ścian nadziemnych murowana z cegieł ceramicznych

- program użytkowy: w podziemiach garaże dla samochodów osobowych, pomieszczenia techniczne i gospodarcze, na parterze pomieszczenia usługowe oraz mieszkania, na wyższych kondygnacjach mieszkania.

Na przestrzeni pięciu ostatnich lat koszt budowy 1 m² opisywanego obiektu oscylował w granicach 1600 zł. W pierwszej połowie 2007 odnotowano jednak wyraźny wzrost kosztów do poziomu 1 887,79 zł/m², a w drugiej połowie 2007 roku do poziomu 2 215,22 zł/m².

Natomiast struktura kosztów budowy kształtowała się następująco:



Rys. 4. Struktura kosztów wykonania budynku mieszkalnego wielorodzinnego w II półroczu 2007 r. Źródło: Opracowania własne na podstawie BCO.

W przedstawionym przykładzie najważniejszą pozycję w ogólnym koszcie budowy stanowią materiały. Ich zużycie kształtuje się na poziomie 58% całkowitych kosztów budowy. Udział pozostałych kosztów bezpośrednich stanowi kolejno dla robocizny - 16%, a sprzętu - 6% wszystkich poniesionych kosztów. Koszty pośrednie stanowiły 15% wszystkich poniesionych kosztów, a zysk 5%. Rozważania w dalszej części pracy prowadzone będą jedynie w oparciu o dane dotyczące kosztów bezpośrednich czyli koszty materiałów, pracy i sprzętu.

Zaprezentowane dane stanowią element wyjściowy dla oceny ryzyka zmian cen czynników produkcji. W tym celu, jako podstawową metodę przyjęto analizę scenariuszy tworzonych w oparciu o macierze ryzyka (ROGOWSKI, MICHALCZEWSKI. 2005).

Pierwszym krokiem w ocenie ryzyka jest identyfikacja możliwych do wystąpienia sytuacji Założono, że istnieją trzy warianty: spadek cen, stabilizacja cen, wzrost cen. Dla opracowania macierzy przyjęto, że w okresie dwóch kolejnych lat najmniej prawdopodobnym wariantem jest spadek cen wszystkich trzech czynników produkcji. Uznano, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest wzrost wynagrodzenia i stabilizacja cen materiałów budowlanych oraz sprzętu. Ponadto, na podstawie opracowanych informacji można przyjąć, że przy założeniu stałości pozostałych czynników, największy wpływ na wzrost kosztów budowy

ma wzrost cen materiałów, natomiast najmniej istotny wpływ ma zmiana ceny sprzętu. W efekcie otrzymano następujący układ macierzy ryzyka.

Tabela 1

Macierz ryzyka – ujęcie jakościowe.

skutki \ prawdop.	małe	średnie	duże
małe	spadek cen sprzętu	wzrost cen sprzętu	stabilizacja cen sprzętu
średnie	spadek wynagrodzenia	stabilizacja wynagrodzenia	wzrost wynagrodzenia
duże	spadek cen materiałów	wzrost cen materiałów	stabilizacja cen materiałów

Źródło: Opracowania własne

Powyższy model stanowi propozycję jakościowej oceny ryzyka zmiany cen czynników produkcji. Model ten można rozwinąć. Jeżeli dysponujemy oszacowanym prawdopodobieństwem rozważanego zagrożenia oraz wyceną konsekwencji analizowanych wariantów można podejść do oceny ryzyka w sposób ilościowy.

Dobierając wielkości prawdopodobieństwa przyjęto, że istnieje ponad 50% szans na realizację najbardziej prawdopodobnego wariantu oraz nie więcej niż 10% szans na jednoczesny spadek cen robocizny, materiałów i sprzętu. Suma trzech wariantów powinna wynosić 1. W efekcie prawdopodobieństwo wystąpienia danego zdarzenia oszacowano kolejno na 0,1, 0,3 oraz 0,6.

Natomiast dla wyceny konsekwencji zmian cen czynników produkcji można wykorzystać elementy analizy wrażliwości. W oparciu o zebrane dane można przyjąć w kolumnie pierwszej następujące wartości: 5, 16, 58. Pojawiające się w macierzy zera oznaczają brak zmian cen danego czynnika produkcji.

Tabela 2

Macierz ryzyka – ujęcie ilościowe

skutki \ prawdop.	0,1	0,3	0,6
01	02	03	04
5	-0,6	1,8	0
16	-1,6	0	9,6
58	-5,8	17,4	0
Razem	-8	19,2	9,6

Źródło: Opracowania własne

W wyniku dokonanych obliczeń można wskazać, ze względu na oczekiwane skutki:

- scenariusz o największym „zagrożeniu” – stabilizacja wynagrodzenia oraz wzrost cen sprzętu i cen materiałów,
- scenariusz o najmniejszym „zagrożeniu” – spadek cen czynników produkcji, ponadto wartość ujemna w tym przypadku sugeruje możliwość wystąpienia korzyści dla inwestora,

Takie podejście do problemu oceny ryzyka może znaleźć również zastosowanie przy wariantowaniu konkretnych opcji inwestycyjnych. Podobne macierze można bowiem stworzyć już na etapie opracowywania koncepcji dla kilku możliwych rozwiązań (nie koniecznie odnoszących się do całego projektu a jedynie jego fragmentów). Znając rozkład kosztów dla danej technologii oraz zakładając pewne wielkości prawdopodobieństwa można wyznaczyć te rozwiązania, które są największym nośnikiem ryzyka wzrostu cen.

W podsumowaniu można wskazać pewne ograniczenia dotyczące niniejszego przykładu. Podstawowy problem stanowi brak rzeczywistych danych dotyczących kosztów budowy. Ponadto sam dobór scenariuszy obarczony jest dużą dozą subiektywizmu. Ideą opracowanego przykładu nie jest jednak precyzyjne wyliczenie ryzyka jakie generuje wzrost cen czynników produkcji. Celem jest zaprezentowanie w czytelny sposób przykładowych narzędzi jakimi może posłużyć się inwestor w ocenie ryzyka.

5. Sposoby ograniczania skutków ryzyka wzrostu cen czynników produkcji

Nie istnieją realne szanse na całkowitą eliminację czynników negatywnie wpływających na przebieg procesu inwestycyjnego. Deweloper może jednak podjąć pewne działania w celu ograniczenia ich skutków. Aby zmniejszyć stopień oddziaływania niekorzystnych czynników na inwestycję może wykorzystać następujące kategorie ograniczania ryzyka (SKORUPKA, 2006):

- akceptacja ryzyka - jego przewidywany wpływ na projekt jest dopuszczalny,
- unikanie ryzyka - eliminacja specyficznych zagrożeń ponieważ ryzyko z nimi związane jest zbyt duże i nie do zaakceptowania,
- ochrona przed ryzykiem - wykorzystanie możliwości ubezpieczenia się,
- badania ryzyka - modelowanie procesów realizacji projektów oraz pozyskiwanie wszystkich możliwych informacji,
- ryzyko rezerw - kreowanie rezerw budżetowych w planie na wypadek wystąpienia ryzyka,
- transfer ryzyka na inne podmioty.

Wprowadzenie strategii zmniejszania ryzyka w dużej mierze zależy od możliwości i elastyczności decydenta. Z uwagi na obserwowany przez ostatnie dwa lata gwałtowny wzrost popytu na nieruchomości mieszkaniowe, popularnym sposobem ograniczania skutków ryzyka stał się jego transfer na inne podmioty. Dlatego też warto bliżej przyjrzeć się mechanizmom towarzyszącym tej metodzie.

W przypadku transferu ryzyka, deweloper może ograniczać jego skutki w dwojaki sposób. Może przenieść je albo na nabywców inwestycji albo na jej wykonawców.

W pierwszym przypadku, finansowanie wzrostu cen sprowadza się do konieczności waloryzowania niewpłaconej części wkładu przyszłego nabywcy o wskaźnik wzrostu cen. Szczegółowy sposób obliczania takiego wskaźnika znajduje swój zapis w umowie przedwstępnej. Przeważnie bazuje on na danych publikowanych przez GUS lub instytucje specjalizujące się monitorowaniem zmian cen na rynkach budowlanych.

W odniesieniu natomiast do wykonawców inwestycji, deweloper dla ograniczenia skutków wzrostu cen, może ustalić ryczałtowe wynagrodzenie za roboty budowlane. Ma ono tę cechę, że co do zasady nie ulega zmianie w trakcie realizacji inwestycji. Należy jednak zaznaczyć, że nie jest możliwe zmniejszenie w ten sposób skutków ryzyka w przypadku gdy deweloper wykonuje prace budowlane we własnym zakresie.

Na zakończenie warto zwrócić uwagę na fakt, że na wynik inwestycji wpływa szereg różnych czynników jak popyt na nowe nieruchomości lub aktywność inwestycyjna innych podmiotów na rynku budowlanym. Zmniejszanie się popytu na nieruchomości mieszkaniowe może dla dewelopera oznaczać wymóg tworzenia coraz to nowych zachęt dla potencjalnych nabywców. W praktyce przejawia się to często koniecznością formułowania przez deweloperów ofert sprzedaży nieruchomości po cenie gwarantowanej. Ponadto, z uwagi na panującą sytuację na rynku budowlanym, inwestorowi coraz trudniej jest wynegocjować korzystne warunki umowy o roboty budowlane.

Z tego też powodu decyzja o transferze ryzyka wzrostu cen czynników produkcji na pozostałych uczestników procesu inwestycyjnego nie konieczne musi stanowić szansę dla dewelopera na większy i bezpieczniejszy zysk z inwestycji.

6. Wnioski

Zakładając wystąpienie pewnych zdarzeń w przyszłości podejmujemy decyzje obarczone brakiem pewności co do ich rzeczywistego przebiegu. Z drugiej strony warto pamiętać o tym, iż warunkiem sprawnie przeprowadzonej inwestycji jest prawidłowe zaplanowanie całego procesu. Dlatego tak istotna staje się możliwość oceny okoliczności mających wpływ na powodzenie inwestycji oraz ich skutków. Podstawową kwestią jest właściwa identyfikacja ryzyka, która powinna być dokonana w możliwie jak najwcześniejszej fazie procesu inwestycyjnego.

Tak też powinno być w przypadku ryzyka związanego ze wzrostem cen czynników produkcji. Już na etapie opracowywania koncepcji projektu można ustalić, jakie jego elementy narażone są w największym stopniu na ryzyko wzrostu kosztów ich wykonania. Zdobycie takich informacji na samym początku daje deweloperowi szersze możliwości decyzyjne.

Analiza ryzyka powinna być zatem traktowana jako ważne narzędzie wspomagające proces inwestycyjny.

7. Literatura

- BOLKOWSKA Z. 2007. *Dlaczego wzrastają koszty?*, „Forum budowlane”, nr 7/2007.
- BRYX M. 2006. *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa, s. 172.
- DZIWORSKA K., TROJANOWSKI D. 2006. *Struktura procesu inwestycyjnego projektów deweloperskich*, w: *Inwestycje i nieruchomości*, red. A. Nalepka, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków, s. 42-46.
- GAWRON H. 2007. *Zarządzanie ryzykiem projektów inwestycji na rynku nieruchomości w fazie ich przygotowania i realizacji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 50/2007.
- KACZMAREK T.T. 2003. *Zarządzanie zdywersyfikowanym ryzykiem w świetle badań interdyscyplinarnych, Typologia i semantyka*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Marketingu, Warszawa, s. 34-40.
- KOWALSKI J.K. 2007. *Boom w polskim budownictwie nadal pozostaje tylko mitem*, „Dziennik” nr 237/2007.
- LEWANDOWSKI D. 1995. *Nowe ryzyka bankowe a nadzór bankowy*, Tutor, Warszawa, s. 123.
- POŁOŃSKI, M., PRUSZYŃSKI K. 2006. *Probabilistyczne aspekty procesu budowlanego (cz. 2)*, „Przegląd budowlany”, nr 12/2006.
- PRITCHARD C.L. 2002. *Zarządzanie ryzykiem w projektach*, Teoria i praktyka, WIG - PRESS, Warszawa. s. 283-290.
- ROGOWSKI W., MICHALCZEWSKI A. 2005. *Zarządzanie ryzykiem w przedsięwzięciach inwestycyjnych. Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków, s. 52.
- SKORUPKA D. 2006. *Metoda ilościowej oceny ryzyka realizacji przedsięwzięć budowlanych*, „Przegląd budowlany”, nr 7-8/2006.
- WALICA H. 1998. *Dywagacje na temat inwestowania*, w: *Problemy inwestowania i rynku nieruchomości. Księga jubileuszowa dla uczczenia 70 urodzin Profesora Leszka Kałkowskiego*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków s. 35-36.
- WILIMOWSKA Z. 1998. *Ryzyko inwestowania*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, nr 7/1998.

CHANGEABILITY OF COST FACTORS IN BUILDING PROCESS AND THE RISK OF DEVELOPER'S ACTIVITY

Joanna Węgrzyn

Department of Economics of Real-Estate and Investment Process

Cracow University of Economics

e-mail: joannawegrzyn.uek@gmail.com

Key words: *investment project, cost of housing erection, risk*

Abstract

This article treats about the problem of risk assessment during the investment process. The main stress was laid on the aspect of changeability of costs factors in building process. Author is convicted that latest rise of wages in building industry and the problem of lack materials and construction equipment have significant impact on profitability of the investment.

The aim of further considerations was risk assessment of changeability of cost factors. The analysis was conducted on the basis of information about blocks of flats. Instruments of risk results decreasing was also presented.

DETERMINANTY WAHAŃ CEN NA RYNKU MIESZKANIOWYM

Radosław Trojanek

Katedra Mikroekonomii

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

e-mail: r.trojanek@ae.poznan.pl

Słowa kluczowe: rynek mieszkaniowy, wahania cen mieszkań

Streszczenie

W artykule przedstawiono metodykę wyodrębniania wahań cyklicznych cen na rynku mieszkaniowym. Podjęto także próbę identyfikacji głównych czynników wpływających na te wahania. Problematyka ta została omówiona na przykładzie rynku mieszkaniowego w Poznaniu w latach 1997-2006.

1. Wahania cykliczne cen na rynku mieszkaniowym

Analiza szeregów statystycznych dotyczących różnych zjawisk ekonomicznych wskazuje, że na zmiany w poziomie aktywności gospodarczej oddziałują z różną siłą różnorodne czynniki: ekonomiczne, społeczne, polityczne czy przyrodnicze, przyczyniając się do powstania wahań o różnym przebiegu w czasie (*Koniunktura na rynku bankowym i ubezpieczeniowym* 2001). Ogół wahań występujących w szeregach czasowych można podzielić, przyjmując za kryterium czas ich trwania, na:

- tendencję rozwojową (trend),
- wahania przypadkowe,
- wahania periodyczne oraz
- wahania koniunkturalne.

Tendencja rozwojowa (trend) jest to długookresowy, regularny kierunek zmian (wzrost bądź spadek) wartości badanej zmiennej. Trend może być wykorzystywany do poglądowej ilustracji tendencji rozwojowej procesu, co ułatwia retrospektywny opis badanego zjawiska w czasie (*Koniunktura gospodarcza Polski, Analiza grup produktowych* 1997). Trend jest wynikiem oddziaływania na badaną zmienną określonego zestawu czynników, zarówno o charakterze obiektywnym jak i subiektywnym.

Wahania sezonowe są to zmiany nasilenia działalności gospodarczej, dokonujące się w roku kalendarzowym i wynikające ze zjawisk bezpośrednio lub pośrednio związanych z porami roku. Wahania te powtarzają się z dużą regularnością w określonym czasie, który nie przekracza roku kalendarzowego i można je podzielić na dwie kategorie. Pierwszy typ wahań sezonowych występuje w szeregach miesięcznych, kwartalnych czy też półrocznych i odzwierciedla przede wszystkim wpływ pór roku, zwyżajów na działalność gospodarczą. Drugą

kategorią wahań periodycznych są oscylacje krótkookresowe, o czasie trwania zawierającym się w obrębie jednego miesiąca. Ich fazy występują w ciągu dnia, jednej doby, tygodnia, miesiąca, a główne przyczyn występowania tych zmian to: rytm biologiczny, przyjęty podział pracy, zwyczaje (LUBIŃSKI 2002). W większości szeregów czasowych będących przedmiotem analiz ekonomicznych ten typ wahań nie występuje, gdyż badane szeregi dostępne są w formie danych miesięcznych, kwartalnych, półrocznych bądź rocznych.

Wahania przypadkowe są wynikiem działania bliżej nieokreślonych przyczyn losowych, niezwiązanych z istotą danego zjawiska i ponadto są nieregularne co do siły i kierunku działania (PASCHAWER 1967). Do głównych źródeł tych wahań zalicza się zdarzenia wywołane działaniem sił przyrody: powodzie, susze, trzęsienia ziemi, oraz zdarzenia o charakterze politycznym takie jak: wojny, strajki.

Wahania koniunkturalne określa się jako powtarzające się ze względną regularnością zmiany aktywności gospodarczej społeczeństwa, wyrażające się w ekspansji lub w kurczeniu się tej aktywności wokół trendu (*Koniunktura gospodarcza* 1982). Wahania koniunkturalne spowodowane są oddziaływaniem czynników ekonomicznych, co w znaczący sposób odróżnia je od wahań sezonowych.

Rynek poszczególnych dóbr, podobnie jak cała gospodarka, podlega fluktuacjom, przede wszystkim o charakterze koniunkturalnym. Wahaniom podlegają, z różnym nasileniem, wszystkie rynki, również rynek nieruchomości (GAWRON 2006). W szeregach czasowych zmiennych opisujących rynek nieruchomości mieszkaniowych możliwe jest również odnalezienie trendu, wahań sezonowych, wahań przypadkowych i wahań koniunkturalnych. Zmiennymi tymi mogą być popyt, podaż czy też ceny na rynku mieszkaniowym³². W odniesieniu do cen na rynku mieszkaniowym możemy mówić o trendzie (w większości przypadków ceny na rynku mieszkaniowym charakteryzują się trendem dodatnim, za wyjątek mogą posłużyć kraj Niemcy oraz Szwajcaria, w których w latach 1975-2005 ceny w ujęciu realnym miały tendencję malejącą), wahań sezonowych (wzrost liczby transakcji w okresie wakacji letnich), wahań przypadkowych (spadki cen mieszkań na terenach zalanych przez powódź we Wrocławiu w 1997r.) oraz wahań koniunkturalnych wynikających z czynników ekonomicznych wpływających na zachowanie się uczestników tego rynku.

W literaturze zagranicznej, traktującej o wahań na rynku nieruchomości, można spotkać różne sposoby ich definiowania. Cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości określa się jako: powracające, lecz nieregularne wahania w poziomie globalnego dochodu z wszelkich rodzajów nieruchomości, zaznaczające się również innymi wskaźnikami rynku nieruchomości, lecz

³² Ze względu na trudności z oszacowaniem wielkości popytu czy też podaży najczęściej w badaniach przedmiotem analiz są ceny nieruchomości mieszkaniowych.

z różnym wyprzedzeniem bądź opóźnieniem w stosunku do średniej z wszelkich rodzajów nieruchomości (KEY i in. 1994).

Podobną definicję zaproponował A. Baum (BAUM 2001), który opisuje cykl na rynku nieruchomości jako: tendencje popytu, podaży, cen i stóp zwrotu z nieruchomości do wahań wokół ich długookresowych trendów bądź przeciętnych wartości.

Przebieg fluktuacji koniunkturalnych na rynku nieruchomości może być inny w poszczególnych segmentach tego rynku. Wahania te mają często zasięg ogólnokrajowy, który jest uwarunkowany zmieniającą się sytuacją gospodarczą kraju. Z uwagi na charakterystyczną cechę nieruchomości - brak mobilności, zmiany koniunkturalne na rynku mieszkaniowym mają przede wszystkim zasięg regionalny i lokalny. Oznacza to, że nawet przy rosnącym trendzie w gospodarce, jeden region czy miasto może przeżywać stagnację i na odwrót. Na szczeblu lokalnym rynek nieruchomości może się rozwijać mimo malejącego trendu rozwoju gospodarki.

Badania nad wahaniami występującymi na rynku nieruchomości mieszkaniowych, biorąc pod uwagę zakres przestrzenny analizy, można podzielić na badania na rynkach krajowych, regionalnych oraz lokalnych.

W odniesieniu do rynku nieruchomości mieszkaniowych, do najważniejszych przyczyn występowania wahań koniunkturalnych cen, należy zaliczyć w szczególności zmiany PKB, zmiany demograficzne, stopy procentowe, wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych, zmiany w zatrudnieniu, koszty w budownictwie. W badaniach nad zmianami na rynku nieruchomości mieszkaniowych, w krajach gdzie rynek nieruchomości oceniany jest jako dojrzały, często wykorzystywane są modele ekonometryczne, mające na celu opisanie tego zjawiska.

2. Metodyka wyodrębniania wahań koniunkturalnych cen na rynku mieszkaniowym

Wielość metod wyodrębniania wahań koniunkturalnych, opartych na różnych przesłankach teoretycznych jak i wykorzystujących odmienne techniki, sprawia, że określenie punktów zwrotnych jak i faz cyklu nie jest zadaniem prostym. W zależności bowiem od przyjętej procedury różnić się będzie zewnętrzny obraz cyklu, usytuowanie punktów zwrotnych oraz czas trwania faz (LUBIŃSKI 2002). W badaniu wykorzystano metody wyodrębniania wahań cyklicznych, mających podbudowę teoretyczną w koncepcjach zaliczanych do nowej, klasycznej makroekonomii. Według R. E. Lucasa (LUCAS 1995), wahania koniunkturalne to zbiór ruchów wokół trendu wyznaczonego dla realnego PKB danego kraju. Taka interpretacja stwarza możliwość mierzenia cyklu koniunkturalnego w formie odchylenia od trendu. Oczywiście ten sposób podejścia dotyczy tylko oscylacji koniunkturalnych. Brak jednak przeszkód, aby w taki sam sposób ujmować istotę fluktuacji cyklicznych dla innych wielkości ekonomicznych. Wówczas trend będzie wyszukiwany w szeregu innej niż PKB zmiennej (KRUSZKA 2003). Reasumując dla

potrzeb niniejszego artykułu przyjęto, że wahania koniunkturalne cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych to: zbiór ruchów wokół trendu wyznaczonego dla realnych cen mieszkań dla danego miasta.

Metoda mierzenia cyklu w formie odchyłeń od trendu jest bardzo często stosowana, choć nie jest jedyną. Do innych podstawowych metod wyodrębniania wahań koniunkturalnych należą: cykl poziomów, cykl wzrostu oraz cykl odchyłeń stopy wzrostu od trendu³³. Pierwsza metoda opiera szacunki wahań na podstawie kształtowania się w czasie wielkości absolutnych wybranego miernika poziomu aktywności gospodarczej. Druga oparta jest na dynamice wzrostu. Natomiast ostatnia koncepcja polega na porównaniu stóp wzrostu z długookresowym trendem.

Pierwszym krokiem w wyodrębnianiu wahań koniunkturalnych jest usunięcie z pierwotnego szeregu wahań mających charakter sezonowy oraz przypadkowy. Najpopularniejszymi i najczęściej stosowanymi metodami wygładzania szeregów czasowych są metoda X-12 ARIMA³⁴ oraz TRAMO-SEATS. Wygładzanie szeregów czasowych przy zastosowaniu tych metod pozwala na usunięcie z szeregu wahań sezonowych oraz czynników o charakterze przypadkowym.

W koncepcji odchyłeń od trendu istotnym elementem jest sposób wyznaczenia trendu, od którego zależy przebieg otrzymanych przy jego pomocy wahań koniunkturalnych. Identyfikowanie oscylacji koniunkturalnych metodą odchyłeń od trendu wywołuje wątpliwości z racji arbitralności doboru jego funkcji, co może wpływać na uzyskane rezultaty. Należy podkreślić, że problem ten dotyczy jednak tylko trendu deterministycznego (KRUSZKA 2003). Z uwagi na łatwość obliczeń i jednoznaczną interpretację ekonomiczną bardzo często wykorzystuje się funkcję liniową. Użycie takiego trendu deterministycznego sprowadza się formalnie do odszukania równania o następującej postaci:

$$\hat{y}_t = \alpha_0 + \alpha_1 * t + \varepsilon_t; \quad (1)$$

gdzie:

\hat{y}_t – teoretyczne wartości trendu dla zmiennej y w okresie t ,

α_0 – estymator parametru liniowej funkcji trendu, określający poziom zjawiska w okresie $t=0$,

α_1 – estymator parametru liniowej funkcji trendu, wyrażający średni przyrost wartości badanego zjawiska,

ε_t – składnik resztowy.

³³ Omówienie poszczególnych koncepcji można znaleźć np. w: M. Lubiński, *Analiza koniunktury i badania rynków*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2002, ss. 64-69.

³⁴ Szczegółowy opis metody można znaleźć w pracy: D.F. Findley, B.C. Monsell, W.R. Bell, M.C. Otto i B. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12 ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics 1998, vol. 16, ss. 127-152.

Założenie o liniowości funkcji trendu powoduje, że jakkolwiek element zakłócający kształtowanie się realnych cen nieruchomości mieszkaniowych ma charakter krótkookresowy. Zakłada się bowiem, że po upływie pewnego czasu wpływ czynnika zakłócającego zostanie zneutralizowany, a ceny powracają na ścieżkę stałego wzrostu wynikającą z długookresowego trendu liniowego. Najistotniejszym źródłem długookresowych zmian cen nieruchomości mieszkaniowych z pewnością są zmiany w popycie na usługi mieszkaniowe. Zależą one głównie od sytuacji ekonomicznej gospodarki co przekłada się w sposób bezpośredni na gospodarstwa domowe, a przede wszystkim ich dochody oraz dostępność finansowania, wynikającą z kształtowania się oprocentowania kredytów hipotecznych. W sytuacji przyjęcia funkcji liniowej do opisu trendu cen na rynku nieruchomości, parametr α_1 informuje o średnim przyroście cen. Zważywszy na fakt, że kształtowanie się PKB nie może zostać uznane za proces o stałej stopie zmian, przyjęcie trendu liniowego, w celu wyodrębnienia wahań koniunkturalnych na rynku mieszkaniowym, byłoby błędem. Ponadto, zanegowanie funkcji liniowej jako dobrego przybliżenia dla trendu zmiennych makroekonomicznych wynika również z przyczyn formalnostatystycznych. Nelson i Plosser (NELSON, PLOSSER 1982) przeprowadzili badania empiryczne, które wykazały, iż w dynamice większości szeregów czasowych występuje proces błędzenia losowego z dryfem. Wtedy formalny zapis takiego przebiegu przedstawia się następująco:

$$y_t = \mu + y_{t-1} + \varepsilon_t; \quad (2)$$

gdzie:

y_t - wartości empiryczne y w okresie t ,

ε_t - jak we wzorze ,

μ - stała reprezentująca dryf ($\mu > 0$).

Biorąc pod uwagę ten element można stwierdzić, że jednorazowe zaburzenie dotychczasowej ścieżki wzrostu spowoduje jej trwałe odkształcenie, bez możliwości powrotu na poprzednią ścieżkę przebiegu. Akceptacja tezy o kształtowaniu się szeregów czasowych, również cen nieruchomości mieszkaniowych (CHEN I IN. 2004), zgodnie z błędzeniem losowym z dryfem, powoduje, że opisanie analizowanego zjawiska przy pomocy trendu liniowego, staje się znacznie utrudnione, ponieważ podlega on zmianom w czasie. Trudniej odróżnić trend od wahań cyklicznych, gdyż błędzenie losowe powoduje, że trend także podlega odchyleniom (*Wskaźniki wyprzedzające jako metoda prognozowania koniunktury w Polsce* 2003). Autorzy koncepcji realnego cyklu koniunkturalnego zaproponowali metody statystyczne, które mogą rozwiązać ten problem. Opierają się one na wykorzystaniu założenia, że składnik cykliczny zmiennej y jest różnicą między jej bieżącą wartością a miarą pokazującą wartość trendu, a ten ostatni jest ważoną średnią przeszłych, obecnych i przyszłych obserwacji (KRUSZKA 2003):

$$y_t^c = y_t - \tau_t - \sum_{j=-J}^J a_j * y_{t-j}; \quad (3)$$

gdzie:

y_t^c – składnik cykliczny zmiennej y w okresie t ,

τ_t – wartość komponentu trendu stochastycznego.

Metoda ta, określana filtrem Hodricka-Prescotta (HP), pozwala obliczyć wartość τ_t , która minimalizuje wyrażenie:

$$\sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2; \quad (4)$$

gdzie:

λ – parametr wygładzający.

Parametr wygładzający (λ) przyjmuje różne wartości, w zależności od częstotliwości występowania zjawiska. W przypadku danych rocznych $\lambda=400$, w przypadku kwartalnych $\lambda=1600$, natomiast dla danych miesięcznych $\lambda=14400$ (EVANS 2003). Im wyższe wartości przyjmuje parametr λ tym bardziej „płaski” jest szacowany trend. Wynika z tego, że gdyby λ dążyła do nieskończoności to w wyniku filtrowania otrzymalibyśmy wartości identyczne z zastosowaniem trendu liniowego. Najważniejszym ograniczeniem prezentowanego filtru jest wymagana minimalna długość szeregu czasowego, który zostaje poddawany takiemu filtrowaniu. W praktyce minimalna zalecana ilość obserwacji wynosi 32.

Szereg otrzymany po zastosowaniu filtra HP pokazuje długookresową tendencję rozwojową danej zmiennej, która nie jest funkcją deterministyczną, lecz sama podlega zmianom w czasie. W celu wyodrębnienia wahań cyklicznych, należy podzielić empiryczne wartości zmiennej po odsezonowaniu, przez oszacowania wynikające z zastosowania filtru HP (po przemnożeniu przez 100) i w ten sposób otrzymany zostaje szereg pokazujący procentowe odchylenia od trendu³⁵.

3. Wyznaczenie fluktuacji cen na rynku mieszkaniowym w Poznaniu

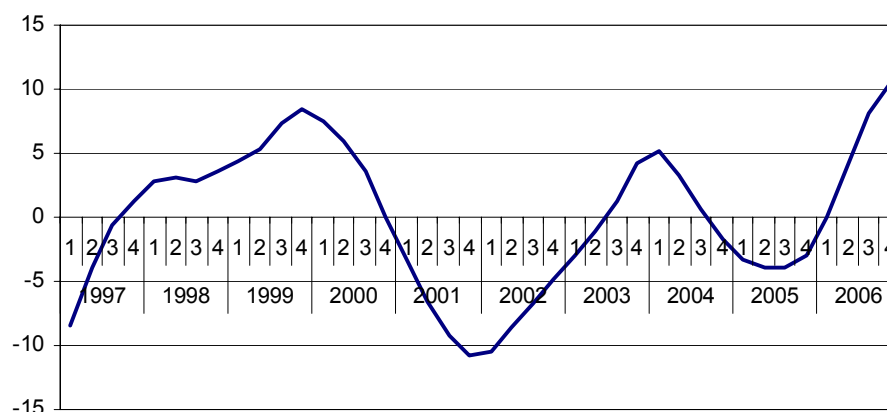
Wahania koniunkturalne cen na rynku mieszkaniowym w Poznaniu wyznaczono w formie odchylenia od trendu stochastycznego. Pierwszym krokiem w procesie wyznaczenia fluktuacji było urealnienie (na I kw. 1996) ceny 1m²

³⁵ W sytuacji, kiedy oczyszczone z sezonowości oraz przypadkowości zmienne są poddane logarytmowaniu, wówczas w celu wyodrębnienia wahań cyklicznych należy odjąć empiryczne wartości zmiennej po odsezonowaniu przez oszacowania wynikające z zastosowania filtru HP i przemnożyć przez 100.

mieszkania w Poznaniu³⁶ w latach 1996-2006. Następnie szereg realnych cen 1m² mieszkania został poddany dekompozycji na następujące składowe:

- wahania sezonowe,
- wahania przypadkowe,
- wahania łączne trendu i koniunkturalne,
- trend stochastyczny.

Z ostatecznie otrzymanej krzywej wahań łącznych trendu i koniunkturalnych, oszacowano trend stochastyczny, posługując się w tym celu filtrem Hodricka-Prescota (HP). Był to ostatni etap dekompozycji analizowanego szeregu, który umożliwił wyznaczenie wahań koniunkturalnych. Szereg, obrazujący fluktuacje koniunkturalne mierzone jako cykl odchyień, wyznaczono poprzez podzielenie wartości wahań łącznych trendu i koniunkturalnych przez odpowiadające im wartości wygenerowane przez filtr HP. Tak otrzymany szereg pomnożono przez 100%, otrzymując procentowe odchylenia od linii trendu.



Wykres 1. Wahania koniunkturalne realnych cen 1m² mieszkania w Poznaniu w latach 1997-2006 (w %). Źródło: Opracowanie na podstawie badań własnych.

³⁶ Ceny 1m² mieszkania w Poznaniu wyznaczono wykorzystując metodę średniej ważonej. Metodę mającą na celu uchwycenie zmian o charakterze jakościowym i ilościowym zachodzących na rynku nieruchomości w czasie. Dane o cenach ofertowych, wykorzystane do konstrukcji indeksu cen mieszkań opublikowane były w tygodniku ogłoszeniowym, ukazującym się pod tytułem „Kup dom” w latach 1996-2006. Pierwotnie dane obejmowały ponad 100 000 ofert sprzedaży mieszkań w latach 1996-2006. W wyniku zabiegów o charakterze metodycznym liczebność bazy danych zmniejszyła się prawie o połowę i wyniosła ponad 51 tysięcy informacji o ofertach sprzedaży mieszkań. Liczba zebranych ofert spełnia warunek reprezentatywności próby.

Na wykresie 1 przedstawiono wahania koniunkturalne realnych cen 1 m² mieszkania w Poznaniu w latach 1997-2006.

Wyznaczone powyżej fluktuacje koniunkturalne stały się podstawą dalszych analiz, których celem było określenie ich determinant.

4. Identyfikacja czynników wpływających na wahania cen mieszkań w Poznaniu w latach 1997-2006

4.1. Określenie potencjalnych determinant

Modele cen mieszkań, mimo, że w różny sposób starają się uchwycić istotę, mają wspólne cechy. Dominujące są dwa podejścia: oparcie modelu na cyklu życia oraz równaniach krzywej popytu i podaży (ta ostatnia najczęściej przyjmuje postać odwróconej krzywej popytu, gdyż zakłada się, że podaż jest stała). Podobieństwo postaci analitycznej modeli opartych na tych koncepcjach jest na tyle duże, że rozróżnienie podstaw ich konstrukcji jest praktycznie niemożliwe. Ze względu na brak informacji o kształtowaniu się stawek czynszów za 1m² powierzchni mieszkalnej w Poznaniu w analizowanym okresie, zrezygnowano z podejścia opartego na cyklu życia na rzecz modeli opartych o równania krzywej popytu i podaży. Uwzględniając fakt, że analizie poddany jest wtórny rynek mieszkaniowy, przyjęto założenie o tym, że podaż na tym rynku w krótkim okresie jest stała. Dlatego też, równanie opisujące zmiany cen przyjęło postać odwróconej funkcji popytu. Do czynników ekonomicznych mogących mieć wpływ na wahania cen należy zaliczyć z pewnością: PKB, bezrobocie, wynagrodzenia, stopy procentowe, wielkość udzielonych kredytów mieszkaniowych. Do dalszych analiz przyjęto następujące zmienne ekonomiczne. Są to:

- na poziomie miasta:
 - produkcja sprzedana przemysłu (**PSP**). Wybór produkcji sprzedanej przemysłu jako miernika aktywności ekonomicznej na danym obszarze podyktowany był charakterem badań oraz dostępnością danych w latach 1997-2006 w ujęciu kwartalnym dla Poznania.
 - liczbę mieszkań oddanych do użytku (**MIESZ**) w latach 1997-2006 w ujęciu kwartalnym.
- na poziomie kraju:
 - produkt krajowy brutto (**PKB**). Wybór PKB jako miernika aktywności ekonomicznej w kraju podyktowany był charakterem badań oraz dostępnością danych w latach 1997-2006 w ujęciu kwartalnym.
 - wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych (**KRED**) w latach 1997-2006 w ujęciu kwartalnym.

Czynniki demograficzne wpływające na popyt na mieszkania mają charakter głównie lokalny. Do najważniejszych można zaliczyć: liczbę ludności w wieku 24-50 lat. Urzędy statyczne nie prowadzą jednak statystyki liczby ludności w ujęciu

kwartalnym. Dlatego też w badaniu wykorzystano informacje o napływie ludności do miasta (NAP).

4.2 Specyfikacja równania ekonometrycznego wahań cen mieszkań

Pierwszym krokiem do zbudowania równania ekonometrycznego, opisującego wahania cen mieszkań, było przygotowanie zmiennych tak, aby stanowiły spójny, jednolity metodologicznie materiał badawczy. W celu usunięcia wpływu inflacji na zależności między zmiennymi było ich urealnienie. Ceny 1 m² mieszkania (CEN), produkcji sprzedanej przemysłu (PSP), produkt krajowy brutto (PKB), wartość kredytów hipotecznych (KRED) skorygowano o wskaźnik inflacji na I kwartał 1997r. Wszystkie zmienne, poddano analizie metodą X-12 ARIMA w celu wyeliminowania wahań sezonowych oraz przypadkowych. Następnie otrzymane szeregi zamieniono na logarytmy naturalne³⁷. Kolejnym krokiem było wyodrębnienie trendu stochastycznego przy pomocy filtra HP. Ostatecznie szeregi będące materiałem bazowym, przed filtrowaniem odjęto od wygenerowanych filtrem HP wartości trendu, otrzymując w ten sposób odchylenia od linii trendu. Odchylenia te następnie zamieniono na wartości procentowe poprzez przemnożenie przez 100%. W ten sposób wyznaczono szeregi przedstawiające wahania zmiennych wokół trendu stochastycznego.

Kolejny krok sprowadzał się do zbudowania macierzy korelacji zmiennych objaśniających i sprawdzenia czy zależności korelacyjne między tymi zmiennymi nie są zbyt wysokie. Istotne bowiem jest, aby zmienne objaśniające nie były między sobą mocno skorelowane.

Z teoretycznego punktu widzenia, szereg czasowy jest zbiorem zmiennych losowych. Uporządkowany w czasie zbiór zmiennych losowych nazywany jest procesem stochastycznym. Ważną klasą procesów stochastycznych jest klasa stacjonarnych procesów stochastycznych oraz związana z nią koncepcja stacjonarnych szeregów czasowych (MADDALA 2006). W przypadku posługiwania się szeregami niestacjonarnymi istnieje możliwość wystąpienia regresji pozornych. Istotą tego zjawiska jest to, że zmienne szeregów niestacjonarnych, nie związane ze sobą w sensie przyczynowo-skutkowym, mogą stwarzać pozory statystycznie istotnej zależności, jeśli na ich podstawie zostanie skonstruowany model (WELFE 2006). Wykorzystano w tym celu test ADF. W odniesieniu do testu ADF sformułowana jest hipoteza zerowa o niestacjonarności (tj. o istnieniu pierwiastka jednostkowego) przeciwko hipotezie alternatywnej, mówiącej że szereg jest stacjonarny (GAJDA 2004).

Kolejny krok sprowadzał się do oszacowania funkcji regresji, w której zmienną objaśnianą były wahania cen 1m² mieszkania (wCEN) a zmiennymi objaśniającymi pozostałe zmienne.

³⁷ Operacja ta skutkuje zamianą zależności multiplikatywnych między badanymi zmiennymi na zależności addytywne - liniowe, co pozwala na zastosowanie wielorakich regresji liniowych w końcowej analizie.

4.3. Równanie ekonometryczne wahań cen mieszkań w Poznaniu w latach 1997-2006

Zgodnie z założeniami przyjętymi w punkcie 4.2 zbadano współczynniki korelacji między zmiennymi użytymi do zbudowania modelu wahań cen. W tabeli 1 przedstawiono macierz korelacji szeregów czasowych zmiennych dla Poznania.

Tabela 1

Macierz współczynników korelacji szeregów zmiennych dla Poznania

W_PKB	W_CEN	W_MIESZ	W_KRED	W_NAP	W_PSP	
1,0000	0,8351	-0,5855	0,3773	0,0558	0,4282	W_PKB
	1,0000	-0,6654	0,4536	0,1237	0,4392	W_CEN
		1,0000	0,0270	-0,0891	-0,5970	W_MIESZ
			1,0000	0,1340	-0,2122	W_KRED
				1,0000	-0,2492	W_NAP
					1,0000	W_PSP

Źródło: Opracowanie na podstawie badań własnych.

Z przeprowadzonej analizy korelacji wynika, że zmienne objaśniające nie są ze sobą mocno skorelowane, dlatego też nie ma podstaw do odrzucenia, którejs z nich na tym etapie analizy.

Następnie szeregi czasowe zmiennych poddano testom na stacjonarność. Do testowania stacjonarności zmiennych wykorzystano test pierwiastka jednostkowego ADF z wyrazem wolnym. W przypadku testu ADF, hipoteza zerowa zakłada obecność pierwiastka jednostkowego w badanym szeregu czasowym, a alternatywna jego stacjonarność. Liczba opóźnień w teście ADF została ustalona na podstawie minimalizacji kryterium informacyjnego Schwarza.

Wyniki testu ADF pozwalają na odrzucenie hipotezy zerowej o obecności pierwiastka jednostkowego na poziomie 1% dla zmiennych wPSP, wNAP na poziomie 5% dla zmiennej wKRED oraz na poziomie 10% dla zmiennych wCEN. W przypadku pozostałych zmiennych wartości krytyczne zostały nieznacznie przekroczone i dlatego przyjęto, że wszystkie analizowane szeregi czasowe są stacjonarne. Przyjęcie stacjonarności zmiennych umożliwiło podjęcie dalszych kroków badawczych mających na zbudowanie modelu regresji wielorakiej.

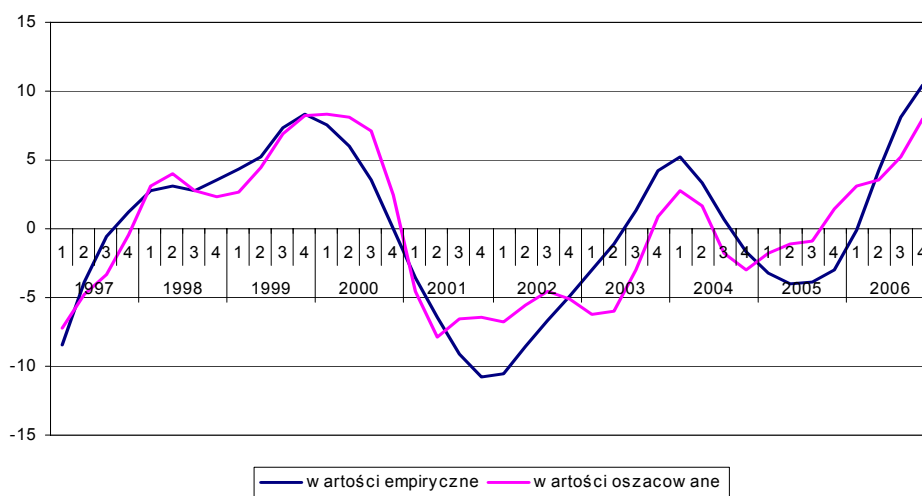
W celu wyodrębnienia determinant, wpływających na wahania cen 1m² mieszkania przeprowadzono analizę regresji wielorakiej. Pierwotnie wprowadzono do równania regresji wszystkie zmienne. Po usunięciu z funkcji wyjściowej zmiennych nieistotnych, otrzymano ostatecznie postać funkcji regresji:

$$wCEN = 1,96wPKB - 0,11wMIESZ + 0,05wKRED;$$

$$F(3,37) = 49,28, R^2 = 0,80, \bar{R}^2 = 0,79$$

Wartość skorygowanego współczynnika determinacji wynosi (0,79), co oznacza, że w 79% wahań koniunkturalne cen 1m² mieszkania w Poznaniu w latach 1997-2006 są objaśniane przez oszacowaną funkcję. Statystyka F-Snedecora jest wyższa od wartości krytycznej. Ponadto wszystkie zmienne, które opisują model są istotne na poziomie 1%. Oszacowane współczynniki mają poprawne znaki z punktu widzenia zależności.

Na wykresie 2 przedstawiono kształtowanie się empirycznych oraz oszacowanych fluktuacji cen 1m² mieszkań w Poznaniu w latach 1997-2006.



Wykres 2. Empiryczne oraz oszacowane fluktuacje cen 1m² mieszkania w Poznaniu w latach 1997-2006 (%). Źródło: Opracowanie na podstawie badań własnych.

Analiza wykresu pozwala na ocenę dopasowania wartości wygenerowanych przez model do wartości empirycznych. Można zauważyć, że model w prawidłowy sposób odwzorowywał wahania cen 1m² mieszkania do połowy roku 2001. Gorsze dopasowanie w okresach późniejszych, w szczególności do II kw. 2004r., wynikać może z wpływu innych czynników na wahania cen poza uwzględnionymi w modelu. Można zaryzykować stwierdzenie, że wzrost fluktuacji wynikał z czynników psychologicznych – obawy konsumentów przed wzrostem cen po wejściu do Unii Europejskiej oraz przed wprowadzeniem podatku VAT na mieszkania. Możliwe jest wprowadzenie do modelu zmiennych binarnych, które powinny uchwycić te zmiany, poprawiając tym samym współczynnik determinacji modelu. Jednak trudność i niejednoznaczność z teoretycznego punktu widzenia spowodowała, że zmiennych tych w przedstawianym badaniu nie wprowadzono.

5. Literatura

- BAUM A.. 2001. *Evidence of Cycles In European Commercial Real Estate Markets – and Some Hypotheses*, w S. Brown, C. Liu, *A Global Perspective on Real Estate Cycles*, Kluwer, Massachusetts.
- CHEN M.-C., KAWAGUCHI Y., PATEL K. 2004. *An Analysis of the Trends and Cyclical Behaviours of House Prices in the Asian Markets*. *Journal of Property Investment & Finance*, 22, (1): 55-75.
- EVANS M. 2003. *Practical Business Forecasting*. Blackwell Publishing, Oxford.
- FINDLEY D., MONSELL B.C, BELL W.R., OTTO M.C., CHEN B. 1998. *New Capabilities and Methods of the X-12 ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, 16: 127-152.
- GAJDA J. 2004. *Ekonometria*. Wyd. C.H. Beck, Warszawa.
- GAWRON H. 2006. *Optymalność inwestowania na rynku nieruchomości*. Wyd. AE w Poznaniu, Poznań.
- KEY T., MACGREGOR B., NANTHAKUMARAN N., ZARKESH F. 1994. *Understanding the Property Cycle*, RICS, London.
- Koniunktura gospodarcza Polski, Analiza grup produktowych*. Red. M. Rekowski. 1997. Wyd. AE w Poznaniu. Poznań.
- Koniunktura gospodarcza*. Red. Z. Kowalczyk. 1982. PWE, Warszawa.
- Koniunktura na rynku bankowym i ubezpieczeniowym w Polsce*. Red. J. Garczarczyk. 2001. Akademia Ekonomiczna w Poznaniu – Katedra Badań Marketingowych, Poznań.
- KRUSZKA M. 2003. *Synchronizacja wahań koniunkturalnych w gospodarce krajów rozwiniętych*. *Wiadomości Statystyczne*, 6: 1-15 .
- LUBIŃSKI M. 2002. *Analiza koniunktury i badania rynków*. Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa.
- LUCAS R. 1995. *Understanding Business Cycles*, w *Business Cycle Theory*, Red. F. Kydland, Edward Elgar Publishing Company, UK.
- MADDALA G. 2006. *Ekonometria*. PWN, Warszawa.
- NELSON C., PLOSSER C. 1982. *Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series; Some Evidence and Implications*. *Journal of Monetary Economics*, 10: 139-162.
- PASCHAWER J. 1967. *Prawo wielkich liczb i prawidłowości procesu masowego*. PWE, Warszawa.
- WELFE A. 2003. *Ekonometria*. PWE, Warszawa.
- Wskaźniki wyprzedzające jako metoda prognozowania koniunktury w Polsce*. Red. M. Rekowski. 2003. Wyd. AE w Poznaniu, Poznań.

DETERMINANTS OF HOUSE PRICE FLUCTUATIONS

Radosław Trojanek

Department of Microeconomics

Poznań University of Economics

e-mail: r.trojanek@ae.poznan.pl

Key words: residential market, house price fluctuations

Abstract

The main aim of the paper was the identification of price fluctuations on the secondary flat market and defining factors influencing these fluctuations, using statistical-econometric methods during 1997-2006 in Poznań. The time scope involved the period of 1997-2006, which was connected with availability of reliable macroeconomic data and the scope of empirical research which concerned shaping the price level of 1 m² of flat.

ZJAWISKO BANIEK CENOWYCH NA RYNKACH NIERUCHOMOŚCI

Konrad Żelazowski

Uniwersytet Łódzki

Katedra Inwestycji i Nieruchomości

e-mail: kzelazowski@uni.lodz.pl

Słowa kluczowe: *zjawisko bańki cenowej, kryzysy rynku nieruchomości, finansowanie nieruchomości*

Streszczenie

Rynki aktywów finansowych oraz aktywów rzeczowych charakteryzują się nieregularną, cykliczną aktywnością. Dotyczy to liczby i wartości zawieranych transakcji, ale przede wszystkim cen przedmiotowych aktywów będących barometrem tejże aktywności. Historia rynków finansowych potwierdza, iż w pewnych okolicznościach ceny aktywów wydają się nie mieć swojego potwierdzenia w fundamentach ekonomicznych, są efektem działań spekulacyjnych napędzających ich sukcesywny wzrost.

Wyraźne odchylenia cen aktywów od ich wartości fundamentalnej określane są w literaturze przedmiotu mianem baniek cenowych. Termin trafnie odzwierciedla nietrwałość i niestabilność niniejszego procesu, którego przykrą konsekwencją może być kryzys rynkowy.

Celem publikacji jest przybliżenie zjawiska baniek cenowych okresowo pojawiających się na rynkach nieruchomości, określenie mechanizmu ich powstawania, metod ich identyfikacji oraz konsekwencji, jakie niosą one dla rozwoju rynków nieruchomości.

1. Wprowadzenie

Rynek nieruchomości tak jak pozostałe struktury rynkowe rozwija się cyklicznie doświadczając dynamicznego wzrostu aktywności ekonomicznej, jest także obszarem okresowego występowania kryzysów gospodarczych wraz z ich konsekwencjami. Zewnętrznym wyrazem cyklicznych zachowań rynku nieruchomości są zauważalne wahania cen i wartości nieruchomości.

W pewnych okolicznościach ceny aktywów rosną powyżej poziomu wynikającego z właściwie przeprowadzonego procesu wyceny tychże aktywów. Takie zmiany wskazują na możliwość występowania baniek cenowych na rynku aktywów (gwałtowny i ciągły wzrost w cenach, który nieuchronnie kończy się ich spadkiem).

Definicyjnie bańka cenowa oznacza gwałtowny wzrost cen aktywów poza poziom ich wartości fundamentalnej, który kończy się równie gwałtowną korektą cen. Istota bańki cenowej zawiera się zatem w zachowaniach uczestników rynku,

polegających na akceptowaniu transakcji przewartościowanymi aktywami, mimo świadomości, iż suma zdyskontowanych korzyści, głównie finansowych wyznaczających poziom wartości fundamentalnej, różni się z ich bieżącymi cenami. Siłą sprawczą niniejszego mechanizmu jest często popyt spekulacyjny, obejmujący strategie inwestycyjne związane z realizacją zysków kapitałowych z tytułu wzrostu cen wywołanego podtrzymywaną presją popytową.

Występowanie baniek cenowych nie jest przypadłością wyłącznie rynku nieruchomości jednak ze względu na swoją specyfikę rynek ten jest narażony na ryzyko okresowego ich występowania.

Niedoskonałość mechanizmu rynkowego, w tym opóźnienia czasowe reakcji strony podaźowej na bodźce rynkowe sprzyjają skokowemu wzrostowi cen, wzrostowi o charakterze spekulacyjnym (MALPEZZI, WACHTER 2004). Istotne znaczenie w procesie tworzenia baniek cenowych posiada sposób finansowania rynku nieruchomości, zwłaszcza jego silny związek z sektorem bankowym.

Wysoka kapitałochłonność nieruchomości determinuje konieczność wykorzystania zewnętrznych źródeł ich finansowania. Znaczenie kredytu bankowego jako źródła finansowania inwestycji na rynku nieruchomości określa rolę sektora bankowego w kształtowaniu aktywności rynku nieruchomości.

Doświadczenia takich krajów jak USA, Wielka Brytania, Japonia czy kraje skandynawskie dowodzą wyraźnej współzależności rynku nieruchomości oraz sektora bankowego. Współzależności te przybierają różną formę:

- Włączanie przez banki nieruchomości do posiadanych portfeli inwestycyjnych
- Udzielanie kredytów na zakup/budowę nieruchomości
- Finansowanie uczestników rynku nieruchomości (deweloperów oraz firmy budowlane)
- Powszechne wykorzystanie nieruchomości jako podstawy zabezpieczenia udzielonych kredytów.

2. Przyczyny występowania baniek cenowych

Przegląd literatury poświęconej zjawisku baniek cenowych pozwala na postawienie wstępnych hipotez dotyczących przyczyn ich powstawania. Wśród najpopularniejszych hipotez wymienić należy:

1. liberalizację rynków finansowych oraz ekspansywną politykę pieniężną
2. nieefektywność rynku nieruchomości
3. zachowania stadne inwestorów oraz psychologiczne determinanty decyzji inwestycyjnych

2.1. Liberalizacja rynków finansowych oraz ekspansywna polityka pieniężna

Decyzje inwestycyjne i podążający za nimi kapitał w warunkach nieelastycznej podaży nieruchomości kształtują poziom cen i wartości nieruchomości. Zmiany w poziomie kosztów pozyskania kapitałów obcych oraz zmiany w polityce

kredytowej instytucji finansowych mają zatem niebagatelny wpływ na dynamikę rozwoju rynku nieruchomości.

Liberalizacja rynków finansowych oraz towarzyszący jej wzrost konkurencji wśród kredytodawców i pośredników finansowych uruchamiają mechanizm ekspansji kredytowej. Instytucje finansowe kreują pieniądź kredytowy w ilości większej niż rośnie podaż nieruchomości. Efektem tego procesu jest typowa inflacja o charakterze popytowym dodatkowo stymulowana przez nowe kredyty. Ponieważ ceny nieruchomości nie wchodzi do indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych, gwałtowny wzrost cen nieruchomości nie wpływa bezpośrednio na realizację początkowych założeń polityki pieniężnej.

Kontynuacja ekspansji kredytowej wynika również ze złudnego postrzegania ryzyka kredytowego przez pryzmat rosnących wartości nieruchomości stanowiących zabezpieczenie udzielanych kredytów. Niskie stopy procentowe oraz wydłużany okres kredytowania nieruchomości zachęcają kolejnych kredytobiorców do kupna nieruchomości. Mechanizm kredytowy sprzyja tym samym wykładniczemu wzrostowi cen nieruchomości, pojawianiu się baniek cenowych, które kończą się korektą cen oraz kryzysem.

2.2 Nieefektywność rynku nieruchomości

Pośród przyczyn występowania anomalii cenowych na rynkach nieruchomości, w tym zjawiska bańki cenowej, często wymienia się nieefektywność mechanizmu rynkowego. Brak dostatecznej efektywności rynku umożliwia bowiem silne odchylenia cen transakcyjnych od wartości fundamentalnej aktywów.

Jednym z mechanizmów stanowiących podstawę efektywności rynkowej jest działalność arbitrażowa. Działalność arbitrażowa prowadzi do niwelowania różnic cen aktywów na różnych rynkach, co przyczynia się do poprawy ich funkcjonowania (PYKA, 2001).

Na rynkach, na których trudno o dostęp do pełnej i wiarygodnej informacji, bądź też ujawniane są one z dużym opóźnieniem, problem w określeniu wartości fundamentalnej, a tym samym różnicy pomiędzy nią a cenami bieżącymi aktywów (problem w określeniu potencjalnych zysków z arbitrażu) skutecznie zniechęca inwestorów do działalności arbitrażowej. Skutkiem niniejszego procesu jest rosnące prawdopodobieństwo pojawiania się baniek cenowych.

2.3. Zachowania stadne inwestorów

Zjawiskiem towarzyszącym bańkom cenowych są tzw. zachowania stadne inwestorów. W literaturze przedmiotu można wyróżnić trzy główne koncepcje opisujące zachowania stadne. Każda z nich opisuje poczynania inwestora, w zależności od motywów jakie mogą wpłynąć na podjęcie decyzji o przyłączeniu się do innych uczestników rynku. Po pierwsze, na zachowania inwestora może wpłynąć liczba osób, które dokonały danego wyboru. Po drugie, uczestnik rynku może kierować się nie tyle zachowaniem wielu jednostek, ile zachowaniem tych, które cieszą się dobrą reputacją. Ostatnim motywem może być odniesienie

zysków, w przypadku gdy daną decyzję podejmie większa liczba uczestników rynku. Wtedy inwestor może mieć bodziec aby się do nich przyłączyć (Gruszczyński 2002).

Tym, co może tłumaczyć nadmierne wahania cen aktywów w oparciu o teorię zachowań stadnych inwestorów, jest występowanie sprzężenia zwrotnego. Wraz z kolejnymi osobami powtarzającymi ten sam schemat inwestycyjny, znaczenie „efektu stada” rośnie. Decyzje podejmowane przez pojedyncze jednostki i całą zbiorowość inwestorów są nieefektywne. Kolejne osoby ignorują własną informację podążając za innymi. Pierwsze kilka decyzji zdeterminuje kierunek poruszania się tłumu, a od pewnego momentu przyłączą się do niego wszyscy pozostali. Może się okazać, że nikt z podążających za stadem inwestorów nie wykorzysta własnej wiedzy (BANERJEE 1992).

3. Metody identyfikacji baniek cenowych na rynkach nieruchomości

Jednym z najtrudniejszych aspektów badania zjawiska baniek cenowych na rynkach nieruchomości jest problem ich identyfikacji. Większość istniejących metod odnosi się bezpośrednio do definicji analizowanego zjawiska, poprzez dokonanie porównań bieżących cen nieruchomości względem hipotetycznej ich wartości szacowanej z uwzględnieniem najważniejszych zmiennych fundamentalnych.

Popularną miarą stosowaną przy detekcji baniek cenowych jest relacja cenach czynsz (price/rent ratio). Ideą niniejszej miary jest odwzorowanie istniejących w praktyce powiązań między rynkiem najmu a rynkiem własności nieruchomości. Przykładem może być tutaj rynek nieruchomości mieszkaniowych. Koszty zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych na rynku najmu określone są przez poziom rynkowych stawek czynszu, oraz czynniki warunkujące dynamikę ich zmian. Zdyskontowane przepływy pieniężne związane z dochodami czynszowymi płaconymi przez najemców właścicielowi wynajmowanej nieruchomości określają tzw. fundamentalną czynszową wartość nieruchomości. Tak wyliczoną wartość należy skonfrontować z bieżącymi cenami rynkowymi. Wówczas, gdy nie istnieje ścisła korelacja pomiędzy wymienionymi wielkościami mamy do czynienia z występowaniem bańki cenowej.

Wykorzystanie wskaźnika P/R w procesie identyfikacji baniek cenowych na rynku nieruchomości wiąże się z problemem określenia wartości krytycznych niniejszego wskaźnika, przekroczenie których byłoby sygnałem o wystąpieniu bańki cenowej. Nie jest jednak możliwe wyznaczenie stałych wartości krytycznych wskaźnika P/R ponieważ jego poziom kształtuje szereg czynników:

- System gospodarczy w ramach, którego rynek nieruchomości funkcjonuje
- Wahania koniunkturalne i zmiany aktywności gospodarczej
- Poziom rozwoju rynku najmu nieruchomości
- Preferencje użytkowników nieruchomości
- Wielkość i jakość istniejących zasobów nieruchomości

Z powyższych powodów posługiwanie się wskaźnikiem P/R w ujęciu wartościowym nie jest metodą uniwersalną i precyzyjną, dlatego też analitycy rynkowi w identyfikowaniu baniek cenowych na rynkach nieruchomości poddają analizie dynamikę zmian wartości wskaźnika P/R. Wyraźny wzrost wskaźnika P/R powyżej długoterminowej średniej informuje o niebezpieczeństwie wystąpienia bańki cenowej.

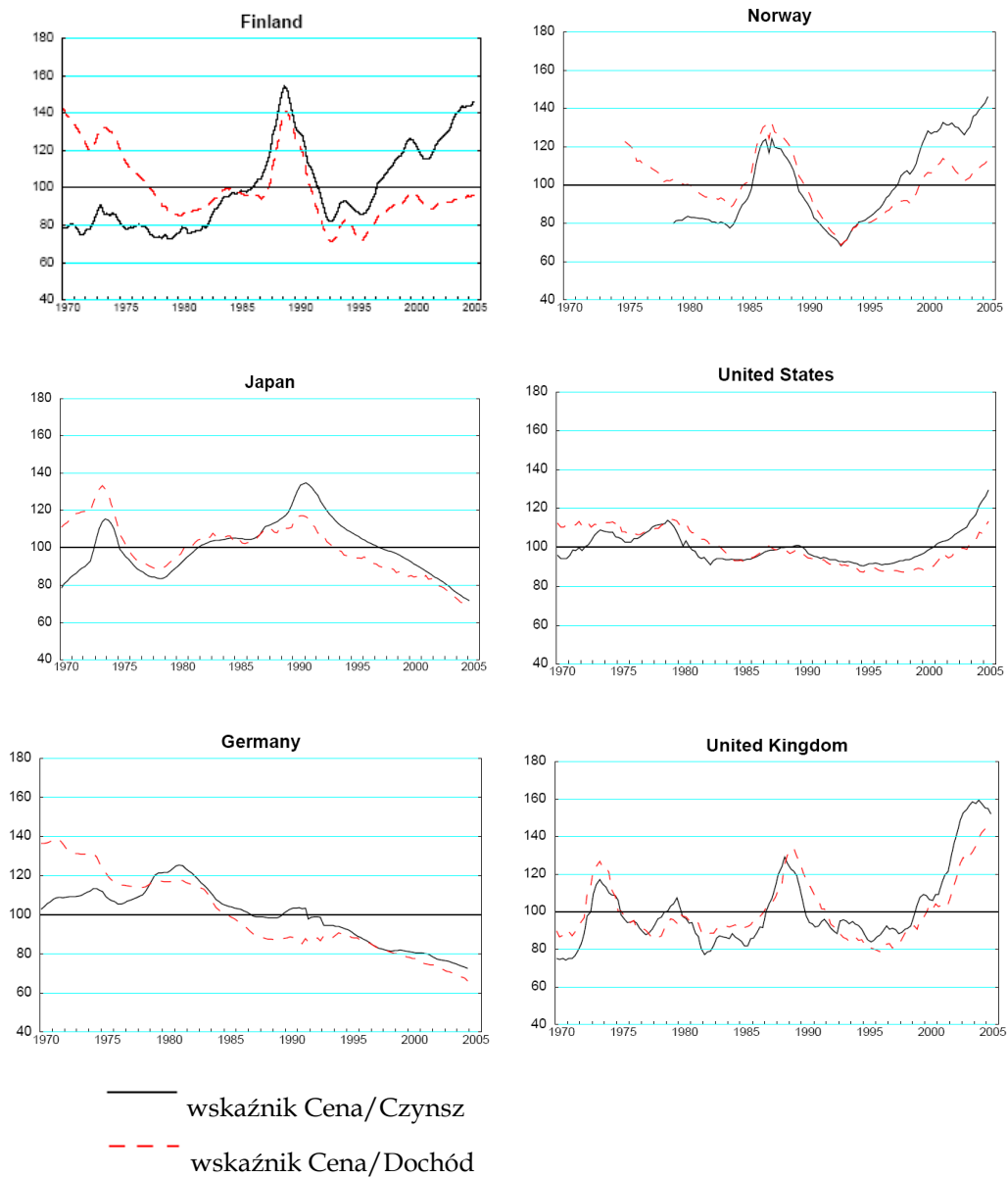
Związek pomiędzy rynkiem najmu i rynkiem własności nieruchomości wydaje się być naturalny. W sytuacji rynkowej, w której ceny nieruchomości są wyraźnie wyższe od strumienia oczekiwanych wydatków czynszowych uczestnicy rynku zrezygnują z kupna mieszkania, decydując się na jego wynajem. Malejący popyt na nieruchomości mieszkaniowe sprowadzi ich ceny do poziomu równowagi.

Drugą często spotykaną w praktyce metodą identyfikacji zjawiska baniek cenowych jest wskaźnik Cena/Dochód (Price/Income ratio). Istota powyższej miary opiera się na założeniu, iż ceny nieruchomości stanowią powinny funkcję potencjału finansowego nabywców. Zgodnie z powyższym założeniem, istnieć powinna względnie stała relacja pomiędzy poziomem bieżących cen nieruchomości oraz dochodów potencjalnych kupujących. Podobnie jak w przypadku wskaźnika P/R, istotne odchylenia relacji P/I od średniej informują o doświadczeniu przez rynek nieruchomości bańki cenowej (por. rys. 1).

W badaniach baniek cenowych rynku nieruchomości wykorzystuje się również trzecią grupę narzędzi, obejmującą modele ekonometryczne cen nieruchomości. W oparciu o odpowiednio wyselekcjonowany zestaw zmiennych objaśniających szacowany jest model objaśniający poziom cen nieruchomości. Wśród determinant cen pojawiają się głównie: dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, poziom stóp procentowych, zmienne demograficzne, dostępny zasób nieruchomości. W drugim etapie następuje konfrontacja bieżących cen nieruchomości z poziomem wyznaczonym z wykorzystaniem wyspecyfikowanego modelu. W sytuacji występowania wyraźnych dysproporcji pomiędzy cenami rzeczywistymi a cenami oszacowanymi istnieje wysokie prawdopodobieństwo pojawienia się bąbla cenowego.

Każda z zaprezentowanych metod, pomimo ewidentnej ich użyteczności obarczona jest także pewnymi słabościami. W przypadku wskaźników P/R oraz P/I przyjmuje się założenie występowania stałej relacji cen nieruchomości oraz czynszów czy dochodów potencjalnych nabywców, nie uwzględniając możliwości wahań tychże relacji w ramach chociażby kolejnych faz cyklu koniunkturalnego.

W przypadku modeli ekonometrycznych istotnym problemem okazać się może właściwa ich specyfikacja. Zagadnienie dotyczy doboru odpowiedniej postaci funkcyjnej modelu, doboru zmiennych objaśniających itp. Wszelkie błędy popełnione na tym etapie analizy mogą prowadzić do błędnych wyników oraz błędnych wniosków.



Rys. 1. Wskaźniki P/R oraz P/I dla wybranych krajów OECD.
 Źródło: GIROUARD i in.(2006)

4. Występowanie baniek cenowych na wybranych rynkach nieruchomości

Doświadczenia rynków nieruchomości Japonii, Stanów Zjednoczonych czy krajów skandynawskich z lat 80 tych i 90 tych ubiegłego stulecia stanowią potwierdzenie występowania baniek cenowych w sektorze nieruchomości, a także wskazują na ich potencjalne konsekwencje gospodarcze.

W połowie lat 80-tych nastąpiło złagodzenie kontroli na japońskim rynku finansowym i liberalizacja przepływów kapitałowych, która zapewniła dużym inwestorom dostęp do światowych rynków finansowych.

Liberalizacji rynku finansowego towarzyszyła ekspansywna polityka pieniężna, która miała zapewnić utrzymanie wzrostu gospodarczego Japonii na stałym wysokim poziomie. Aprecjacja jena będąc poważnym zagrożeniem dla japońskich eksporterów i potencjalnym czynnikiem sprzyjającym recesji skłoniła bank centralny do obniżki stóp z poziomu 5% w 1985 r. do 2,5% w ciągu 15 miesięcy (SAITO, 2003).

Dążenie do utrzymania stałego kursu JPY/USD istotnie zmieniło priorytety japońskiej polityki monetarnej, z zadań dotyczących stabilizacji podaży pieniądza krajowego na stabilizację kursu walutowego. Realizacja powyższych założeń wiązała się ze wzrostem podaży jena w kolejnych latach. Obniżka stóp procentowych oraz wzrost podaży jena nie przełożyły się jednak na zauważalny wzrost cen produktów konsumpcyjnych. Wzrost płynności rynku pieniężnego napędzał jednak wzrost cen aktywów finansowych i rzeczowych, w tym nieruchomości.

Istotną rolę w procesie napędzania wzrostu cen aktywów inwestycyjnych, ze względu na swoje dominujące znaczenie w gospodarce japońskiej pełnił sektor bankowy. Począwszy od lat 70-tych aż do końca lat 90-tych japońskie banki silnie zwiększały koncentrację portfela własnych aktywów kierując fundusze kapitałowe na rynek aktywów inwestycyjnych w tym również na rynek nieruchomości. Corocznie w okresie 1975-1990 stopa wzrostu kredytów i pożyczek finansujących nieruchomości była wyższa od stopy wzrostu nowych kredytów udzielanych przez sektor bankowy (HERRING, WACHTER, 1998).

Okres gigantycznego wzrostu cen nieruchomości osiągnął swoje apogeum w 1990 r. W maju 1990 r. rząd zmienił politykę, wydając bankom wyraźny nakaz nieudzielania kredytów na transakcje ziemią pozarolniczą oraz ograniczenie kredytowania pozostałych segmentów rynku nieruchomości.

Dodatkowo bank centralny zdecydował się na radykalną zmianę polityki pieniężnej przejawem czego był wyraźny wzrost stopy procentowej z dotychczasowych 2,5% do poziomu 6% (SIMOND, 2004). Efektem wspomnianego pociągnięcia rządu stał się drastyczny spadek cen nieruchomości.

Spadek w cenach aktywów spowodował kryzys w sektorze bankowym, który zaczął się w początkach lat 90-tych i rozwinął się w poważny kryzys w roku 1997, pociągając za sobą upadek dużej liczby instytucji finansowych na rynku. Z powodu dużych rozmiarów tych instytucji bankowych i ich znaczenia w systemie,

kryzys rozprzestrzenił się na pozostałą część japońskiej gospodarki oraz miał reperkusje w światowej gospodarce.

Klasycznym przykładem wpływu deregulacji rynku finansowego na ekspansję cenową rynku nieruchomości są doświadczenia rynku fińskiego z lat 80-tych.

Rynek finansowy w Finlandii do początku lat 80-tych charakteryzował się wysokim poziomem kontroli administracyjnej włączając w to kontrolowany poziom stóp procentowych oraz kontrolę przepływów kapitałowych. System finansowania oparty był na dominującej pozycji banków komercyjnych, których działalność kredytowa dodatkowo nadzorowana była przez władze państwowe.

Rozpoczęta w 1983 r. deregulacja fińskiego rynku finansowego pozostawała w zgodzie z postępującą liberalizacją finansową integrujących się gospodarek europejskich. Przejawem powyższych działań było ograniczenie barier administracyjnych w zakresie polityki kredytowej oraz zastąpienie w 1986 r. regulowanego poziomu stóp procentowych stopami rynkowymi (wprowadzenie stopy HELIBOR – Helsinki Interbank Offered Rate).

Wzrost liczby instytucji finansowych, w tym specjalizujących się w finansowaniu inwestycji na rynku nieruchomości, sprzyjał poprawie konkurencyjności usług finansowych (BOOTH i in. 1994).

Rezultatem deregulacji rynku finansowego okazał się skokowy wzrost kredytowania wydatków gospodarstw domowych w tym również zakupu nieruchomości mieszkaniowych. Duży popyt na nieruchomości w połączeniu z ograniczoną dostępnością gruntów budowlanych, spowodował silny wzrost cen nieruchomości. Ceny osiągnęły swój najwyższy poziom w 1989 r., stanowiąc niemal czterokrotność poziomu cen z początku lat 80-tych.

Silne zaangażowanie sektora bankowego w finansowanie rynku nieruchomości stało się jedną z przyczyn kryzysu bankowego Finlandii z lat 1989-1995 r. Spadające ceny nieruchomości po 1989 r. przyczyniły się do pogorszenia portfela kredytowego sektora bankowego (wśród należności zagrożonych około 40% stanowiły należności od firm budowlanych oraz podmiotów inwestujących na rynku nieruchomości) (IWONICZ-DROZDOWSKA, 2004).

Zjawiska baniek cenowych doświadczał również amerykański rynek nieruchomości. Kryzys kas oszczędnościowo-kredytowych (saving and loans associations) lat 80-tych był spowodowany klasycznymi czynnikami na które nałożyło się ryzyko stopy procentowej i polityki gospodarczej. Kasy oszczędnościowo-kredytowe, finansowane głównie dzięki depozytom gospodarstw domowych kredytowały inwestorów rynku nieruchomości oferując im stałą stopę procentową. Niedopasowanie charakterystyki oprocentowania po stronie aktywów i pasywów w sytuacji wzrostu stopy procentowej spowodowało, iż instytucje S&L generowały ujemną marżę odsetkową (IWONICZ-DROZDOWSKA, 2004).

Brak zdecydowanej reakcji władz finansowych oraz dążenie kas oszczędnościowych do zrekompensowania strat z rynku mieszkaniowego

kredytami finansującymi rynek komercyjny przyczyniły się do pogłębienia kryzysu cenowego rynku nieruchomości.

5. Podsumowanie

Ze względu na cechy specyficzne rynek nieruchomości jest obszarem okresowego występowania baniek cenowych. Doświadczenia wybranych rynków nieruchomości potwierdzają istotną rolę ekspansywnej polityki pieniężnej oraz liberalizacji rynków finansowych w formowaniu niniejszego zjawiska.

Nieefektywna alokacja kapitału inwestycyjnego, spadek zaufania inwestorów oraz aktywności rynku nieruchomości to główne zagrożenia związane z występowaniem baniek cenowych. Ponadto uwzględniając silny związek rynku nieruchomości i sektora bankowego, gwałtowna korekta cen nieruchomości stanowi poważne zagrożenie dla bezpieczeństwa sektora finansowego.

Precyzyjny monitoring rynku nieruchomości, wczesna identyfikacja pojawiających się na nim baniek cenowych oraz czynników kryzysogennych stanowić powinny zatem niezbędny składnik metod pomiaru ryzyka związanego z rynkiem nieruchomości.

6. Literatura

- BANERJEE A., *A simple model of herd behavior*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, No. 3, 1992.
- BOOTH G., GLASCOCK J. L., MARTIKAINEN T., ROTHOFIUS T., *The Financing of Residential Real Estate in Finland: An Overview*, Journal of Housing Research, vol. 5, issue 22, Fannie Mae 1994.
- GIROUARD N., KENNEDY M., NOORD P., ANDRÉ C., *Recent House Price Developments: The role of Fundamentals*, Economics Department Working Papers No. 475, OECD, 2006
- GRUSZCZYŃSKI M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, PWN, Warszawa 2002.
- HERRING J., WACHTER S., *Real Estate Booms and Banking Busts. An International Perspective*, Conference paper presented at the Wharton Conference on Asian Twin Financial Crises, The Long Term Credit Bank, Tokio, March 9-10, 1998.
- IWONICZ-DROZDOWSKA M., *Znaczenie rynku nieruchomości dla bezpieczeństwa banków (w:) Ryzyko kredytowe wiarygodności hipotecznych modelowanie i zarządzanie*, red. K. Jajuga, ZBP, Warszawa 2004.
- MALPEZZI S., WACHTER S.M., *The Role of Speculation in Real Estate Cycles*, University of Wisconsin, University of Pennsylvania, May 27, 2004.
- PYKA I. red., *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adameckiego, Katowice, 2001.
- SAITO H., *The US real estate bubble? A comparison to Japan*, Japan and the World Economy 15 (2003).
- SIMOND F., *Credit Risk Stress-Testing: The Case of a Real Estate Crisis*, Uni Zürich - Swiss Banking Institute 16 December 2004.

PRICE BUBBLES ON REAL ESTATE MARKETS

Konrad Żelazowski

University of Lodz

Department of Investments and Real Estate

e-mail: kzelazowski@uni.lodz.pl

Key words: *price bubble, real estate market crisis, real estate finance*

Abstract

History of financial markets proves that in certain market circumstances asset prices may not have their justification in market fundamentals but are the result of speculative investments.

Considerable deviation of asset prices from their fundamental value is defined in financial literature as price bubble. It adequately describes the unstable nature of that process, which can lead to market crisis.

The article focuses on theoretical and empirical aspects of price bubbles periodically appearing on real estate markets, presents their causes and consequences for development of real estate markets.

NOTATKI

NOTATKI

TOWARZYSTWO NAUKOWE NIERUCHOMOŚCI

www.uwm.edu.pl/tnn
e-mail: tnn@uwm.edu.pl

ISSN 1733-2478
ISBN 978-83-920837-9-5

