



Munich Personal RePEc Archive

Cycles on the housing and commercial real estate market, risks and the need for appropriate and prudent valuation

Augustyniak, Hanna and Łaszek, Jacek and Olszewski,
Krzysztof and Waszczuk, Joanna

National Bank of Poland, Warsaw School of Economics

23 August 2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/41070/>
MPRA Paper No. 41070, posted 05 Sep 2012 15:52 UTC

Cykle na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych, ryzyko dla inwestora oraz potrzeba adekwatnej i ostrożnej wyceny

Wkład do biuletynu wydanego z okazji Sympozjum Wyceny Nieruchomości i Przedsiębiorstw, 20-22 września 2012 r. (www.swnip.pl)

Hanna Augustyniak¹, Jacek Łaszek^{1,2} i Krzysztof Olszewski¹, przy technicznej współpracy Joanny Waszczuk¹

Streszczenie

Artykuł opisuje czynniki, które powodują, iż rynek nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych jest permanentnie nie w równowadze. Cechą tego rynku jest ciągle dążenie do równowagi, która się dynamicznie zmienia z uwagi na ograniczenia kredytowe, oczekiwania oraz długi czas inwestycji. Przez to dochodzi do bardzo silnych cykli, które wykazują silniejsze wahania niż cykl całej gospodarki. Rynek nieruchomości jest ponadto silnie lokalny. Często dochodzi do kumulacji czynników, które dodatkowo pobudzają zachowania zbiorowe oraz spekulacje, a w końcu prowadzą do załamań. Z powodu silnego powiązania z finansowaniem bankowym, problemy tego rynku przekładają się na system finansowy. Konieczna jest więc adekwatna i ostrożna wycena nieruchomości, która pozwala wygładzić popyt i zmniejszyć ryzyko, zarówno dla inwestora, jak i dla banku kredytującego zakup nieruchomości.

1 Wprowadzenie.

Artykuł przedstawia główne czynniki, które powodują wahania cen nieruchomości, a w konsekwencji tworzą ryzyko dla inwestora oraz dla banku kredytującego zakup tych nieruchomości. Zarówno zakup mieszkania przez gospodarstwo domowe, jak i zakup nieruchomości komercyjnej przez inwestora, zazwyczaj finansowane są ze środków obcych. W przypadku mieszkań zakup finansowany jest kredytem hipotecznym, w przypadku nieruchomości komercyjnych dodatkowo mogą to być obligacje lub środki funduszy inwestycyjnych. Niezależnie od typu nieruchomości, do jej sfinansowania używane są środki zewnętrzne, przez co cykle na rynku nieruchomości mają wpływ na sektor finansowy.

1.1 Cykliczność jako cecha strukturalna rynku nieruchomości

Powstawanie napięć pomiędzy krótkookresowo sztywną podażą oraz zmiennym popytem, a w konsekwencji cykliczność rynku mieszkaniowego, jest jego strukturalną cechą, która wynika z jego charakteru, w tym zwłaszcza z cech nieruchomości jako dobra. Problem cykliczności pojawił się w okresie intensywnej industrializacji i w różnych formach występuje do chwili obecnej³. Herring i Wachter (1999) tłumaczą występowanie cykli na rynku nieruchomości trzema czynnikami: krótkowzrocznością inwestorów dotyczącą załamań

¹ Instytut Ekonomiczny, Narodowy Bank Polski; Autor do korespondencji: Krzysztof.Olszewski@nbp.pl.

² Szkoła Główna Handlowa.

Artykuł przedstawia opinie autorów a nie oficjalne stanowisko NBP lub SGH.

³ Analiza długości cykli w 19 krajach członkowskich OECD, przeprowadzona przez Bracke (2011), pokazała, iż średnio faza wzrostowa trwa 24 kwartały natomiast faza spadkowa trwa 18 kwartałów.

rynku, ich nadmiernym optymizmem oraz długim okresem budowy nieruchomości. Praktycznie nie obserwuje się możliwości krótkiej sprzedaży, która mogłaby powstrzymać nadmierny optymizm. Inwestorzy szybko zapominają o poprzednich załamaniach na rynku i obecny poziom ryzyka jest przez nich niedoszacowywany. Długi proces budowy, skutkuje tym, iż podaż podąża za popytem, ale z dużym opóźnieniem.

Spośród wielu cech specyficznych, omawianych w podstawowej literaturze przedmiotu za najważniejsze czynniki przyczyniające się do cykliczności rynku uważa się:

- lokalność rynku, która uniemożliwia arbitraż,
- długi i skomplikowany proces budowlany, zwiększa ryzyko powstania cyklu na rynku oraz usztywnia podaż,
- zmienny popyt fundamentalny, będący wynikiem migracji, wzrostu dochodów oraz czynników demograficznych, a w przypadku nieruchomości komercyjnych, nakładających się cykli biznesowych,
- silne powiązanie z rynkiem gruntów dodatkowo usztywnia podaż i wzmacnia spekulację,
- zaangażowanie systemu finansowego zwiększa zmienność popytu, zarówno spowodowaną czynnikami fundamentalnymi, spekulacją, jak też zmianami w samym sektorze finansowym (koszty kapitału, instrumenty, ocena ryzyka, etc.),
- wysokie koszty transakcyjne i heterogeniczność mieszkania ograniczają arbitraż, a zwłaszcza krótką sprzedaż, co powoduje kumulację napięć, w tym tendencję do długookresowego utrzymywania się wysokich cen i nadwyżek na rynku.

Ponadto na rynek nieruchomości mieszkaniowych oddziałują:

- konsumpcyjny i inwestycyjny charakter mieszkania powodujący, z jednej strony, wysoką polityczność tego sektora i często procykliczną politykę mieszkaniową oraz procyklicznie działającą spekulację,
- kapitałochłonność mieszkania oraz jego wysoka elastyczność dochodowa ujawniająca się jako popyt na zagregowany zasób, powodując, że przy nadmiernym popycie globalnym powstają efekty akceleracyjne na rynku mieszkaniowym. Przy próbach dostosowań w sferze realnej, rosną napięcia w całej gospodarce (problem ten jest słabo opisany w literaturze).

Rynek nieruchomości komercyjnych uwarunkowany jest dodatkowo poprzez:

- międzynarodowe przepływy kapitału,
- realokację produkcji lub usług,
- wykorzystywanie dźwigni finansowej,
- ograniczone ryzyko po stronie inwestora, przerzucone częściowo na kredytodawcę lub stronę finansującą przedsięwzięcie,
- mało płynny rynek i różne formy transakcji, które czynią rynek mało przejrzystym oraz utrudniają wycenę.

Cykliczność rynków mieszkaniowych wynikająca z czynników fundamentalnych oraz problemy związane ze spekulacją były przyczyną znacznych problemów z tym rynkiem już w XIX w. Obecnie rynki te są w większym stopniu monitorowane i zwykle napotykają reakcję polityki mieszkaniowej, choć dotyczy to głównie państw najwyżej rozwiniętych. Problemy typu socjalnego, charakterystyczne dla XIX w., zastąpiły problemy stabilności sektora finansowego.

Na cykle na rynku nieruchomości komercyjnych wpływ mają czynniki koniunkturalne oraz międzynarodowe. Globalizacja i związane z nią umiędzynarodowienie sektora finansowego spowodowały nową jakościowo sytuację, gdyż zwielokrotniły możliwości niekontrolowanych szoków popytowych na rynkach narodowych czy lokalnych. Pierwszymi sygnałami były kryzysy w krajach rozwijających się, a ich zwińczeniem kryzys w USA, który rozprzestrzenił się globalnie.

Powiązanie rynku nieruchomości z cyklem koniunkturalnym oraz jego podążanie za nim najprościej można wytłumaczyć bazując na opracowaniu Mueller (1995). Stwierdził on, iż cykliczność można rozważać w dwóch płaszczyznach: fizycznej, determinowanej przez relację popytu i podaży, oraz finansowej, składającej się z przepływów kapitału przeznaczanego na zakup istniejących już obiektów lub rozwój nowych projektów. Taki podział pozwala lepiej zrozumieć opóźnione zależności występujące pomiędzy poziomem pustostanów, czynszów oraz cen nieruchomości. Fizyczna część cyklu nieruchomości podąża za cyklem koniunkturalnym i przebiega w następujący sposób:

1. faza depresji charakteryzuje się brakiem nowych, rozpoczynanych projektów, a ilość wolnych nieruchomości zmniejsza się,
2. w fazie ożywienia ilość pustostanów stale się zmniejsza, a deweloperzy rozpoczynają budowę nowych inwestycji.
3. w fazie spowolnienia pojawia się nadpodaż, gdyż projekty rozpoczęte w poprzedniej fazie zaczynają być wystawiane na rynek, co wpływa na wzrost liczby ofert,
4. w fazie recesji coraz więcej nieruchomości pojawia się na rynku, co jest rezultatem kończenia projektów z poprzednich etapów cyklu koniunkturalnego. Cykl na rynku nieruchomości będzie trwał tak długo, aż duża liczba nowo wchodzących na rynek obiektów nie zrównoważy popytu na nie, co skutecznie zniechęci inwestorów do rozpoczynania nowych projektów.

1.2 Ryzyko

Duża dźwignia finansowa oraz długookresowa spłata kapitału zewnętrznego, przy jednocześnie cyklicznie zmieniającej się wartości zabezpieczenia, wiąże się z ryzykiem dla banku oraz innych instytucji finansujących nieruchomości. Szczególnie w przypadku nieruchomości komercyjnych spłata kredytu finansowana jest przez dochody, które dana nieruchomość generuje. Również w przypadku mieszkań czynsz z wynajmu może być źródłem spłaty kredytu. Możliwość obsługi kredytu przez dłużnika zależy więc od cyklu koniunkturalnego, a wszelkie jego problemy ze spłatą mogą się negatywnie odbić na bankach, które je finansują.

1.3 Potrzeba rzetelnej i ostrożnej wyceny

Wyżej wymienione czynniki powodują, że banki są narażone na ryzyko wnikające z cyklu na rynku nieruchomości komercyjnych. Łaszek (2006) podkreśla, iż interakcja pomiędzy sektorem finansowym oraz rynkiem nieruchomości zwiększa siłę wahań poprzez dostarczanie kredytów i wzmacnianie lub osłabianie popytu. Bardzo ważnym czynnikiem

który pozwala wygładzać cykl jest stosowanie bezpiecznej⁴ dla banku oraz klienta, a więc całego sektora, relacji kredytu do wartości (LTV). Konieczna jest do tego rzetelna i ostrożna wycena nieruchomości, która bazuje na szerokim zestawie danych oraz metodach wyceny uwzględniających wartość w długim okresie.

W niniejszym artykule w 2 rozdziale przedstawiamy cykliczność rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz komercyjnych. W 3 rozdziale omawiamy ryzyka wynikające z tego powodu dla banku finansującego oraz motywujemy potrzebę rzetelnej i ostrożnej wyceny. W rozdziale 4 przedstawiamy główne wnioski.

Należy podkreślić, iż ten artykuł bazuje w dużej części na naszym artykule o cyklach na rynku mieszkaniowym (Augustyniak, Łaszek, Olszewski, Waszczuk 2012) oraz artykule o cyklach na rynku nieruchomości komercyjnych (Olszewski 2012), ponadto wykorzystuje analizę rynku nieruchomości przedstawioną w raporcie NBP (2012b).

2. Cykle na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych.

Jednym z najczęściej stosowanych w literaturze modeli rynku nieruchomości, jest model DiPasquale i Wheaton (1992). Ponadto, powstawaniem oraz przebiegiem cykli na rynku nieruchomości zajmuje się np. Wheaton (1999), analizę strony podażowej przedstawia natomiast DiPasquale (1999). Szerszy przegląd modeli oraz dogłębna analiza cyklu rynku nieruchomości mieszkaniowych znajdują się w artykule Augustyniak, Łaszek, Olszewski, Waszczuk (2012).

2.1 Model rynku nieruchomości mieszkaniowych

Zazwyczaj w literaturze, w zależności od kontekstu, mieszkanie traktuje się jako trwałe dobro konsumpcyjne, aktywo rzeczowe lub kapitał generujący usługi mieszkaniowe⁵. W modelu mieszkań własnościowych (*owner occupied housing*, zwany dalej OOH) uwzględnia się czynsze imputowane, czyli takie, które właściciel, stając się deweloperem swojego własnego mieszkania musiałby płacić za podobne, gdyby chciał je wynajmować jako konsument. Zasób kapitału jest w takim ujęciu dostarczany przez rynek kapitałowy, a następnie przekształcany w mieszkanie, po czym poprzez stopę procentową⁶ zamieniany na strumień płatności ponoszonych przez właściciela mieszkania. Właściciel, jako konsument, będzie w równowadze jeżeli czynsze imputowane zrównają się z płatnościami odsetkowymi. Oznacza to zrównanie kosztu własności z czynszami brutto, a więc brak arbitrażu i równowagę pomiędzy zasobem na wynajem i zasobem własnościowym. Jeżeli koszt własności będzie wyższy od kosztu czynszów imputowanych, właściciel nie będzie w równowadze jako deweloper, a w odwrotnym przypadku jako konsument.

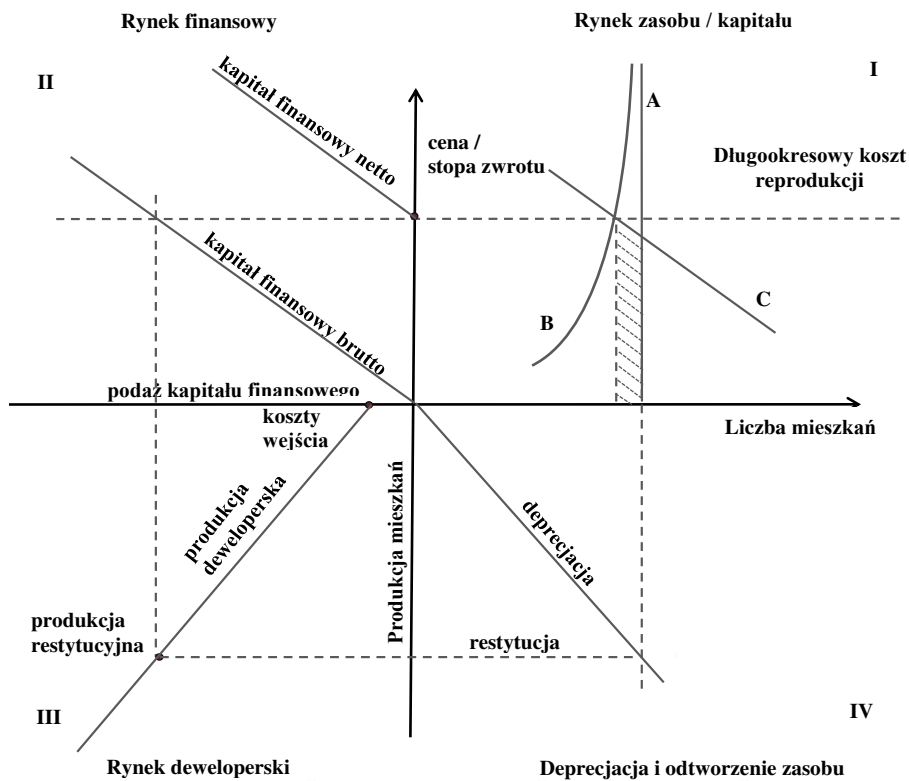
Poniższy model jest zbliżony do modelu DiPasquale i Wheaton (1992), jednak istotną różnicą jest rozpatrywanie liczby mieszkań, a nie powierzchni, jak w klasycznym modelu DiPasquale i Wheaton. Model rynku oparty na tych założeniach prezentuje Rys. 1.

⁴ Przykładem bezpiecznego poziomu LTV w przypadku listów zastawnych w Europie jest maksymalnie 80% dla nieruchomości mieszkaniowych i 60% dla nieruchomości komercyjnych (por. Packer, Stever i Upper 2007).

⁵ Pierwsze i trzecie podejście były historycznie przedmiotem interesującej dyskusji w literaturze polskiej (Brus, 1970), a praktycznym aspektem jest różne traktowanie mieszkania w rachunku PKB różnych krajów.

⁶ Empiryczna analiza Hott i Jokipii (2012) wykazała, iż na bańki na rynku mieszkaniowym silny wpływ mają długookresowo niskie stopy procentowe.

Rys. 1 Model rynku OOH



W punkcie wyjścia jest to model równowagi OOH, a mechanizm jego funkcjonowania można przedstawić za pomocą układu współrzędnych. Zasób w ćwiartce pierwszej oznacza pełen zasób kapitału mieszkaniowego na danym, lokalnym rynku i można go utożsamiać ze zagregowaną podażą. Zasób ten jest dany w krótkim okresie i sztywny, dlatego reprezentowany jest linią pionową A. Zasób ten może być rynkowo rozdzielony pomiędzy różne zastosowania mieszkania, jednak zazwyczaj, podobnie jak w przypadku rynku pracy (bezrobocie naturalne), przy danej cenie równowagi pozostanie pewien zasób nieskomercjalizowany (sprzedany, wynajęty, etc.). Przyczyną mogą być niedopasowania podaży do popytu, migracja, zmiany gustu lub oczekiwanie na wyższe ceny. W miarę wzrostu cen, a więc wzrostu kosztów alternatywnych, udział tego zasobu maleje. Rzeczywistą, komercyjną podaż zasobu wyznacza więc linia B. Popyt na zasób C to zbiór uporządkowanych od najbardziej do najmniej opłacalnych projektów wykorzystania zasobu. Miarą opłacalności jest cena za jednostkę kapitału (przykładowo m kw. mieszkania, za którą inwestor jest skłonny zapłacić lub stopa zwrotu z m kw. mieszkania). Dla uproszczenia, w punkcie wyjścia zakładamy, że rynek mieszkaniowy dobrze funkcjonuje i dokonuje się zamiana pomiędzy alternatywnymi zastosowaniami kapitału mieszkaniowego, który wyrównuje stopy zwrotu i ryzyko pomiędzy różnymi zastosowaniami, jako mieszkania własnościowe OOH, mieszkania na wynajem bądź mieszkania przeznaczone na cele komercyjne (działalność usługowa). Zakładamy także pewną płynność w możliwościach zmiany wykorzystania kapitału mieszkaniowego. Nie jest to jednak proste, ze względu na wysokie, zróżnicowane koszty transakcyjne, różną, często znaczącą długość kontraktów oraz ograniczenia nakładane na część z nich. Zasoby mieszkaniowe są silnie zróżnicowane narodowo, a w wyniku zmian doktryn realizowanej polityki mieszkaniowej cały czas różnicują się w czasie. W większości krajów dominuje wprawdzie zasób mieszkań OOH,

jednak w wielu innych duży udział w zasobie mają mieszkania na wynajem, w tym te o charakterze socjalnym czy o pośrednich formach własności i silnie oddziałują one na cały sektor. W zasobie na wynajem, również rynkowym, w różnym zakresie funkcjonują prawa ochrony lokatorów ograniczając możliwość zmiany kontraktu w czasie trwania umowy najmu. W znacznej części zasobu regulowanego zmiana przeznaczenia nie jest możliwa. Co więcej, szoki powodowane poprzez zmiany polityki mieszkaniowej (np. prywatyzacja zasobu komunalnego) są często istotnym czynnikiem cyklu. Aby rozwiązać ten problem, z uwagi na krótkookresowy charakter modelu, ostatecznie rozważamy tylko zasób dostępny w danym okresie dla alternatywnych zastosowań komercyjnych. Zazwyczaj będzie to zasób wolnorynkowych mieszkań na wynajem oraz OOH.

Kolejną kwestią jest lokalność rynków nieruchomości. Zakładamy, że w długim okresie na rynkach lokalnych dysproporcje pomiędzy popytem i podażą wyrównują się poprzez budownictwo i deprecjację zasobu. Ponieważ zmiany te liczymy w znikomych procentach zasobu, dopasowania trwają kilkadziesiąt lat i wobec zmienności popytu nie mają szans zakończyć się równowagą.

Ćwiartka druga oznacza rynek kapitału finansowego. Gdy na rynku kapitału trwałego rośnie popyt na jego usługi, rośnie też cena jednostkowa i stopa zwrotu. W konsekwencji powoduje to przepływy kapitału z innych sektorów oraz wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych (wybór konsumpcja bieżąca versus konsumpcja przyszła) i ich alokację w sektorze.

Ćwiartka trzecia oznacza sektor deweloperski. Przetwarza on kapitał z postaci finansowej w postać rzeczową. W warunkach równowagi produkuje on i remontuje mieszkania tak, aby zapewnić stały poziom zasobu, a jego zyski to koszty alternatywne i premia za ryzyko sektorowe. Linia podaży to krzywa kosztów krańcowych, a jej przesunięcie oznacza koszty wejścia w sektor. W krótkim okresie konsekwencją drożących mieszkań na rynku są rosnące koszty produkcji, gdyż firmy budowlane i dostawcy materiałów zaczynają walczyć o udział w zyskach deweloperskich. Dodatkowo w warunkach braków materiałowych powstaje konieczność ich przewozów, a transport jest drogi. W dłuższym okresie potencjał wykonawczy i przemysł materiałów budowlanych dostosują się do rosnącego popytu, pojawią się substytuty i innowacje, a krzywa kosztów powinna nieco opaść. Przy bardzo dużym przyspieszeniu mogą jednak pojawić się problemy, np. przeciążenie transportu. Dlatego krótkookresowa krzywa kosztów krańcowych jest wznosząca, podczas gdy krzywa kosztów długookresowych jest do pewnego poziomu łagodnie wznosząca się, a następnie bardziej stroma. Generalnie zależności te powtarzają zależności z ćwiartki pierwszej, tylko bez rozpatrywania zasobu. Ze względu na omawiane już różne skale budownictwa i zasobu, ze względów prezentacyjnych, model lepiej omawiać rozdzielając zasób od budownictwa.

Ostatnia, czwarta ćwiartka to amortyzacja i odtworzenie zasobu. Poziom zasobu określony w ćwiartce pierwszej podlega procesowi deprecjacji i jest odtwarzany w sektorze deweloperskim. Różnica pomiędzy fizyczną deprecjacją a odtworzeniem zasobu przesuwają w jedną lub drugą stronę linię określającą poziom zasobu. Sektor znajduje się w równowadze, gdy deprecjacja jest równa inwestycjom odtworzeniowym. Warto jednak zwrócić uwagę, że przestrzenny rozkład inwestycji restytucyjnych może być inny niż deprecjacji, gdyż jest to normalna realokacja zasobu tj. dopasowywania podaży do zmieniającego się popytu.

Mechanizm działania modelu wygląda następująco: szok popytowy dodatni na rynku mieszkań, powodowany czynnikami fundamentalnymi lub spekulacją, powoduje wzrost popytu, który przekłada się na wzrost cen. Powoduje to napływ kapitału do sektora deweloperskiego, wzrost produkcji mieszkań, wzrost zasobu mieszkaniowego i stopniowy spadek cen. Z kolei negatywny szok popytowy powodujący spadek cen poniżej długookresowych kosztów reprodukcji, powoduje brak inwestycji restytucyjnych i stopniowy spadek zasobu połączony ze wzrostem poziomu cen aż do osiągnięcia poziomu równowagi.

Model umożliwia analizę cykli poprzez włączenie krótkookresowych szoków popytowych i spekulacji oraz opóźnionej, i zazwyczaj niewspółmiernej, reakcji podaży. W swojej rozwiniętej postaci jest on też modelem równowagi długookresowej, gdyż pokazuje mechanizmy równoważące rynek obiektów. Dla potrzeb analizy krótkich cykli problemy deprecjacji i umorzenia zasobu można pominąć, uznając je za problemy równowagi długookresowej.

2.2 Rynek nieruchomości komercyjnych i jego cykl⁷

Rynek nieruchomości komercyjnych składa się głównie z nieruchomości biurowych, handlowych, magazynów oraz hoteli. W wielu krajach można też spotkać nieruchomości mieszkaniowe, które nie służą zamieszkaniami przez właściciela, lecz są profesjonalnie wynajmowane (ich analizę przedstawiliśmy powyżej). Główną cechą rynku komercyjnego jest to, że budynki kupowane są przez właściciela w celu wynajmowania ich innym podmiotom. Rynek nieruchomości komercyjnych podlega za cyklem koniunkturalnym i jest z nim silnie powiązany⁸. Budowa nowych nieruchomości komercyjnych jest zazwyczaj reakcją inwestorów na rosnący popyt, uwidoczniiony przez rosnące czynsze oraz malejące stopy pustostanów. Jednak długi okres budowy powoduje, że część nieruchomości zostaje oddana do użytku, gdy cykl koniunkturalny znajduje się już w fazie spadkowej, a popyt na nie spowalnia. Ponieważ dochody, płynące z wynajmowania nieruchomości komercyjnych, zależą od cyklu ekonomicznego, dochodzi do silnych wahań ich cen, które mogą zakończyć się kryzysem ekonomicznym i bankowym. Do załamania na rynku dochodzi zazwyczaj w momentach zawirowań w światowej gospodarce.

Cykle wzrostów i spadków cen nieruchomości komercyjnych występują niemalże na wszystkich rynkach światowych. W większości państw UE, po załamaniu na początku lat 90., rynek wykazywał znaczny rozwój w latach 2003-2006 r., co wynikało ze wzrostu gospodarczego w tym czasie (EBC 2008). Do wzrostu cen przyczyniły się innowacje finansowe, lepsze warunki kredytowe oraz inwestorzy międzynarodowi, którzy poszukiwali inwestycji o wysokiej stopie zwrotu. Jednak już w momencie wybuchu globalnego kryzysu ceny uległy znacznym spadkom i spowodowały poważne problemy dla banków, które te nieruchomości finansowały.

W Polsce dominująca część transakcji inwestycyjnych dokonywana jest przez inwestorów międzynarodowych, a ich decyzje determinowane są głównie wydarzeniami w Europie Zachodniej (NBP 2011 a, b). W okresie 2000 - 2012 wyróżnić można cztery fazy

⁷ Syntetyczne opracowanie bazuje na opracowaniu Olszewskiego (2012), ponadto bazuje na raportach NBP (2011a,b).

⁸ Badanie Zhu (2003) wykazało, że ceny nieruchomości zależą od wzrostu PKB, stóp procentowych, wzrostu kredytów udzielanych przez banki oraz wzrostu cen papierów wartościowych.

rozwoju rynku nieruchomości komercyjnych: (1) stopniowo rosnący wzrost wartości transakcji w latach przedakcesyjnych; (2) przyspieszenie w latach bezpośrednio okołoakcesyjnych, z najwyższym poziomem w 2006 r.; (3) stopniowy spadek w latach 2007-2008 w warunkach nasilającego się kryzysu na rynku finansowym w wielu krajach do najniższego poziomu transakcji w Polsce w 2009 r.; (4) powrót trendu wzrostowego trwający od 2010 r. (por. dane z raportu Cushman & Wakefield 2012).

2.2.1 Model rynku nieruchomości komercyjnych

Podstawowe modele rynku nieruchomości komercyjnych dotyczą na ogół rynku nieruchomości na wynajem i bazują na modelu, w którym zasób nieruchomości generuje usługi, a związane z nimi czynsze (popyt i podaż na zasób) wyceniane są na rynku kapitałowym, co określa cenę nieruchomości. W modelach tych, w krótkim okresie szoki popytowe powodują wzrost cen poprzez kanał czynszów, który w długim okresie przekłada się na napływ kapitału do sektora osiągającego zyski nadzwyczajne i wzrost podaży. Efekty podobne do wzrostu popytu wywołuje spadek stóp procentowych, który, przez spadek stopy dyskontowej, skutkuje wzrostem cen przy danym poziomie czynszów.

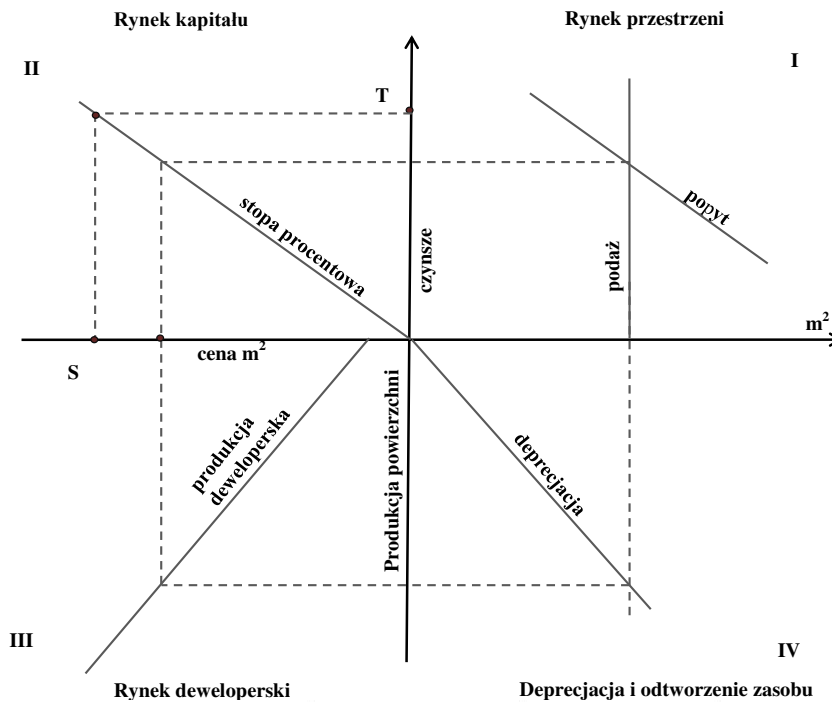
Wzrost podaży po pewnym czasie powoduje spadek cen, spadek stóp zwrotu i powrót do stanu równowagi długookresowej. Wpływ na popyt na powierzchnie komercyjne ma przede wszystkim wzrost PKB, który przyczynia się do wzrostu zatrudnienia. To z kolei wpływa na większy popyt na powierzchnie biurowe oraz magazynowe i produkcyjne. Większe zarobki zwiększają siłę nabywczą społeczeństwa, co wpływa na budowę nowych galerii handlowych.

Podobnie jak na rynku mieszkaniowym, trudniej przebiegają dopasowania w dół, gdyż odbywają się poprzez deprecjację zasobu. Nieruchomości komercyjne mają jednak pod tym aspektem dużą przewagę wobec rynku mieszkaniowego. Zazwyczaj istnieje jeden właściciel obiektu, który wynajmuje powierzchnię innym firmom. Kontrakty są względnie krótkie (od 3 do 10 lat), a na właściciela nie jest wywierana presja polityczna. To pozwala z pewnym opóźnieniem dopasować obiekt lub go całkiem wyburzyć i wybudować inny. W Warszawie można wskazać kilka przykładów wyburzenia istniejącego, funkcjonującego obiektu w celu wybudowania bardziej dochodowego obiektu⁹.

Rynek nieruchomości komercyjnych możemy wytłumaczyć za pomocą, znanego w literaturze, modelu DiPasquale i Wheaton (1992), który poza stroną popytową, uwzględnia sektor deweloperski dostarczający nowej powierzchni oraz bierze pod uwagę naturalną deprecjację obiektów i popyt odtworzeniowy.

⁹ Przykłady podaje Gazeta.pl w artykule *Brzydki hotel idzie do rozbiórki. Będzie wieżowiec*. z dn. 24.11.2011: hotel Mercure położony przy Al. Jana Pawła II, wieżowiec Ilmet przy rondzie ONZ, galeria handlowa City Center przy ul. Złotej.

Rys. 2 Model DPW



Działanie rynku nieruchomości komercyjnych jest bardzo zbliżone do funkcjonowania rynku mieszkaniowego (zob. rozdział 2.1), dlatego przedstawiamy tylko jego zarys. Należy podkreślić, iż rynek nieruchomości komercyjnych to rynek powierzchni, a nie obiektów. Ponieważ w krótkim okresie podaź powierzchni jest sztywna, niedopasowanie podaży do popytu skutkuje zmianą czynszów. Załóżmy, że poprzez wzrost PKB rośnie zapotrzebowanie na powierzchnię biurową. Linia popytu zostanie więc przesunięta, co wpłynie na wzrost czynszu (I ćwiartka). Wyższy czynsz (T), poprzez stopę procentową, przekłada się na większą cenę powierzchni S (II ćwiartka).

Wzrost ceny metra kwadratowego obiektu zachęci deweloperów do budowania nowych obiektów, a więc zwiększenia powierzchni (III ćwiartka). Gdy w dłuższym okresie zasób zrównoważy się, poprzez przyrost nowej powierzchni oraz jej deprecjację z popytem, rynek będzie w równowadze (IV ćwiartka).

W przypadku spowolnienia PKB i wynikającego z niego spadku popytu. Spadek popytu spowoduje, iż spadną czynsze oraz wzrośnie wskaźnik pustostanów. To z kolei obniży wartość nieruchomości komercyjnych. Inwestor, który będzie spłacał kredyt ze strumienia czynszów, będzie miał trudniejszą sytuację finansową, bank zaś pomniejszoną wartość zabezpieczenia.

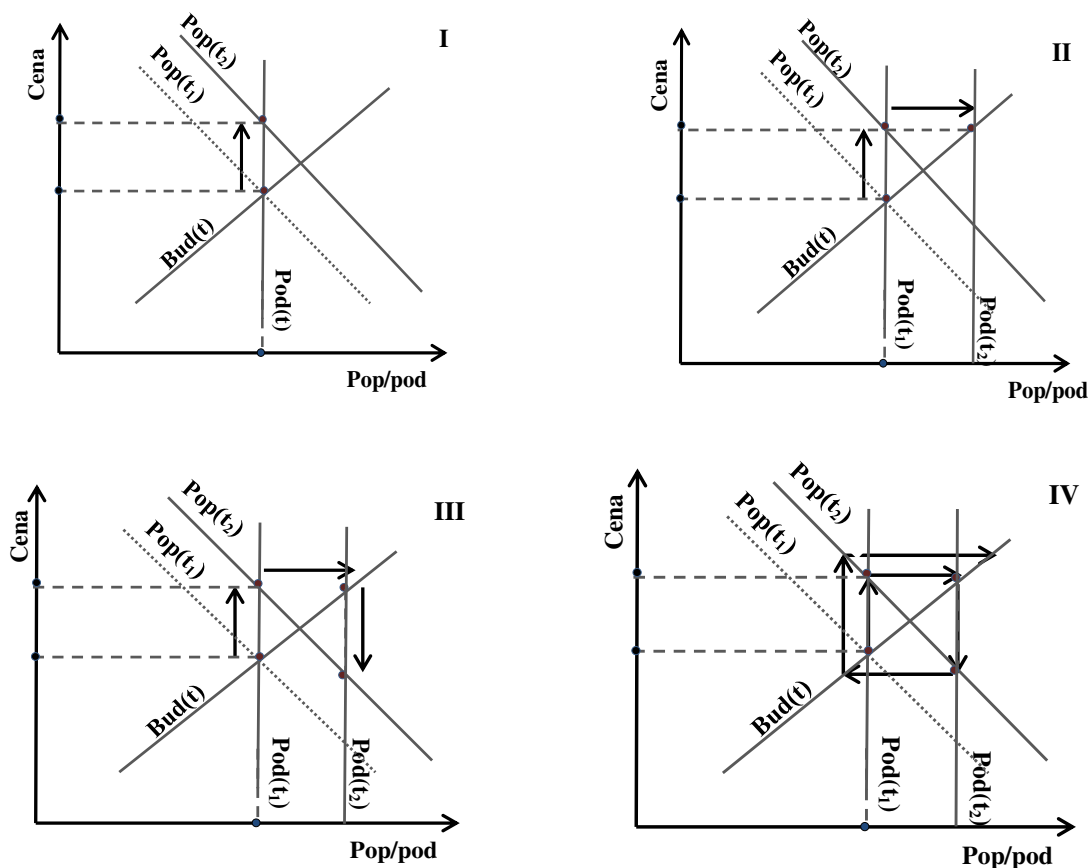
2.3 Prosty model cyklu

Cykle w gospodarce generowane są przez egzogeniczne szoki. Specyficzne cechy rynku nieruchomości powodują, że cykliczność jest praktycznie nie do uniknięcia. Na silną cykliczność rynku nieruchomości mają wpływ dwa istotne czynniki mnożnikowe, które są niekiedy ignorowane w literaturze. Pierwszy to mnożnik kredytowy, a więc reakcja popytu na

względnie małe zmiany stopy procentowej. Przykładowo zmiana stopy procentowej z 4% do 3% to nominalnie zmiana o jedynie 1 p. p. Jednakże dla kredytobiorcy oznacza to spadek kosztów o 25% lub wzrost zdolności kredytowej o podobnej skali. Skutkiem mnożnika kredytowego jest więc silny wzrost popytu. Z kolei, ponieważ popyt dotyczy na ogół całego zasobu, a podaż jedynie kilku procent, działa mnożnik fundamentalny. Na przykład na rynku mieszkaniowym nowa podaż to 2% zasobu. Gdy poprzez efekt kredytowy popyt na zasób wzrośnie o 10%, potrzebny byłby wzrost podaży o 400%. Ponieważ taki wzrost podaży jest niewykonalny, ceny gwałtownie wzrosną.

Na rynku działa więc mnożnikowy efekt cenowy, będący złożeniem mnożnika kredytowego i mnożnika fundamentalnego, który powoduje silne szoki na rynku i w konsekwencji reakcją podaży. Natomiast rynek raz wprowadzony w stan nierównowagi replikuje, a nawet pogłębia cykle poprzez sztywną krótkookresowo podaż i elastyczną oraz opóźnioną reakcję popytu, co zostało przedstawione na Rys. 3.

Rys. 3 Prosty model cyklu – reakcja na szok popytowy



Na początku wzrost popytu podnosi silnie cenę (I). W reakcji na wzrost ceny deweloperzy rozwijają znacznie produkcję (II). Jednak dopiero z pewnym opóźnieniem (1-4 lat), nowobudowane obiekty zwiększą zasób. Ponieważ deweloperzy zwykle przeszacowują przyszły popyt, zasób w pewnym momencie przewyższa popyt, więc ceny zaczynają spadać (III). W konsekwencji spowalnia budownictwo, co z kolei prowadzi do kolejnego niedopasowania podaży do popytu (IV). Ceny więc znów rosną, a cykl się powtarza.

3. Wpływ cyklu na zabezpieczenie kredytu oraz potrzeba rzetelnej wyceny

Więź banków z rynkiem nieruchomości, w tym też komercyjnych jest bardzo silna. Ponieważ banki są głównym źródłem finansowania nieruchomości, problemy na rynku nieruchomości odbijają się na nich silnie. Ważnym narzędziem pomniejszającym ryzyko kredytowe banku jest rzetelna oraz ostrożna wycena nieruchomości.

Davis i Zhu (2011) stwierdzili, iż banki mają ogromny wpływ na rynek nieruchomości, gdyż pożyczają środki na zakup ziemi przez deweloperów, finansują projekty budowlane, udzielają kredytów instytucjom finansowym, które finansują rynek nieruchomości oraz udzielają pożyczek przedsiębiorstwom, których działalność opiera się na kredytach zabezpieczanych nieruchomościami. Tak rozbudowany zakres świadczeń wskazuje na dużą chęć i zdolność banków do udzielania kredytów hipotecznych, co znacząco wpływa na inwestycje oraz transakcje zawierane na tym rynku. Jednocześnie, cykliczność rynku nieruchomości ma również wpływ na wyniki finansowe banków. Davis i Zhu (2009) stwierdzili na empirycznych danych, że kiedy ceny nieruchomości komercyjnych spadają, liczba kredytów niespłacanych w terminie rośnie. To z kolei odbija się negatywnie na bilansie banku, a jego baza kapitałowa spada. Bank będzie więc zmuszony udzielać mniej pożyczek, a to z kolei wywoła dalsze negatywne skutki dla rynku, w postaci spadku popytu oraz cen.

Nieruchomości mieszkaniowe finansowane są najczęściej przez kredyt hipoteczny, a najważniejszym czynnikiem wpływającym na zakupu mieszkania jest dostępność kredytowa. Analiza Burnham (1972), Aoki, Proudman i Vlieghe (2002) oraz Levin i Pryce (2009) pokazuje, że na zakup mieszkania głównie wpływa podaż kredytów hipotecznych. Banki chętnie udzielają kredytów hipotecznych, ponieważ kredyt zabezpieczony nieruchomością jest względnie bezpieczny dla banku. Zazwyczaj wymagają też znacznego wkładu własnego, by wartość udzielanego kredytu była niższa niż wartość zabezpieczenia. Pozwala to pokryć wartość kredytu, gdyby mieszkanie musiało być bardzo szybko sprzedane, gdy kredytobiorca nie obsługuje kredytu. Jednak nadmierna akcja kredytowa ze strony banków prowadzi często do silnych wzrostów cen mieszkań. To z kolei podnosi ceny mieszkań i umożliwia udzielanie jeszcze większych kredytów, o ile pozwala na to zdolność kredytowa gospodarstw domowych. Po jakimś czasie prowadzi to do bańki cenowej. Gdy rynek się przesyca i zostanie wybudowane zbyt dużo mieszkań, ceny zaczynają spadać. Przez to wartość zabezpieczenia spada i możliwa jest sytuacja, w której dług przewyższa zabezpieczenie ($LTV > 100\%$). Gdy z różnych powodów właściciele nie są w stanie spłacać długu, banki muszą licytować mieszkania. Wtedy zazwyczaj zbywają nieruchomości mieszkaniową po jeszcze niższej cenie i ponoszą straty, które muszą odpisać z bilansu.

Również inwestycje w nieruchomości komercyjne w znacznej mierze finansowane są ze środków zewnętrznych, w tym często kredytów. Dźwignia finansowa, pozwala inwestorom szybko zakupić wiele nieruchomości, pozyskać zdywersyfikowany portfel inwestycyjny i podnieść stopę zwrotu z kapitału własnego. Jest to też korzystne dla banków, które udzielają jednorazowo dużych, wysokooprocentowanych kredytów. Ponadto mają do czynienia z profesjonalnym kontrahentem, a zabezpieczenie nie podlega politycznej presji. Jednak ponieważ inwestor przerzuca część ryzyka na bank, który nie do końca jest w stanie przeświecić inwestycję, finansowanie nieruchomości komercyjnych może stanowić poważne

zagrożenie dla banków¹⁰. Istnieje niebezpieczeństwo, że inwestor będzie brał na siebie nadmierne ryzyko, wiedząc, że jeżeli nie będzie on mógł spłacić kredytu, to bank finalnie poniesie straty. Wiedząc, iż wymuszona sprzedaż generuje straty dla banku, inwestor oczekuje pewnej wyrozumiałości ze strony banku, w przypadku problemu z krótkookresową obsługą długu. Takie przewrotne zachowanie inwestorów (perverse incentives) omówione zostało przez Herring i Wachter (1999).

Należy pamiętać, iż nieruchomości komercyjne mogą służyć też jako zabezpieczenie pod kredyty na działalność przedsiębiorcy. Herring i Wachter (1999) zaznaczają, iż bank w takim przypadku jest narażony na ryzyko firmy oraz jednocześnie na ryzyko zmiany wartości tych nieruchomości.

3.1 Porównanie ryzyka dla banku kredytującego

Udzielanie kredytów hipotecznych gospodarstwom domowym traktowane jest jako bezpieczne, jednak, jak wykazał zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych kryzys globalnej gospodarki, nieroztropnie i nieodpowiedzialnie udzielane kredyty na mieszkania mogą doprowadzić do załamania się systemu finansowego. Co prawda pojedynczy kredyt jest względnie mały, jednak banki udzielają kredytów setkom tysięcy osób, więc łączna skala zadłużenia jest ogromna.

Inwestycje w nieruchomości komercyjne mogą przynosić znaczne zyski inwestorom oraz bankom które udzielają kredytów. Jednak z powodu swojej skali oraz specyficznego charakteru ich cyklu mogą też przynosić znaczne straty lub powodować kryzysy sektora bankowego – co pokazuje nieodległa historia Stanów Zjednoczonych, Szwecji, Wielkiej Brytanii, czy ostatnio Danii i Irlandii. W potocznym rozumowaniu inwestycje w nieruchomości komercyjne wydają się być względnie bezpieczne, zarówno dla inwestora jak i dla finansującego je banku. Zakłada się zazwyczaj, iż rynek komercyjny jest na tyle zróżnicowany, że łatwo można dywersyfikować ryzyko, inwestując w różne typy nieruchomości. Kearns i Woods (2006) przytaczają argumenty przeczące temu założeniu. Po pierwsze, poszczególne instytucje finansowe mogą skupiać swą działalność wyłącznie na nieruchomościach mieszkaniowych lub komercyjnych. Po drugie badania międzynarodowe, które przytaczają autorzy, wykazały, iż istnieje silna korelacja cen nieruchomości komercyjnych na różnych rynkach i w różnych regionach. Istnieje też ryzyko, że rynki, które nie są skorelowane w normalnych czasach, w momencie zawirowań ekonomicznych mogą zachowywać się bardzo podobnie. Wallace (2011) z kolei podkreśla, iż wielu inwestorów oraz badaczy błędnie ocenia ryzyko tego rynku. Ponieważ nieadekwatnie obliczają wahania cen na tych rynkach, uważają nieruchomości komercyjne za bardziej bezpieczne niż nieruchomości mieszkaniowe. Żeby zaprzeczyć temu błędnemu mniemaniu, autorka przeprowadziła dogłębną analizę składowych wskaźnika nieruchomościowych funduszy inwestycyjnych REIT ze Stanów Zjednoczonych dla lat 1995-2005. Analiza ta pokazała, iż wahania cen nieruchomości biurowych i handlowych były o 50% wyższe niż nieruchomości mieszkaniowych.

¹⁰ Ryzyko wynikające dla banku z tytułu nieruchomości komercyjnych, jego pochodzenie a wreszcie możliwości jego ograniczania opisują szerzej Kucharska-Stasiak (2006), Czerkas (2006) oraz Jajuga (2006). Dogłębną analizę modeli finansowania nieruchomości komercyjnych w Polsce oraz powiązane z tym ryzyka przedstawia Czerkas (2010).

Na różnice w ryzyku kredytowym dla banku wpływ może mieć też fundamentalna różnica w formie prawnej właściciela i znaczenie mieszkania jako dobra (por. wypowiedź Nyberga (2005) przytoczoną przez Woods (2007)). Kredyt na nieruchomości komercyjne spłacany jest z dochodów, które te generują, więc ryzyko kredytowe jest bezpośrednio związane z cyklem na rynku tych nieruchomości. W przypadku niewypłacalności, inwestor może ogłosić upadłość. Natomiast właściciel mieszkania spłaca kredyt z dochodów zazwyczaj niepowiązanych z cyklem rynku mieszkaniowego, a w przypadku utraty mieszkania odczuwa znaczną stratę, co silnie motywuje go do spłacania kredytu. Należy tu jednak dodać, że nieruchomości mieszkaniowe podlegają różnym ograniczeniom prawnym (np. prawo o ochronie lokatora) oraz presji politycznej, co może utrudnić bankowi wyegzekwowanie długu w przypadku niespłacania go przez gospodarstwo domowe.

Nieruchomości komercyjne wpływają silniej na stabilność gospodarki oraz systemu finansowego niż nieruchomości mieszkaniowe. Z powyższych powodów rynek nieruchomości komercyjnych, zwłaszcza po wybuchu obecnego kryzysu, podlega stałemu zainteresowaniu ze strony EBC, banków centralnych oraz międzynarodowych instytucji finansowych¹¹. Instytucje te podkreślają konieczność analizy cen nieruchomości komercyjnych, ich rzetelną wycenę oraz potrzebę tworzenia wskaźników służących wczesnemu ostrzeganiu o powstających napięciach.

3.2 Analiza ryzyka kredytowego dla banków w Polsce z tytułu udzielania kredytów na nieruchomości¹²

Ponieważ rynki mieszkaniowe i komercyjne mogą się znacznie różnić pod względem ryzyka w poszczególnych krajach oraz trzeba uwzględnić cykliczność rynku, powyższa teoretyczna analiza ryzyka nie daje jednoznacznych wniosków. Powyższe stwierdzenia można jednak podeprzeć analizując wskaźnik kredytów zagrożonych dla nieruchomości mieszkaniowych oraz komercyjnych, dostępne w bazie NBP. Porównanie tego wskaźnika obrazuje bieżący, krótkookresowy poziom ryzyka kredytowego płynącego z obu rynków.

Uwzględniając znaczną różnicę skali¹³ kredytów mieszkaniowych i komercyjnych dla przedsiębiorstw na nieruchomości (por. Wykres 1 i 2), porównujemy wskaźnik kredytów zagrożonych¹⁴ dla tych nieruchomości. Małą skalę kredytów na nieruchomości komercyjne można wytłumaczyć dominującym udziałem inwestorów zagranicznych, którzy finansują się na korzystniejszych warunkach za granicą, oraz poprzez giełdę lub papiery dłużne, zatem nie zaciągają kredytów bankowych w Polsce.

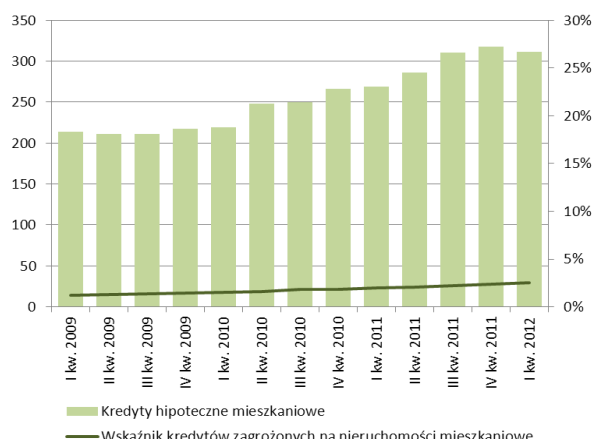
¹¹ Analiza cen nieruchomości komercyjnych została dogłębnie omówiona podczas konferencji zorganizowanej przez BIS, EBC, Eurostat, MFW oraz OECD w dniach 10-11 maja 2012 r. w siedzibie EBC. Materiały z konferencji, w tym materiały opracowane przez NBP, znajdują się na stronie EBC: http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/20120511_cpqi.en.html.

¹² Analiza bazuje na danych NBP, publicznie dostępnych oraz omówionych w NBP (2012a), a w zbliżonej formie została przedstawiona w raporcie NBP (2012b).

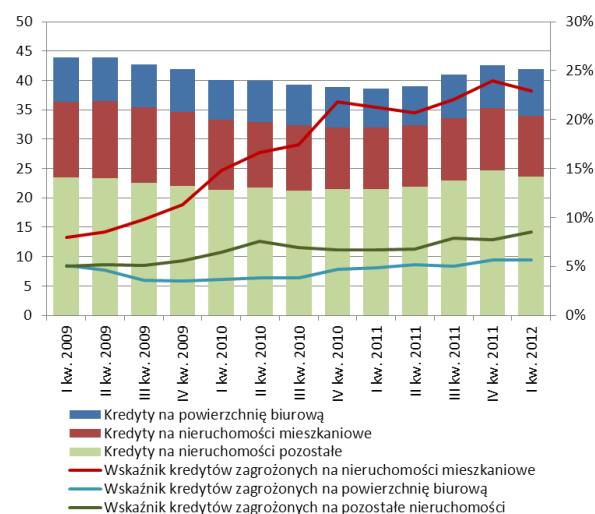
¹³ Saldo kredytów mieszkaniowych wynosiło pod koniec I kw. 2012 r. 311 mld zł, natomiast dla wszystkich nieruchomości komercyjnych wynosiło 42 mld zł.

¹⁴ Zgodnie z definicją podaną w NBP (2012b), jest on wyrażony jako iloraz wartości kredytów z utratą wartości i wartości wszystkich kredytów w portfelu.

Wykres 1 Saldo kredytów na nieruchomości mieszkaniowe (w mld PLN)



Wykres 2 Struktura (w mld PLN) i jakość salda kredytów przedsiębiorstw na nieruchomości



Źródło: NBP.

Uwaga: bez BGK

Źródło: NBP.

Wskaźnik kredytów zagrożonych wśród kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych, wynosił w I kw. 2012 2,5% i mimo lekkiego wzrostu, wydaje się być marginalny. Wskaźnik ten w przypadku biur oscyluje wokół 5%, a dla pozostałych nieruchomości komercyjnych sukcesywnie rósł z początkowych 5% do ponad 8% obecnie. Natomiast kredyty dla deweloperów mieszkaniowych obciążone są najwyższym ryzykiem. Podkreśla to wskaźniki kredytów zagrożonych, który począwszy od wybuchu kryzysu światowej gospodarki w 2008 r., rósł z 8% do ponad 23% obecnie.

Co prawda finansowanie nieruchomości komercyjnych wydaje się stanowić dla banków większe ryzyko, niż finansowanie mieszkań, jednak z powodu małej skali tych kredytów, ryzyko dla systemu bankowego jest bardzo ograniczone i nie budzi obaw (por. też raport NBP (2012a), z którego wynika, iż nawet w przypadku kredytów dla deweloperów, ryzyko kredytowe¹⁵ dotyczy tylko kilku banków, zaś te kredyty stanowią mały ułamek kredytów udzielanych przez te banki).

Pomimo, iż wskaźnik udziału kredytów zagrożonych dla nieruchomości komercyjnych rósł, sytuacja tych nieruchomości oraz sytuacja banków je finansujących w Polsce wydaje się być dobra. Na stabilność wpłynęła zapewne roztropność banków, które analizują zdolność spłaty kredytu dochodami finansowanej nieruchomości komercyjnej (por. Cyburt (2010)). Finansując nieruchomości o skali lokalnej, zazwyczaj nie przekraczającej 50 mln euro, banki ograniczały ekspozycję na ryzyko. Większe inwestycje, jak stwierdza Cyburt, były zazwyczaj kredytowane przez banki międzynarodowe, np. niemieckie lub przez fundusze nieruchomościowe.

¹⁵ Raport przytacza ponadto, na podstawie ankiety przeprowadzonej przez UKNF, że w przypadku części tych kredytów, zaostżenia polityki banków, prowadzą do utraty ich wartości, mimo regularnej ich spłaty.

Dominujący udział inwestorów międzynarodowych oraz możliwości finansowania nieruchomości komercyjnych przez giełdę lub papiery dłużne, powoduje że skala kredytów na nieruchomości komercyjne, w porównaniu do mieszkaniowych, jest bardzo mała. Wydaje się jednak prawdopodobne, że będą rosły kredyty na nieruchomości biurowe oraz inne nieruchomości komercyjne. Powodowane to może być rozwojem zamożności polskich inwestorów oraz potencjalnym, istotnym spowolnieniem kredytów mieszkaniowych. Wówczas banki będą musiały bardzo rzetelnie oceniać ryzyko, natomiast nadzór finansowy będzie musiał bardziej szczegółowo analizować ryzyko płynące z tego segmentu dla całego sektora bankowego.

3.2 Potrzeba rzetelnej i ostrożnej wyceny

Odpowiednia wycena nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych jest niezwykle ważna dla banków udzielających pożyczki, jak również dla inwestorów, ponieważ pozwala ograniczyć ryzyko. Powstawanie i rozwój międzynarodowych standardów wyceny nieruchomości oraz ewolucję systemu szacowania wartości nieruchomości w Polsce przedstawia Grzesik, Żróbek oraz Żróbek (2007). Z kolei Kucharska-Stasiak (2007) ocenia zasadność oraz możliwości przyjęcia definicji oraz interpretacji wartości rynkowej w Polsce. Ponadto Pawlukowicz (2007) ocenił przydatność modeli ekonometrycznych dla określania wartości nieruchomości. Dowiódł on tożsamości modelu ekonometrycznego i stosowanych obecnie w Polsce metod porównywania parami oraz korygowania ceny średniej.

Zagadnienie wyceny, stosowane metody oraz obowiązujące uwarunkowania prawne, w przypadku Polski, przedstawia szczegółowo Mączyńska (2008). Podkreśla ona różne stosowane podejścia do wartości nieruchomości, w tym wartość rynkową, godziwą, księgową oraz odtworzeniową. Ważne w przypadku wyceny jest ustalenie obiektywnej wartości nieruchomości. Ta, zdaniem Mączyńskiej, może odpowiadać wartości rynkowej, jeżeli o wysokości ceny decydują wolnorynkowe siły, a więc relacja popytu do podaży. Należy jednak pamiętać, iż tak ustalona wartość jest jedynie podstawą, a rzeczywista wartość ujawnia się dopiero w trakcie negocjacji. Ta zaś zależna będzie od uwarunkowań ekonomicznych, jak i subiektywnej wyceny kupującego oraz sprzedającego. Regulacje prawne oraz obowiązujące rzeczoznawców majątkowych standardy łagodzą częściowo problem subiektywizmu. Uwzględniając jednak wcześniej przedstawione międzynarodowe doświadczenia z problematyką wyceny, należy podkreślić potrzebę dalszego dopracowywania dobrych praktyk i przejrzystych reguł wyceny, które pozwolą minimalizować ryzyko dla inwestora oraz banku finansującego.

Według wyników analizy przeprowadzonej przez Sivitanides (2003), podmioty działające na rynku, podejmując decyzję, bazują na ocenie obecnej sytuacji, a nie prognozie przyszłych trendów. Kucharska-Stasiak (2002) stwierdza podobnie, że inwestorzy wyceniają nieruchomości na podstawie cen transakcyjnych oraz dochodów z przeszłości. Powoduje to subiektywne zaniżanie wartości nieruchomości w okresie boomu, zaś zawyżanie w momencie spowolnienia gospodarczego.

Nie ma sposobu, by zmusić gospodarstwa domowe, deweloperów, inwestorów oraz banki do racjonalnego postępowania, powinni być oni jednak świadomi obecnie panujących warunków, co ułatwia wycena nieruchomości. Istnieją jednak dwa problemy pojawiające się przy wycenie nieruchomości. Pierwszy dotyczy wiarygodności i precyzyjności szacowania

wartości poszczególnych nieruchomości. Drugi natomiast odnosi się do trafności i użyteczności metodyki, stosowanej przy tworzeniu współczynników. Te dwa problemy są ściśle ze sobą powiązane, ponieważ indeks rynkowy składa się z oszacowań poszczególnych nieruchomości, a współczynniki są wykorzystywane jako punkt odniesienia przy wyznaczaniu wartości nieruchomości.

Podczas wyceny nieruchomości istnieje ryzyko popełniania błędów. Na przykład Centralny Bank Irlandii (2011) przeanalizował procedury służące wycenie przed wybuchem kryzysu i odkrył znaczące błędy. Choć te konkretne błędy wykryto w przypadku Irlandii uważamy, że część z nich może dotyczyć procedur stosowanych także w innych krajach. Zgodnie z Centralnym Bankiem Irlandii przyczynami błędów były: nieodpowiednia definicja wymagań wyceny przez instytucje udzielające kredytu, co powodowało niepoprawną wycenę oraz niejednokrotnie błędne rozumienie otrzymanej wyceny; nie branie pod uwagę spójności procesów wyceny; brak standardów wyceny; niedoszacowanie ryzyka, płynące z lekceważenia dokumentacji (np. raportu wyceny). Problemy te są rezultatem siedmiu kluczowych niedoskonałości w procesie ewaluacyjnym, które szczegółowo opisuje Centralny Bank Irlandii, my natomiast wymienimy najważniejsze dla nas. Po pierwsze, banki były nieprecyzyjne i podawały błędne założenia do wyceny. Po drugie kredytodawcy akceptowali wyceny dostarczane im przez kredytobiorców. Kolejnym problemem był brak wyszkolonej kadry, która nie była w stanie zakwestionować wyceny, przeprowadzonej przy błędnych założeniach. Poza tym banki bardzo długo nie rewaluowały oszacowanych cen nieruchomości, co skutkowało nieaktualnymi wartościami zabezpieczeń kredytu. Po wybuchu kryzysu Centralny Bank Irlandii stworzył przewodnik opisujący proces wyceny, mający na celu wyeliminowanie błędów, i obecnie wymaga, aby banki się do niego stosowały.

Co więcej, Crosby, Huges i Murdoch (2004) stwierdzili, iż w Wielkiej Brytanii kredytodawcy, kredytobiorcy oraz brokerzy mogli wybierać rzeczoznawcę, jak również wpływać na sam wynik wyceny. Kluczową rolę odgrywali pośrednicy, zaangażowani w cały proces transakcyjny, mający od początku interes w tym, aby sfinalizować umowę. Crosby, Huges i Murdoch (2004) uważają, iż pożyczkodawca, podejmujący najwyższe ryzyko, powinien móc wybrać rzeczoznawcę oraz kontrolować jego działania. Między obydwoma podmiotami powinien być zawarty układ, regulujący wzajemne prawa i obowiązki.

4. Wnioski

Artykuł pokazuje, iż cykle są stałą częścią rynku nieruchomości oraz tłumaczy w jaki sposób powstają. Najważniejszym czynnikiem jest szybko zmieniający się popyt, który nie może być zaspokojony przez krótkookresowo sztywną podaż, co prowadzi do silnych wahań cen. Ponieważ nieruchomości finansowane są w dużej mierze przez kredyt, stopy procentowe, a zatem dostępność kredytowa, mają bardzo silny wpływ na rozwój rynku nieruchomości.

Analiza modelowa pokazała, iż nawet małe zmiany stopy procentowej lub dostępności kredytowej prowadzą do silnych wahań cen. Strona popytowa jest głównym czynnikiem, który odpowiada za cykliczność rynku. W celu wygładzenia cyklu konieczne są działania, które stabilizują popyt, tj. działania regulacyjne dotyczące udzielania kredytów oraz odpowiednia polityka fiskalna. Ponadto potrzebna jest stała analiza wskaźnikowa rynku nieruchomości w Polsce, która pozwoli szybko wykryć ewentualne powstawanie baniek.

Jednym z filarów takich analiz i działań musi być rzetelna i ostrożna wycena nieruchomości. Dobre regulacje będą skuteczne, jeśli wartości, których one dotyczą będą jasno określone, np. będzie można względnie szybko i obiektywnie ustalić LTV. Potrzebna jest dalsza praca rzeczoznawców majątkowych oraz organów państwowych w ustaleniu jednolitych i bardziej precyzyjnych reguł.

Literatura

- Aoki K., J. Proudman i G. Vlieghe (2002). *House prices, consumption, and monetary policy: a financial accelerator approach*. Bank of England Working Paper Nr 169.
- Augustyniak H., J. Łaszek, K. Olszewski, J. Waszczuk (2012). *Modelowanie cykli na rynku nieruchomości mieszkaniowych - uwzględnienie interakcji pomiędzy rynkiem pierwotnym oraz wtórnym i efekty mnożnikowe*. Artykuł analityczny A2 w Raporcie o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r., NBP.
- Bracke P. (2011). *How Long Do Housing Cycles Last? A Duration Analysis for 19 OECD Countries*. IMF Working Paper WP/11/231.
- Brus W. (1970). *Koszt społeczny usługi mieszkaniowej*. IGM. Warszawa.
- Burnham J. B. (1972). *Private Financial Institutions and the Residential Mortgage Cycle, with Particular Reference to the Savings and Loan Industry*. W: Board of Governors of the Federal Reserve System, Ways To Moderate Fluctuations in Housing Construction.
- Centralny Bank Irlandii (2011). *Valuation Processes in the Banking Crisis – Lessons Learned – Guiding the Future*.
- Crosby N., C. Hughes i J. Murdoch (2004). *Influences on secured lending property valuations in the UK*. 11th European Real Estate Society Conference. 2 – 5 June, 2004 - Milan, Italy.
- Cushman & Wakefield (2012). *Marketbeat Wiosna 2012*.
- Cyburt P. (2010). *Rynek nieruchomości komercyjnych zagrożeniem dla ożywienia gospodarczego*. Artykuł w Rzeczpospolitej, 30.10.2010.
- Czerkas K. (2006) *Wycena nieruchomości jako sposób pomniejszania indywidualnego ryzyka kredytowego w kredytach komercyjnych i mieszkaniowych*. W: Ryzyka banku w zakresie określania wartości nieruchomości dla celów kredytowych w Polsce na tle trendów w Unii Europejskiej. Praca zbiorowa pod red. E. Kucharskiej-Stasiak. Zeszyt Hipoteczny 23.
- Czerkas K. (2010) *Finansowanie nieruchomości komercyjnych w Polsce: Czynniki ryzyka imodele transakcji*. Instytut Rynku Hotelarskiego.
- Davis E. P. i H. Zhu (2009). *Commercial property prices and bank performance*. Journal of International Money and Finance Nr 30. s. 1-21.
- Davis E. P. i H. Zhu (2011). *Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence*. Journal of International Money and Finance Nr 30, s. 1-21.
- DiPasquale D. (1999). *Why Don't We Know More About Housing Supply?*. The Journal of Real Estate Finance and Economics. Vol. 18. Nr 1. s. 9-23.

- DiPasquale D. i W. C. Wheaton (1992). *The markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework*. Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association. Vol. 20, Nr 1. s. 181-197
- EBC (2008). *Commercial property market December 2008 – financial stability, recent developments and EU banks' exposures*.
- Grzesik K., Żróbek R. i Żróbek S. (2007). *Kierunki standaryzacji zasad wyceny nieruchomości w warunkach globalizacji*. Studnia i materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości. Vol. 15. Nr 1-2. s. 9-22.
- Herring R. J. i S. Wachter (1999). *Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective*. The Wharton School - Financial Institutions Center Paper Nr 99-27.
- Hott C. i Jokipii T. (2012). *Housing Bubbles and Interest Rates*. Working papers. The Swiss National Bank.
- Jajuga K. (2006). *Ryzyko kredytowe i metoda jego pomiaru*. W: Ryzyka banku w zakresie określania wartości nieruchomości dla celów kredytowych w Polsce na tle trendów w Unii Europejskiej. Praca zbiorowa pod red. E. Kucharskiej-Stasiak. Zeszyt Hipoteczny 23.
- Kearns A. i M. Woods (2006). *The concentration in property-related lending – a financial stability perspective*. Bank of Ireland Financial Stability Report 2006.
- Kucharska-Stasiak E. (2002). *Nieruchomości a rynek*. PWN.
- Kucharska-Stasiak E. (2006). *Wycena nieruchomości jako źródło ryzyka bankowego w procesie ustanawiania zabezpieczenia hipotecznego*. W: Ryzyka banku w zakresie określania wartości nieruchomości dla celów kredytowych w Polsce na tle trendów w Unii Europejskiej. Praca zbiorowa pod red. E. Kucharskiej-Stasiak. Zeszyt Hipoteczny 23.
- Kucharska-Stasiak E. (2007). *Wartość rynkowa dla optymalnego sposobu użytkowania – czy jest optymalna dla wszystkich?*. Studnia i materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości. Vol. 15. Nr 1-2. s. 9-22.
- Levin E. J. i G. Pryce (2009). *What Determines the Responsiveness of Housing Supply? The Role of Real Interest Rates and Cyclical Asymmetries*. Centre for Public Policy for Regions Discussion Paper nr 20.
- Łaszek J. (2006). *Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego specyfika*. W: Ryzyka banku w zakresie określania wartości nieruchomości dla celów kredytowych w Polsce na tle trendów w Unii Europejskiej. Praca zbiorowa pod red. E. Kucharskiej-Stasiak. Zeszyt Hipoteczny 23.
- Mączyńska E. (2008). *Wycena nieruchomości w celu ustanowienia zabezpieczenia hipotecznego*. W: Nieruchomość, kredyt, hipoteka. Praca zbiorowa pod red. G. Głównki. Poltext.
- Mueller G.R. (1995). *Understanding Real Estate and Financial Market Cycles*. Real Estate Finance. Nr 12. Vol. 3. s. 51-64.
- NBP (2011a). *Raport o rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r.*
- NBP (2011b). *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2011 r.*
- NBP (2012a). *Raport o stabilności systemu finansowego, lipiec 2012.*

- NBP (2012b). *Raport o rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*
- Nyberg L. (2005). House Price Developments and Monetary Policy. Wystąpienie w Evli Bank, Sztokholm, 19 grudnia 2005, Bank Szwecji.
- Olszewski K. (2012). *The impact of commercial real estate on the financial sector, its tracking by central banks and some recommendations for the macro-financial stability policy of central banks*, http://rcea-canada.org/pages/may_2012_rimini/program.php
- Packer F., R. Stever i C. Upper (2007). *The covered bond market. BIS Quarterly Review*. September 2007.
- Pawlukowicz R. (2007). *Globalizacja a model ekonometryczny jako narzędzie polskiego rzeczoznawcy majątkowego*. Studnia i materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości. Vol. 15. Nr 1-2. s. 9-22.
- Sivitanides P.S., R.G. Torto i W.C. Wheaton (2003). *Real Estate Market Fundamentals and Asset Pricing*. The Journal of Portfolio Management, Special Issue 2003. s. 45-53.
- Wallace N. (2011). *Real Estate Price Measurement and Stability Crises*. IRES Working Paper 2011-012.
- Wheaton W. C. (1999). *Real Estate "Cycles": Some Fundamentals*. Real Estate Economics, Vol. 27. Nr 2. s. 209-230.
- Woods M. (2007). *A Financial Stability Analysis of the Irish Commercial Property Market*. W: Financial Stability Report 2007.
- Zhu H. (2003). *The importance of property markets for monetary policy and financial stability*. BIS Papers No 21.