

METODYCZNE PODSTAWY KONSTRUKCJI INDEKSÓW RYNKU NIERUCHOMOŚCI



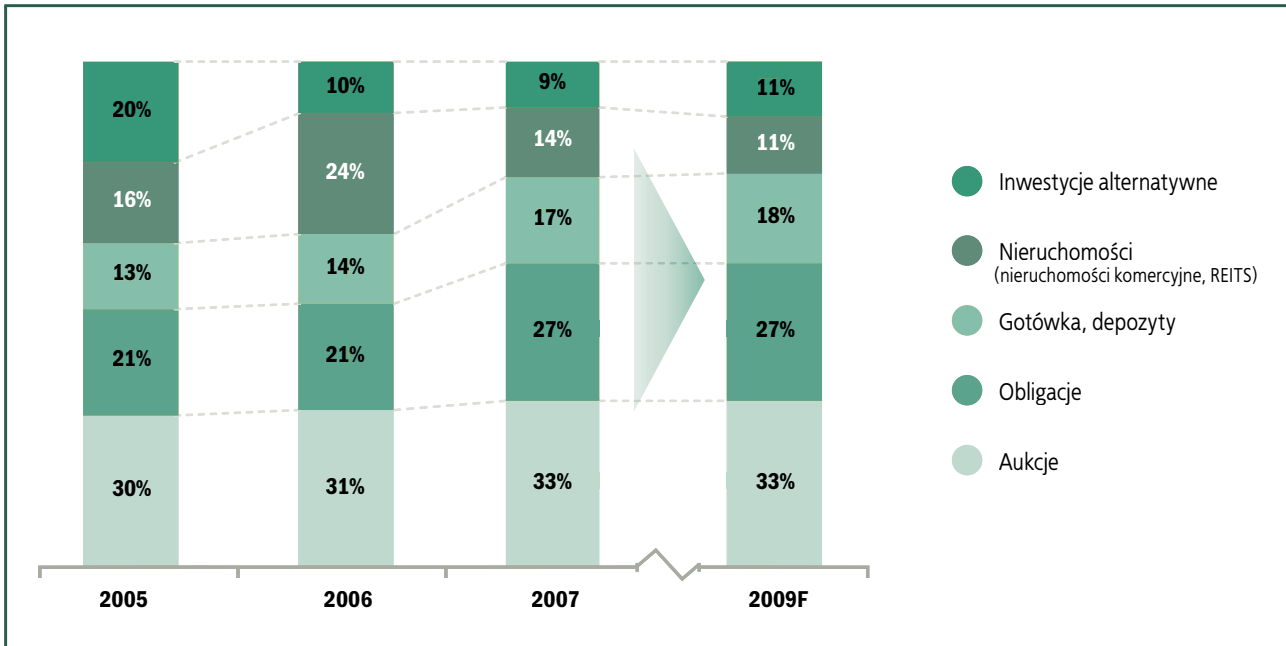
mgr Krystyna Urban

Doktorantka w Katedrze Inwestycji i Nieruchomości
Akademii Ekonomicznej w Katowicach,
rzeczoznawca majątkowy (URBAN Consulting).

Włączanie nieruchomości do portfeli inwestycyjnych wydaje się być **szczególnie zasadne** ze względu na stały wzrost wartości nieruchomości oraz specyficzne cechy, niespotykane wśród innych instrumentów rynku kapitałowego, takie, jak **skuteczna ochrona przed inflacją, niskie ryzyko inwestycji, źródło uzyskiwania dochodu bieżącego, zabezpieczenie kapitału, możliwość odmrożenia kapitału, źródło ulg podatkowych**, jak również możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego dzięki niskiemu skorelowaniu nieruchomości z instrumentami rynku kapitałowego.

RYСУNEK 1.

Portfele inwestycyjne według klas aktywów w latach 2005-2009.
(2009 – prognoza)



Źródło: World Wealth Report 2008, Capgemini, Merrill Lynch.

Wstęp

Wszystkie te cechy zachęcają do podejmowania inwestycji w nieruchomości, jak również wskazują na słuszność włączania nieruchomości w portfele inwestycyjne dla obniżenia ryzyka całego portfela¹. Dla każdego inwestora znaczenie mają wiarygodne i rzetelne źródła informacji, na podstawie których można ocenić spodziewaną rentowność inwestycji, jak również poziom ryzyka z nią związany. W zależności od indywidualnych preferencji, na podstawie analizy posiadanych informacji, zbudowany zostanie określony portfel inwestycyjny z założoną stopą zwrotu przy określonym poziomie akceptowanego ryzyka. Prawidłowa ocena zjawisk zachodzących na rynku danego aktywa kapitałowego pozostaje kluczowym zadaniem dla podejmowania rynkowych decyzji przez inwestorów. Rzetelna informacja o zmianach zachodzących na rynku pozwoli do minimum ograniczyć poziom ryzyka danej inwestycji. Raport World Wealth za rok 2008 sygnalizuje spadek udziału nieruchomości w portfelach inwestorów po roku 2006. W roku 2005 odnotowano poziom zaangażowania kapitału w nieruchomości na poziomie 16 proc.,

aby rok 2006 zamknął z zaangażowaniem 24 proc. Po rekordowym zwrocie kapitału w segmencie nieruchomości w roku 2006, inwestorzy wybrali swoje premie, wycofując kapitał z rynku nieruchomości i przenosząc do innych rynków inwestycyjnych. Od roku 2007 zauważamy stopniowy spadek udziału nieruchomości w ogólnym poziomie kapitału. Rok 2007 odnotował jedynie 14 proc., a prognozowany udział na rok 2009 to 11 proc.². Podstawowym kryterium oceny stanu poszczególnych rynków są indeksy. Indeksy służą zwiększeniu przejrzystości rynku, jak również dostarczają danych do porównania tej klasy aktywów z innymi. Na rynkach finansowych indeksy zmian cen pozwalają na bieżącą ocenę kondycji danego segmentu rynku. W przypadku rynku nieruchomości brak takiego indeksu jest podstawową przeszkodą dla efektywnego włączenia nieruchomości do portfela. Prace nad tworzeniem indeksu nieruchomości na rynku polskim prowadzone są przez kilka podmiotów. Czy jest możliwe stworzenie obiektywnego indeksu, obrazującego bieżące zmiany na polskim rynku nieruchomości? Zgodnie z opinią Głównego Urzędu Statystycznego obliczenie wskaźnika zmiany cen nieruchomości nie jest możliwe³.

Znane są natomiast doświadczenia krajów o rozwiniętych gospodarkach rynkowych, w których indeksy rynku nieruchomości istnieją od wielu lat. Poniższe rozważania mają na celu próbę stworzenia założeń dla skonstruowania indeksu w warunkach polskiego rynku nieruchomości. Istotne jest rozważenie segmentacji rynku nieruchomości w ujęciu przedmiotowym oraz geograficznym. Założyć należy, iż indeks, który powstanie, nie będzie zbiorem odzwierciedlającym całość procesów na rynku nieruchomości, lecz będzie to kilka indeksów na poszczególnych segmentach rynku, jak również skonstruowany zostanie w poszczególnych regionach, stanowiących odrębne rynki lokalne.

Cechy charakterystyczne indeksów rynku nieruchomości

PODSTAWOWE RODZAJE INDEKSÓW NIERUCHOMOŚCI I METODY ICH KONSTRUOWANIA

W zależności od przyjętego kryterium podziału, wyszczególnić można różne rodzaje indeksów nieruchomości.



Kierując się kryterium danych tworzących indeks, wyróżnić możemy **indeks cenowy** oraz **indeks dochodowy**⁴. Indeks cenowy powstaje w oparciu o uzyskane ceny transakcyjne, natomiast dochodowy uwzględnia uzyskiwane dochody z danego aktywa.

Literatura wyróżnia dwie metody konstruowania wskaźników cen. Metody proste, nieuwzględniające zmian cech jakościowych i ilościowych oraz metody złożone, czyli takie, które te zmiany uwzględniają. Do metod prostych zaliczyć można metody oparte na średniej lub medianie, natomiast grupa metod złożonych obejmuje metody regresji hedonicznej, powtórnej sprzedaży, średniej ważonej oraz hybrydowe⁵.

Ze względu na podstawę tworzenia indeksu, wyróżnimy **indeks oparty na cenach transakcyjnych** lub **indeks oparty na wycenie**⁶.

Indeks oparty na wycenie konstruowany jest w oparciu o określony wycinek rynku. Zasadniczą trudnością jest skonstruowanie baz danych reprezentacyjnych dla określonych segmentów rynku. Dostrzegalnym problemem jest konieczność procesu wygładzania stosowanego przez rzeczoznawców majątkowych, ze względu na wysoką niejednorodność nieruchomości.

Indeksy oparte na cenach transakcyjnych dzielimy dodatkowo na indeksy oparte

o przeciętne ceny transakcyjne, indeksy oparte na metodzie hedonicznej oraz skonstruowane na bazie co najmniej dwukrotnej sprzedaży.

Najprostszą metodą konstrukcji jest indeks oparty o przeciętne ceny transakcyjne. Wadą tego indeksu jest ryzyko nieuwzględnienia odmienności poszczególnych nieruchomości będących przedmiotem transakcji, brak wyodrębnienia właściwych czynników cenotwórczych. Najczęściej indeks taki opiera się jedynie na rodzaju nieruchomości, jej wielkości i cenie.

Kolejnym indeksem opartym o ceny transakcyjne jest indeks powstały za pomocą metody hedonicznej, pozwalający na zniwelowanie niedoskonałości uprzednio omówionego indeksu wg cen przeciętnych. Metoda ta pozwala na standaryzację nieruchomości poprzez uwzględnienie informacji o parametrach nieruchomości oraz określenie wpływu cech na ceny. Indeks ten powstaje za pomocą modelu ekonometrycznego, umożliwiając porównywalność słabo porównywalnych, niejednorodnych nieruchomości⁷. Bez tego narzędzia trudno byłoby odnaleźć przyczyny zmian cen na rynku. W modelu tym konieczna jest ocena czynników cenotwórczych, tak, by wyodrębnić „czysty” wzrost cen nieruchomości, przy założeniu *ceteris paribus*.

Ostatnim indeksem, z rodzaju indeksów opartych na wycenie, jest metoda oparta na co najmniej podwójnej sprzedaży. Zaletą

tego modelu jest fakt, iż odnosi się do tej samej nieruchomości, która w różnych odstępach czasu była przedmiotem transakcji, zmiana ceny wynika zatem bezpośrednio z tytułu upływu czasu. Ewentualne dodatkowe zmiany na nieruchomości mające wpływ na jej cenę pozostają proste do zdefiniowania. Wadą jest jednakże bardzo ograniczona baza nieruchomości, które były przedmiotem co najmniej dwukrotnego obrotu rynkowego (patrz – **Tabela 1**).

Dodatkowo należy wspomnieć, iż w krajach o rozwiniętych i aktywnych rynkach nieruchomości większość istniejących indeksów opiera się o istniejące fundusze nieruchomościowe, bazując na:

- 1) wynikach finansowych funduszy nieruchomościowych,
- 2) zmianach wartości portfeli funduszy nieruchomościowych.

Możliwość zaimplementowania podobnego rozwiązania na rynku polskim jest jednakże na obecnym etapie niemożliwa ze względu na ograniczoną liczbę funkcjonujących w naszym kraju funduszy nieruchomościowych oraz ich ograniczoną aktywność inwestycyjną w porównaniu do krajów o aktywnych rynkach. Wybrane indeksy rynku nieruchomości funkcjonujących w Europie, z uwzględnieniem poziomu reprezentacyjności danych, wartości nieruchomości zawartych w portfelu

TABELA 1.
Rodzaje indeksów nieruchomości – wg kryterium podstawy tworzenia.

RODZAJE INDEKSÓW		ZALETY	WADY
INDEKS OPARTY NA WYCENIE		Profesjonalna ocena rynku dokonana przez rzeczoznawców majątkowych obrazuje zmiany wartości rynkowej	Wykorzystanie efektu wygładzania zwiększające ryzyko błędu
INDEKSY OPARTE NA CENACH TRANSAKCYJNYCH	Indeks oparty o przeciętne ceny transakcyjne	Najprostsza konstrukcja oparta o dokonywane transakcje	Brak uwzględnienia czynników cenotwórczych i wyodrębnienia czystego wzrostu
	Indeks oparty o ceny hedoniczne	Uwzględnienie czynników cenotwórczych i wyodrębnienie czystego wzrostu	Ograniczone bazy danych zawierających opisy cech danych nieruchomości
	Indeks oparty na co najmniej dwukrotnej sprzedaży	Możliwość wyodrębnienia czystego wzrostu ceny nieruchomości	Ograniczona liczba nieruchomości będących przedmiotem min. dwukrotnego obrotu

Źródło: opracowanie własne.

TABELA 2.

Wybrane indeksy rynku nieruchomości funkcjonujące w Europie.

KRAJ	ROK ROZPOCZĘCIA FUNKCJONOWANIA INDEKSU	DOSTĘPNE WSKAŹNIKI	WARTOŚĆ NIERUCHOMOŚCI W BANKU DANYCH NA KONIEC 2004 R.	POZIOM REPREZENTACYJNOŚCI BAZY DANYCH
Dania	2000	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	9,2 mld euro	39 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane spółki inwestycyjne nieruchomości
Finlandia	1998	zmiana wartości rynkowej	12 mld euro	60 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane oraz nienotowane spółki inwestycyjne nieruchomości
Francja	1998	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	65 mld euro	52 proc. rynku inwestycyjnego
Niemcy	1996	zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	53 mld euro	30 proc. rynku inwestycyjnego
Irlandia	1984	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	2005-4,5 mld euro	bd.
Holandia	1995	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	40 mld euro	60 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane spółki inwestycyjne nieruchomości
Portugalia	2000	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	6,9 mld euro	60 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane spółki inwestycyjne nieruchomości
Hiszpania	2001	zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	10,5 mld euro	44 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane spółki inwestycyjne nieruchomości
Szwecja	1997	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	16,2 mld euro	40 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane spółki inwestycyjne nieruchomości
Wielka Brytania	1981	zmiana wartości czynszowej, zmiana wartości rynkowej, stopa zwrotu całkowitego, stopa zwrotu dochodu	171,1 mld euro	45 proc. rynku inwestycyjnego

Źródło: George Matysiak, Magdalena Załączna, Barometry i indeksy rozwiniętych rynków nieruchomości, a źródła informacji dostępne w Polsce, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Rynek kapitałowy, Skuteczne inwestowanie” cz. II, red. nauk. W. Tarczyński, nr 462, Finanse – Rynki Finansowe – Ubezpieczenia nr 4, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2007.

będącym źródłem danych dla indeksu oraz możliwe do otrzymania informacje z indeksu prezentuje **Tabela 2.**

Wiodącym krajem, posiadającym największe doświadczenie w analizie sytuacji na rynku nieruchomości, jest Wielka Brytania, w której indeks publikowany jest od roku 1981 na podstawie zmian zachodzących w portfelu o wartości 171,1 mld euro (wartość na koniec 2004 r.). Kolejnymi indeksami pod względem wartości portfela bazowego są rynki Francji i Niemiec (odpowiednio 65 i 53 mld euro). Pod względem poziomu reprezentacyjności danych na czołową wysuwają się Finlandia,

Holandia i Portugalia, w których indeks tworzony jest na podstawie 60 proc. nieruchomości posiadanych przez instytucje finansowe i notowane oraz nienotowane spółki inwestycyjne nieruchomości.

OBSZAR RYNKU NIERUCHOMOŚCI OBJĘTEGO INDEKSEM – UJĘCIE PRZEDMIOTOWE

Istotnym pytaniem pozostaje rozważenie, dla jakich typów nieruchomości procedura indeksacji ma sens? Najprostsze do przeprowadzenia procesu indeksacji są dobra

wysoce standaryzowane. W przypadku nieruchomości możemy tutaj wspomnieć o nieruchomościach podobnej klasy i użyteczności, jak np. biurowce określonej klasy (biurowce klasy A, B, C), magazyny jako nowoczesne centra logistyczne, mieszkania w określonym standardzie.

Przyjmując kryterium wykorzystania nieruchomości wyróżnimy nieruchomości o charakterze lokacyjnym i produkcyjnym. Dla tworzenia indeksu analizą objąć należy jedynie nieruchomości lokacyjne, rozumiane jako przedmiot inwestowania dla osiągnięcia korzyści finansowych

z bieżących dochodów z nieruchomości, jak również z aprecjacji wartości. Wydaje się zasadne wykluczenie z dalszych rozważań nieruchomości produkcyjnych, które posiadają wysoce zindywidualizowane cechy oraz parametry uniemożliwiające znalezienie nieruchomości podobnych na rynku (brak możliwości indeksacji), jak również cechują się bardzo niską płynnością. Często przy wycenie tego typu nieruchomości szacuje się ich wartość odtworzeniową, rzadziej rynkową. Wychodząc z założenia, iż indeks cen służyć ma przede wszystkim inwestorom na rynku nieruchomości, celowe wydaje się być odrzucenie w analizach nieruchomości produkcyjnych, służących głównie zwiększaniu zdolności wytwórczych przedsiębiorstw, jakkolwiek nie można wykluczyć możliwości podejmowania przez przedsiębiorstwa inwestycji o charakterze lokacyjnym.

Szczególnego podkreślenia wymaga jednorodność dobra poddanego indeksacji. W przypadku nieruchomości, ze względu na ich szczególne cechy, przekładające się na słabą porównywalność, nie można mówić o dobrach jednorodnych. Mnogość cech cenotwórczych w każdym segmencie wymusza konieczność standaryzacji

poszczególnych cech nieruchomości. Pojawia się tutaj istotny problem, jak dalece można zestandaryzować dobra, tak, aby nie utraciły swoich specyficznych cech, które mogą w istotny sposób wpływać na wartość. Z jednej strony bez procesu standaryzacji nie jest możliwe stworzenie indeksu aktywów kapitałowych, z drugiej strony w przypadku nieruchomości, które są dobrami wyjątkowo niejednorodnymi, standaryzacja doprowadzić może do braku wymierności indeksu.

Ograniczony powyższymi założeniami obszar rynku poddany indeksacji powinien obejmować segmenty rynku nieruchomości uwidocznione są w **Tabeli 3**.

Jedynie stworzenie odrębnych indeksów dla powyżej zaproponowanych segmentów rynku jest zasadne, ze względu na odrębnie zachodzące zjawiska w poszczególnych segmentach rynku oraz ze względu na cechy cenotwórcze charakteryzujące dane rodzaje nieruchomości.

Celowo unika się podstawowej segmentacji rynku na nieruchomości komercyjne i mieszkaniowe, gdyż powyżej zaprezentowane założenia pozwalają spoglądać również na rynek nieruchomości mieszkaniowych w ujęciu lokacyjnym.

OBZAR RYNKU NIERUCHOMOŚCI OBJĘTEGO INDEKSEM – UJĘCIE GEOGRAFICZNE

Nie jest możliwe stworzenie jednego indeksu dla każdego z zaproponowanych segmentów na obszarze całego kraju. Znaczącą różnicę cenową w poszczególnych miastach, błędem byłoby uśrednienie obserwowanych zmian dla poszczególnych lokalizacji w jednym indeksie. Zdaniem autora, na zbiór indeksów dla poszczególnych segmentów nałożyć należy siatkę geograficzną. Badać należy, dla których rodzajów nieruchomości i w jakich lokalizacjach zjawiska zmiany cen następują w podobnym tempie, pod wpływem podobnych czynników. Indeksy zaprezentowane powinny być w formie tabeli macierzowej uwzględniającej ujęcie przedmiotowe i geograficzne. W tabeli powinny się znaleźć odrębne rynki lokalne, dla których obserwowane są odmienne zjawiska na rynku lub inne natężenie cech cenotwórczych.

W zależności od zasobności baz danych o cenach i cechach nieruchomości będących przedmiotem obrotu wolnorynkowego, można będzie wyodrębnić poszczególne

TABELA 3.
Indeksy zmian cen na rynku nieruchomości – ujęcie przedmiotowe.

RODZAJE INDEKSÓW – UJĘCIE PRZEDMIOTOWE		
1	Nieruchomości biurowe	wskaźnik zmiany cen powierzchni biurowych klasy A wskaźnik zmiany cen powierzchni biurowych klasy B wskaźnik zmiany cen powierzchni biurowych klasy C
2	Nieruchomości handlowe	wskaźnik zmiany cen powierzchni handlowych
3	Nieruchomości magazynowe	wskaźnik zmiany cen powierzchni magazynowych
4	Nieruchomości mieszkaniowe	wskaźnik zmiany cen lokali mieszkaniowych w budownictwie typowym wskaźnik zmiany cen budynków jednorodzinnych
5	Nieruchomości lokalowe w starych kamienicach	wskaźnik zmiany cen lokali użytkowych wskaźnik zmiany cen lokali mieszkalnych
6	Nieruchomości gruntowe	wskaźnik zmiany cen gruntów komercyjnych wskaźnik zmiany cen gruntów mieszkaniowych wskaźnik zmiany cen gruntów rolnych i leśnych

Źródło: opracowanie własne.



rynków geograficznie. Na dzień dzisiejszy wydaje się konieczne konstruowanie indeksów dla poszczególnych miast. Wraz z rozwojem rynku przekładającym się na ilość zawieranych transakcji oraz jakość informacji dostarczanych przez bazy danych, możliwe będzie agregowanie danych w coraz większe segmenty geograficzne.

Kluczowym jednakże problemem pozostaje sposób, w jaki można zbierać informacje o rynkach, weryfikować i standaryzować, tak aby móc otrzymać jednoznaczny indeks obrazujący zmiany w danym segmencie. Budowa indeksu rynku nieruchomości związana jest z koniecznością uwzględniania trudności związanych z małą ilością transakcji oraz odmiennością każdej nieruchomości. W dalszej kolejności należy zatem rozważyć, jakie istnieją możliwości tworzenia jednorodnych wskaźników cen nieruchomości.

Podsumowanie

Wskaźniki zmian cen nieruchomości w krajach zachodnich powstają głównie w oparciu o portfele inwestycyjne funduszy nieruchomościowych. W warunkach polskiego rynku trudno jest mówić o rynku rozwiniętym, pozwalającym na utworzenie indeksu zmian cen nieruchomości na podstawie inwestycji funduszy nieruchomościowych. Liczba funkcjonujących funduszy jest niewystarczająca dla utworzenia

wiarygodnego indeksu odzwierciedlającego zmiany zachodzące na rynku. Z tego względu należy szukać innych źródeł informacji. Szerokie możliwości wykorzystania indeksów rynku nieruchomości motywują do dalszych poszukiwań rozwiązań w tym kierunku. Powyższe opracowanie wskazuje na bariery w utworzeniu takiego wskaźnika, jak również przedstawia założenia, które zgodnie ze zdaniem autora, wskazują na kierunek dalszych poszukiwań. Omówione zostały rodzaje indeksów, w zależności od przyjętego kryterium podziału. Próbowano przedstawić wady i zalety każdej konstrukcji. Nie jest możliwe zbudowanie jednego reprezentatywnego indeksu dla całego kraju, dlatego też wskazano na konieczność segmentacji przedmiotowej rynku, wykluczając nieruchomości produkcyjne oraz próbując usystematyzować podział nieruchomości lokacyjnych, tak aby móc na ich podstawie skonstruować obiektywny wskaźnik zmian cen dla poszczególnych segmentów rynku. Dalszej głębszej analizy wymaga segmentacja geograficzna krajowego rynku nieruchomości. W zależności od obserwowanych wspólnych czynników cenotwórczych należy dokonać właściwej agregacji rynku. Wbrew opiniom, iż utworzenie indeksu nieruchomości w obecnych warunkach polskiego rynku nieruchomości jest niemożliwe, należy podjąć dalsze prace i badania nad wskazywaniem właściwych kierunków

stworzenia wiarygodnego indeksu, monitorującego rynek nieruchomości oraz dostarczającego informacji o zachodzących procesach instytucjom finansowym i innym podmiotom związanym z inwestycjami na rynku nieruchomości. ■ ■ ■

PRZYPISY

- Urban K., Nieruchomość jako instrument stabilizujący portfel inwestycyjny „Finansowanie Nieruchomości” nr 13, 2007.
- World Wealth Report 2008, s. 17.
- Oświadczenie rzecznika Prasowego Prezesa GUS w sprawie „wskaźnika zmiany cen nieruchomości” – czyli 10 lat walki z bublek prawnym, Warszawa, 09.01.2008 r.
- Matysiak G., Załęczna M., Barometry i indeksy rozwiniętych rynków nieruchomości a źródła informacji dostępne w Polsce, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Rynek kapitałowy, Skuteczne inwestowanie” cz. II, red. nauk. W. Tarczyński, nr 462, Finanse – Rynki Finansowe – Ubezpieczenia nr 4, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2007.
- Trojanek R., Porównanie metody średniej oraz średniej ważonej konstruowania indeksów cen nieruchomości mieszkaniowych, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, vol. 17 nr 2 2009 s. 32.
- Matysiak G., Załęczna M., Barometry i indeksy rozwiniętych rynków nieruchomości a źródła informacji dostępne w Polsce – op. cit.
- „Nieruchomości badamy w skali makro”, Rozmowa NBP z prof. SGH dr. hab. Jackiem Łaszkiewiczem, 05 lutego 2009, www.nbpnews.pl