

Nieruchomości jako składnik portfela inwestycyjnego

KRYSZYNA URBAN

Każdy inwestor, budując swój portfel, zmierza do minimalizowania ryzyka przy zadanej stopie zwrotu z inwestycji lub przy akceptowalnym poziomie ryzyka i stara się maksymalizować stopę zwrotu. Jednym z najważniejszych sposobów obniżania ryzyka jest jego dywersyfikacja, czyli włączanie do portfela instrumentów nisko lub wręcz ujemnie skorelowanych ze sobą, reagujących na odmienne czynniki. Znane teorie budowy portfeli skierowane są na instrumenty finansowe, jak akcje, obligacje oraz inne lokaty na rynku kapitałowym. Wszystkie te instrumenty cechuje podzielność i wysoka płynność, co przesądza o możliwości tworzenia oraz dynamicznego zarządzania portfelem inwestycyjnym.

Zainteresowanie nieruchomościami jako przedmiotem inwestycji wciąż wzrasta. Przemawia za tym obserwowany stały wzrost wartości nieruchomości oraz specyficzne cechy, niespotykane wśród innych instrumentów rynku kapitałowego, jak skuteczna ochrona przed inflacją, niskie ryzyko inwestycji, źródło uzyskiwania dochodu bieżącego, zabezpieczenie kapitału, możliwość odmrożenia kapitału, źródło ulg podatkowych, możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego dzięki niskiemu skorelowaniu nieruchomości z instrumentami rynku kapitałowego. Wszystkie te cechy zachęcają do podejmowania inwestycji w nieruchomości, jak również wskazują na słusność włączania nieruchomości w portfele inwestycyjne dla obniżenia ryzyka całego portfela.

NIERUCHOMOŚĆ A TEORIA PORTFELA

Narzędziem służącym do wyboru i zestawiania ze sobą odpowiednich akcji w celu obniżenia ryzyka inwestycyjnego jest analiza portfelowa, która powstała w latach 50. XX wieku i odnosi się do instrumentów finansowych. Zgodnie z modelem zaproponowanym przez Markowitza, cechą charakterystyczną dla każdego inwestora indywidualnego jest poziom oczekiwanego zysku i akceptowany dla danego zysku poziom ryzyka. Zależności te, jakkolwiek różne i zależne od indywidualnych cech osobowych, mają dla wszystkich inwestorów jednakowy charakter. Stopa zwrotu określa długoterminową tendencję zachowania akcji, a ryzyko umożliwia ocenę wahań wokół wartości określającej tendencję.

Ryzyko wynika stąd, że decyzje inwestycyjne dotyczą nieznanego przyszłości i są obciążone niepewnością. Wartości te są wyznaczane z użyciem metod statystycznych i pozwalają ściśle opisać instrument finan-



Krystyna Urban
Doktorantka w Katedrze
Inwestycji AE w Katowicach,
właścicielka firmy URBAN Consulting
Wycena Nieruchomości
i Przedsiębiorstw



sowy z użyciem parametrów ilościowych. Oprócz tych dwóch parametrów, Markowicz zwrócił uwagę, że każda para akcji charakteryzuje się współczynnikiem korelacji, który określa powiązanie zachowań obu walorów. Wysoka korelacja świadczy o podobnym reagowaniu akcji na te same informacje. Niska świadczy o braku powiązań, a ujemna – o przeciwnym reagowaniu na daną sytuację. Niska, bądź ujemna korelacja charakteryzuje np. akcje firm należących do różnych branż.

Do portfela powinny być wybierane instrumenty o najwyższej stopie zwrotu, najniższym ryzyku i najniższej korelacji, co obniża ryzyko portfela. Najczęściej stosowanymi miarami oceny portfeli inwestycyjnych na rynku kapitałowym jest oczekiwana stopa zwrotu oraz odchylenie standardowe jako miara ryzyka.

Stopa zwrotu z portfela aktywów jest średnią ważoną stóp zwrotu z poszczególnych instrumentów finansowych składających się na dany portfel.

$$R_p = \sum x_i * R_i$$

Gdzie:

R_p – stopa zwrotu z portfela

x_i – waga instrumentu i (wagi x_i zawsze sumują się do 1)

R_i – stopa zwrotu z instrumentu i

m – ilość instrumentów w portfelu

Wagą są udziały instrumentów w całości portfela. Odnosząc się do wartości oczekiwanych, powyższy wzór przybierze następującą postać:

$$E(R_p) = \sum x_i * E(R_i)$$

Gdzie:

E(R_i) – oczekiwana stopa zwrotu i-tego waloru.

Podstawowym problemem praktycznym jest określenie oczekiwanej stopy zwrotu z rynku kapitałowego w przyszłości. Wyznaczenie oczekiwanej stopy zwrotu może opierać się na założeniu, iż przyszłe stopy zwrotu będą zbliżone do stóp w przeszłości. Wówczas możemy obliczyć średnią oczekiwaną

stopę zwrotu na podstawie dostępnych notowań z przeszłości.

Wynikająca z teorii portfela dywersyfikacja jako metoda obniżenia ryzyka, zaowocowała poszukiwaniem nowych rynków inwestycyjnych, nisko skorelowanych między sobą. Obszar poszukiwań poszerzono o rynki aktywów materialnych, w tym o rynek nieruchomości.

Nieruchomość jako składnik portfela ma następujące zalety:

- stopy zwrotu z nieruchomości wykazują niską korelację ze stopami zwrotu z akcji i obligacji, co spełnia założenia dywersyfikacji portfela
- występuje dodatnia korelacja między dochodami a wskaźnikami cen artykułów konsumpcyjnych, co przekłada się na ochronę przed inflacją portfela, w którym znajdują się nieruchomości
- zwroty z nieruchomości charakteryzują się niższym odchyleniem standardowym niż zwroty z papierów wartościowych, co oznacza, iż inwestycje w nieruchomości odznaczają się większą przewidywalnością.

Przedmiotem rozważań opracowania jest łączenie w jednym portfelu inwestycji w nieruchomości z inwestycjami w inne instrumenty finansowe. Charakterystyczne cechy nieruchomości z jednej strony wskazują, iż nieruchomości obniży ryzyko całego portfela, z drugiej jednak strony ukazują bariery w wykorzystaniu nieruchomości jako składnika portfela, głównie poprzez:

Tabela 1. Cechy nieruchomości istotne z punktu widzenia tworzenia portfela.

ZALETY	WADY
Zabezpieczenie kapitału	Niska płynność
Ochrona przed inflacją	Niepodzielność
Niewielka korelacja z innymi składnikami portfela	Wysoka kapitalożłonność
Źródło stałych dochodów	Niska efektywność rynku - brak informacji o rynku
Podstawa uzyskania ulg podatkowych	Mała elastyczność rynku nieruchomości
Umiarkowane ryzyko inwestowania	Konieczność zarządzania

Źródło: opracowanie własne.

- brak możliwości właściwej kalkulacji przyszłej stopy zwrotu z nieruchomości
- brak możliwości precyzyjnej oceny ryzyka
- niespełnienie założenia podzielności i płynności, jako podstawowych warunków teorii portfela.

Nieruchomość jako zabezpieczenie kapitału oraz jako ochrona przed inflacją

Nieruchomość jako przedmiot inwestycji jest dobrem stanowiącym zabezpieczenie kapitału przed utratą jego realnej wartości. Ponieważ w długim okresie nieruchomości wykazuje wzrost swojej wartości, lokata taka stanowi zabezpieczenie zainwestowanego kapitału. Wartość nieruchomości w długim okresie przyrasta co najmniej w tym samym tempie, co inflacja. Występująca dodatnia korelacja między dochodami z nieruchomości a wskaźnikami cen artykułów konsumpcyjnych

przemawia za ochroną kapitału zainwestowanego w nieruchomości przed inflacją.

Nieruchomość jako źródło dochodu

Lokata kapitału w nieruchomości może stanowić źródło kilku odrębnych strumieni dochodu, w tym:

- dochody operacyjne netto o charakterze czynszowym
- dochody pozaczynszowe
- dochody w postaci przychodów z tytułu reinwestowania kapitału dzięki możliwości odmrażania kapitału zainwestowanego w nieruchomości poprzez hipoteczne zabezpieczenie wiarygodności kredytowych
- spodziewany wzrost wartości nieruchomości w czasie, zysk inwestora w dniu sprzedaży nieruchomości.

Konieczne jest jednakże rozróżnienie poszczególnych segmentów rynku nieruchomości - każdy rodzaj nieruchomości, charakteryzując się innymi parametrami oraz innymi właściwościami, niesie za sobą inne spodziewane przepływy pieniężne. Podobnie jest z lokalizacją nieruchomości, parametrami technicznymi oraz innymi cechami poszczególnych nieruchomości będących przedmiotem inwestowania, które przesądzą o ostatecznej stopie zwrotu z inwestycji w daną nieruchomość.

Nieruchomość jako podstawa uzyskiwania ulg podatkowych

Decyzje o inwestycji w nieruchomości często podejmowane są w oparciu o oczekiwane uzyskanie ulg podatkowych. Podstawową ulgą, jakiej spodziewać się może inwestor, jest ujęcie odsetek kredytu hipotecznego jako kosztu uzyskania przychodu. Dzięki takiej możliwości efektywny koszt kredytu jest relatywnie niższy.

Istniejąca do roku 2006 ulga budowlana z tytułu budowy lub remontu budynków mieszkalnych, zarówno własnych, jak i przeznaczonych na wynajem, stanowiła dodatkową zachętę inwestorów do lokowania w nieruchomości.

Efektywność rynku nieruchomości

Niska efektywność rynku nieruchomości przejawia się w braku bieżących informacji na temat zmian na nim zachodzących. W powiązaniu z wysokim zindywidualizowaniem nieruchomości - nieruchomości opisywana jest zarówno poprzez jej cechy techniczno-użytkowe, jak również geograficzno-przestrzenne - trudno mówić o efektywności tego rynku. Opóźnienia w publikowaniu danych o transakcjach związanych z poszczególnymi nieruchomościami dodatkowo utrudniają efektywną ocenę rynku.

Elastyczność rynku nieruchomości

Ze względu na długi proces budowlany, rynek nieruchomości cechuje się niską elastycznością. Brak aktualnych miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego na większości obszarów naszego kraju wydłuża okres oczekiwania na wydanie pozwolenia

na budowę (konieczność uzyskania dla każdej inwestycji indywidualnej decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu). O długim procesie budowlanym decyduje również spełnienie wszystkich wymagań formalno-prawnych, pozwoleń, uzbrojenia terenu i innych. Dodatkową barierą w szybkim dostosowaniu podaży do popytu na rynku jest wysoka kapitałochłonność budowy nieruchomości, jak również coraz częstszy problem braku pracowników w branży budowlanej. Swój istotnym czynnikiem zmniejszającym elastyczność rynku jest brak uregulowań w sprawie zawodu dewelopera.

Płynność nieruchomości

W odniesieniu do tematu niniejszego opracowania niska elastyczność rynku nieruchomości jest również rozumiana jako brak płynności nieruchomości. Stosunkowo długi okres upłynnienia kapitału zainwestowanego w nieruchomość w stosunku do innych instrumentów portfela wieloskładnikowego utrudnia zastosowanie analizy portfelowej jako narzędzia ograniczania ryzyka w odniesieniu do rynku nieruchomości.

Niepodzielność i wysoka kapitałochłonność nieruchomości

Niepodzielność w kontekście włączania nieruchomości do portfeli związana jest z jej wysoką kapitałochłonnością. Koncepcja tworzenia portfeli wieloskładnikowych jako metoda obniżania ryzyka inwestycji opiera się na znacznej dywersyfikacji przedmiotów inwestycji. Wysoka kapitałochłonność oraz niepodzielność nieruchomości przemawia przeciw włączaniu jej do portfela. Dlatego nieruchomości o danej wielkości (wartości) można włączać jedynie do portfeli o odpowiednio wysokiej wartości całościowej, tak by udział nieruchomości w portfelu nie przesądzał o wielkości (wartości) całego portfela.

KALKULACJA STOPY ZWROTU ORAZ OCENA RYZYKA INWESTYCJI W NIERUCHOMOŚCI

Kalkulacja stopy zwrotu oraz ocena ryzyka jest utrudniona głównie z powodu niedostatecznych informacji o cenach transakcyjnych nieruchomości, ze względu na brak możliwości stałego obserwowania rynku oraz opisu rynku za pomocą indeksu cen, co dodatkowo utrudnia precyzyjną ocenę ryzyka.

Opóźnione pojawianie się informacji o cenach transakcji w stosunku do daty ich zawarcia dodatkowo zniekształcając bieżącą ocenę rynku, a tym samym utrudniając ocenę wpływu inwestycji w nieruchomości na stopę zwrotu oraz ryzyko całości portfela.

Jeżeli przyjmujemy, iż na oczekiwaną stopę zwrotu z nieruchomości składają się przepływy pieniężne z bieżących dochodów oraz z zależności pomiędzy ceną nabycia i ceną sprzedaży, możemy dostrzec problem oceny przyszłej ceny sprzedaży w warunkach

zmieniającego się rynku. O ile kalkulacja przepływów pieniężnych z tytułu dochodów czynszowych i pozaczynszowych nie stanowi problemu, o tyle utrudniona jest prognoza przyszłej ceny sprzedaży ze względu na małą efektywność rynku nieruchomości oraz wysokie zindywidualizowanie każdej z nieruchomości.

Z tego punktu widzenia można dostrzec zalety inwestowania w nieruchomości typowe, o wysokim stopniu jednorodności, jak i nieruchomości komercyjne, w szczególności budynki biurowe w danej klasie standardu. Duża liczba transakcji biurami skutkuje większą efektywnością tego segmentu rynku. Regularnie publikowane raporty na temat poziomu stawek czynszowych oraz poziomów pustostanów w budynkach pozwalają na precyzyjne wyliczenie bieżących dochodów oraz stopy zwrotu. Podkreślenia wymaga warunek wysokiej jednorodności podobnych budynków, gdyż najemcy oczekują określonych standardów, jakim budynek powinien odpowiadać. Dzięki tak efektywnemu rynkowi możemy spodziewać się, iż wszystkie budynki w badanej klasie są nieruchomościami (biurowce klasy A, B, C) podobnymi, różniącymi się jedynie lokalizacją. Dla Warszawy dodatkowo prowadzone są badania poziomu cen najmu oraz poziomu pustostanów w odniesieniu do lokalizacji (wydzielenie Centralnego Obszaru Biznesu). Aby mówić o efektywności rynku, należałoby również zastanowić się nad potrzebą oraz sposobem konstrukcji ogólnokrajowej bazy danych, która stanowiłaby podstawę do stworzenia indeksów rynku nieruchomości w postaci średniej ceny sprzedaży danego typu nieruchomości, stopy zwrotu z inwestycji w danym segmencie oraz odchylenia standardowego stopy zwrotu jako miary ryzyka. Warto również podkreślić konieczność podniesienia jakości – poprzez precyzyjną charakterystykę nieruchomości będącej przedmiotem transakcji – aktów notarialnych pod względem ich przydatności do badania rynku nieruchomości.

PORTFEL INWESTYCYJNY Z NIERUCHOMOŚCIAMI

W celu otrzymania portfela optymalnego przy zadanym poziomie oczekiwanej stopy zwrotu lub akceptowanego ryzyka, kluczowym zadaniem jest wyznaczenie właściwego poziomu udziałów poszczególnych składników portfela, w tym nieruchomości, poprzez rozwiązanie odpowiedniego równania optymalizującego.

Znając podstawowe bariery włączenia nieruchomości w portfel inwestycyjny, należy podjąć próbę ich wyeliminowania. Analizą objęto tworzenie portfela wieloskładnikowego, obejmującego zarówno nieruchomości, jak również inne instrumenty rynku finansowego, gdyż zdaniem autora szerszym zakresem jest badanie portfela składającego się z różnych instrumentów finansowych. Włączenie nieruchomości do portfela poprzedzone będzie przeprowadzeniem

Tabela 2. Propozycje wyeliminowania barier występujących przy włączeniu nieruchomości do portfeli.

BARIERY ZASTOSOWANIA TEORII PORTFELA DO NIERUCHOMOŚCI	PROPOZYCJE WYELIMINOWANIA BARIER
Trudności w kalkulacji stopy zwrotu	
- ograniczony dostęp do informacji o cenach transakcyjnych nieruchomości podobnych	Utworzenie ogólnokrajowych baz danych z segmentacją rodzajową oraz geograficzną
- brak wiarygodnych indeksów zmian cen nieruchomości	Stworzenie indeksu zmian cen nieruchomości na podstawie krajowych baz danych (np. przeciętna cena danego rodzaju nieruchomości, wyliczanie stopy zwrotu z poszczególnych typów nieruchomości)
- rzadkość dokonywanych transakcji	Stworzenie indeksu zmian cen nieruchomości na podstawie krajowych baz danych (np. przeciętna cena danego rodzaju nieruchomości)
- określenie przyszłej ceny sprzedaży	Zdefiniowanie zbioru czynników oraz kierunku i siły ich wpływu na zmiany cen nieruchomości, szacowanie trendu zmiany cen w czasie poszczególnych typów nieruchomości
Trudności w kalkulacji ryzyka	
- informacja o wartości nieruchomości w okresie, kiedy nie są znane bieżące informacje o jej cenach (niska efektywność rynku)	Założenia w oparciu o notowania indeksu z dnia poprzedniego Wyliczenie stopy zwrotu oraz odchylenia standardowego w określonym czasie oraz określenie trendu zmiany cen w badanym okresie
- różne rodzaje nieruchomości determinowane innymi czynnikami (struktura rodzajowa i przestrzenna)	Podział rynku nieruchomości na segmenty, a także zdefiniowanie zbioru czynników oraz kierunku i siły ich wpływu na zmiany cen poszczególnych rodzajów nieruchomości Włączanie do portfela inwestycyjnego jedynie nieruchomości o charakterze lokacyjnym (nieruchomości o charakterze produkcyjnym cechują się wysokim zindywidualizowaniem, niską płynnością i są mało reprezentatywne) Stworzenie wskaźników o wymiarze geograficznym dla pogrupowania poszczególnych lokalizacji względem podobnych cech (wg wzoru Rekomendacji) Wyodrębnienie czynników, które wpływać będą jedynie na bieżące dochody od czynników, które wpływać będą na ostateczną cenę sprzedaży nieruchomości. Klasyfikacja czynników decydujących o ryzyku specyficznym oraz systematycznym.
Niepodzielność	
- wysoka kapitałochłonność pojedynczej nieruchomości	Włączanie nieruchomości jedynie w portfele o wysokiej wartości pozostałych instrumentów finansowych, tak by udział nieruchomości w całości nie przesądzał o wielkości (wartości) portfela Podział nieruchomości na udziały-inwestycje w certyfikaty udziałowe funduszy nieruchomościowych
Niska płynność	
- stosunkowo długi okres zakupu i sprzedaży nieruchomości	Usprawnienie pracy sądów wieczysto-księgowych Usprawnienie pracy pośredników nieruchomości Wysoka wymiana informacji na rynku

Źródło: opracowanie własne.

analizy na rynku nieruchomości i taki dobór różnych rodzajów nieruchomości, które pozwolą na stworzenie optymalnego portfela nieruchomości i następnie włączenie go w szerszy portfel różnych instrumentów finansowych. W portfelu wieloskładnikowym dobór właściwych nieruchomości wymaga odrębnej analizy portfelowej, dlatego udział nieruchomości w takim portfelu można określić jako subportfel. Tylko włączenie wielu odpowiednio dobranych instrumentów inwestycyjnych pozwoli na redukcję ryzyka oraz jednoczesny wzrost stopy procentowej.

Zwracając uwagę na wymienione już bariery w zastosowaniu analizy portfelowej dla nieruchomości, w poniższej tabeli 2 zaprezentowano rozważania autora nad próbą ich wyeliminowania.

WNIOSKI

Wysoce pożądanym jest włączenie nieruchomości do portfeli inwestycyjnych ze względu na ich szczegól-

ne cechy, jak niskie skorelowanie z rynkami finansowymi, ochrona przed inflacją, gwarancja wzrostu wartości wraz z możliwością czerpania bieżących dochodów z nieruchomości, czy możliwość odmrażania kapitału zainwestowanego w nieruchomość poprzez hipoteczne zabezpieczenie wiarygodności kredytowych. Jednakże występujące bariery w postaci niskiej płynności, niepodzielności, wysokiej kapitałochłonności oraz niskiej efektywności i niskiej elastyczności rynku nieruchomości utrudniają włączanie nieruchomości do portfeli wieloskładnikowych.

W artykule wskazane zostały podstawowe zalety włączania nieruchomości do portfeli inwestycyjnych wieloskładnikowych, jak również bariery, które utrudniają analizę portfelową w odniesieniu do nieruchomości. Wskazane zostały również propozycje wyeliminowania tych barier. Dodatkowo, dla podjęcia próby stworzenia modelu tworzenia portfeli z nieruchomościami oraz dla jego pozytywnej weryfikacji, konieczne jest przyjęcie dalszych założeń i ograniczeń. Istot-

ne jest rozważenie segmentacji rynku nieruchomości w ujęciu przedmiotowym oraz geograficznym.

Należy odpowiedzieć na pytanie, czy tworząc portfele należy rozpatrywać wszystkie rodzaje nieruchomości. Dla jakich typów nieruchomości procedura indeksacji ma sens? Wydaje się zasadne wykluczenie z dalszych rozważań nieruchomości produkcyjnych oraz ujęcie jedynie nieruchomości o charakterze lokacyjnym. Nieruchomości produkcyjne mają wysoce zindywidualizowane cechy oraz parametry uniemożliwiające znalezienie nieruchomości podobnych na rynku (brak możliwości indeksacji), jak również cechując się bardzo niską płynnością. Często przy wycenie tego typu nieruchomości szacuje się ich wartość odtworzeniową, rzadziej rynkową.

Dodatковым ograniczeniem budowy modelu włączenia nieruchomości do portfela inwestycyjnego powinna być klasyfikacja nieruchomości pod względem ich wielkości (wartości). Kryterium wielkości (wartości) nieruchomości ma znaczenie przy eliminowaniu jednej z cech nieruchomości przemawiających za niemożliwością włączenia do portfeli, jaką jest ich niepodzielność. Jeżeli wielkość (wartość) nieruchomości stanowiłaby dodatkowe kryterium klasyfikacji, ułatwiłoby to włączanie nieruchomości o danej wielkości (wartości) jedynie do portfeli o odpowiednio wysokiej wartości całościowej, tak by udział nieruchomości w portfelu nie przesądzał o wielkości (wartości) całego portfela, łamiąc podstawowe zadanie, jakim jest dywersyfikacja ryzyka, dla którego powstała teoria budowy portfeli wieloskładnikowych. ■

Literatura:

1. Kucharska-Stasiak E., *Inwestowanie w nieruchomości*, Valor, Warszawa 1999.
2. Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.
3. Śmietana K., *Nieruchomość jako składnik portfela inwestycyjnego*, w: *Studia Ekonomiczne nr 44, „Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty”*, red. H. Henzel, AE Katowice, Katowice 2007.
4. *Wybrane problemy ilościowej analizy portfeli akcji*, pod red. D. Kopańskiej-Bródki, AE Katowice, Katowice 2004.
5. Kolupa M., Plebaniak J., *Budowa portfela lokat*, PWE, Warszawa 2000.

