

Janusz Dąbrowski\*

## **Określenie celu i zakresu wyznaczenia atrybutów makroekonomicznych na potrzeby określenia bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości z uwagi na minimalizację ryzyka**

### **1. Polskie Standardy Zawodowe**

Polskie Standardy Zawodowe (Standard III.7) określają zasady i warunki zastosowania podejścia porównawczego. W punkcie 1.2 stwierdza się, że nieruchomości podobne mogą być brane pod uwagę „wyłącznie wówczas”, gdy ich ceny i cechy oraz warunki transakcji są znane. W rozwinięciu w punkcie 2.2 podpunkt „d” stwierdza się, że rzeczoznawca powinien przedstawić analizę i charakterystykę rynku polegającą na zbadaniu relacji podaży i popytu, potencjału inwestycyjnego danego rynku, bezrobocia oraz innych czynników ekonomicznych, które rzeczoznawca uzna za istotne.

W praktyce zawodowej w operatach szacunkowych spotyka się na ogół atrybuty, które można by określić mianem lokalnych. Znajduje to uzasadnienie w Komentarzu do standardu III, gdzie mówi się, że atrybuty są to cechy nieruchomości, które w decydujący sposób wpływają na cenę nieruchomości i mają charakter lokalny, a nie uniwersalny. Wagi atrybutów określa się w odniesieniu do konkretnego rodzaju nieruchomości. Za cechy rynkowe uważa się w szczególności ich własności lokalizacyjne, fizyczne, techniczne i użytkowe, co do których z osobna można określić ich wpływ na wartość rynkową.

Najczęściej uwzględnianymi atrybutami lokalu mieszkalnego są wg [1]:

- strefa,
- dostępność komunikacyjna,
- lokalizacja kondygnacji lokalu,
- otoczenie budynku i lokalu,

---

\* Stowarzyszenie Naukowe im. Stanisława Staszica, Kraków

- moda na lokalizację,
- standard wyposażenia lokalu,
- zużycie łączne budynku,
- zużycie łączne lokalu mieszkalnego,
- rozmieszczenie pomieszczeń w lokalu,
- powierzchnia lokalu.

Wielu rzeczoznawców postępując zgodnie ze standardami zawodowymi, przyjmuje cechy ściśle określone na danym rynku i mające wpływ na cenę nieruchomości. W praktyce daje się zauważyć pewną unifikację występującą na skutek posługiwania się oprogramowaniem komputerowym, jak również – coraz częściej – bazami danych nieruchomości. Wprowadzenie zbyt dużej liczby atrybutów z reguły nie wnosi nic pozytywnego do procesu szacowania; zazwyczaj uwzględnia się nie więcej niż 7 istotnych cech. Badania prowadzone w Anglii dowiodły, że przeciętny człowiek jest w stanie określić maksimum 7 cech danego obiektu. Zakładamy, że atrybuty powinny możliwie jak najwierniej oddawać obiektywne cechy nieruchomości i równocześnie pokrywać się z preferencjami potencjalnych nabywców. Oszacowana wartość nieruchomości powinna odzwierciedlać oczekiwania potencjalnych nabywców, dlatego też rozpatrywanie cech pod kątem lokalnego rynku jest całkowicie uzasadnione.

## 2. Międzynarodowe Standardy Wyceny

Porównując Polskie Standardy z Międzynarodowymi Standardami Wyceny (MSW), dostrzegamy dużą zbieżność przy równoczesnym zawężeniu zakresu tematycznego krajowych standardów. MSW nie dostarczają gotowych schematów szacowania wartości nieruchomości, ponieważ uważa się, że powinny one znaleźć się w specjalistycznych opracowaniach. Wydaje się, że takie zdefiniowanie zadania jest dobre, ponieważ nie zamyka drogi nowym procedurom i daje szansę rozwoju teoretycznego. MSW (wydanie z VII 2005 r.) składają się z trzech podstawowych standardów, dwóch *Zastosowań Międzynarodowych Standardów Wyceny (ZMSW)* i czternastu *Wskazówek interpretacyjnych (WI)*.

Zgodnie z MSW wartość rynkowa zdefiniowana jest w następujący sposób:

„Wartość rynkowa to szacowana kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za składnik mienia, zakładając, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej oraz upłynął odpowiedni okres eksponowania nieruchomości na rynku”.

Drugi Międzynarodowy Standard Wyceny (MSW 2), *Wartości nierynkowe jako podstawa wyceny*, zawiera definicje różnych rodzajów wartości niemających charakteru rynkowego wraz z podaniem podstawy i celu wyceny. Wśród wartości nierynkowych zdefiniowana jest wartość bankowo-hipoteczna:

„Wartość bankowo-hipoteczna reprezentuje wartość składnika mienia w aspekcie przyszłej sprzedaży składnika mienia, przy uwzględnieniu jego długoterminowych i trwałych walorów użytkowych, lokalnych warunków rynkowych, oraz aktualny i alternatywny sposób wykorzystania tego składnika”.

Wartość bankowo-hipoteczna jest jedną z wielu technik analizy rynku, zawierającą ocenę ryzyka długoterminowego i niezwiązaną z określonym momentem czasu wyceny [2]. Ranga i waga prawidłowego określenia wartości bankowo-hipotecznej jest nie do przecenienia. Cel wyceny zmusza do wnikliwej analizy czynników makroekonomicznych i oceny ich wpływu na przyszłą wartość nieruchomości. Podstawą do określenia atrybutów w procesie ustalania wartości bankowo-hipotecznej jest analiza elementów otoczenia oddziałującego na rynek nieruchomości.

### **3. Główne elementy otoczenia oddziałujące na rynek nieruchomości**

Za główne elementy otoczenia oddziałujące na rynek nieruchomości można uznać następujące czynniki:

- ekonomia:
  - zamożność społeczeństwa,
  - sytuacja gospodarcza kraju,
  - napływ kapitału z zewnątrz
  - kredytowanie (kredyty hipoteczne),
  - inflacja,
  - PKB
  - zadłużenie,
  - eksport,
  - import;
- polityka:
  - regulacje prawne,
  - system podatkowy,

- realizacja planów rządowych i samorządowych,
  - międzynarodowe traktaty handlowe,
  - skutki członkostwa w międzynarodowych traktatach handlowych;
- demografia:
- przyrost naturalny, starzenie się społeczeństwa,
  - bilans ruchów ludności na zewnątrz kraju,
  - migracje wewnątrz kraju,
  - struktura zatrudnienia,
  - struktura rodziny (wielopokoleniowa, jednopokoleniowa);
- rynek:
- struktura podaży i popytu,
  - struktura dostawców i producentów,
  - struktura niedoborów lub nadwyżek mieszkaniowych,
  - struktura bazy surowcowej;
- kultura i oświata:
- system wartości,
  - ogólny poziom wykształcenia,
  - wzorce kulturowe.

Elementy otoczenia oddziałujące na rynek nieruchomości w sposób oczywisty mają wpływ na cenę nieruchomości. W standardach zawodowych i w praktyce rzeczoznawców z reguły nie uwzględnia się ich wprost w formie atrybutów w procesie szacowania nieruchomości. Zakłada się, że są one ujęte niejako w sposób automatyczny w cenach transakcyjnych i w cechach opisujących nieruchomość. Potencjalny nabywca dokonując transakcji, podejmuje decyzję na podstawie informacji dostarczanych przez otoczenie rynku nieruchomości. Na potrzeby sprzedaży bieżącej procedura taka jest w pełni wystarczająca.

Nieco inaczej przedstawia się sytuacja w przypadku wyceny nieruchomości, która stanowi podstawę do udzielenia kredytu hipotecznego. Wycena dostarcza informacji aktualnych w momencie udzielenia kredytu hipotecznego co do możliwości jego zabezpieczenia, nie daje jednak żadnych danych na temat przyszłości. Dla banków udzielających kredytu hipotecznego ważną informacją jest zbadanie otoczenia rynku nieruchomości. To ono będzie decydować o sile zabezpieczenia kredytowego z jednej strony, jak również o ilości i wielkości udzielanych kredytów. Jeżeli mamy do czynienia ze stale rosnącymi cenami nieruchomości, np. w tempie 20% rocznie, to można udzielić kredytu hipotecznego o znacznie wyższej wartości niż w sytuacji wzrostu ceny na poziomie np. 3% rocznie.

#### 4. Sformułowanie założenia badawczego

Na potrzeby określenia wartości bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości możemy określić jako sumę dwóch funkcji:

Wartość nieruchomości = funkcja cech lokalnych + funkcja cech globalnych

lub

Wartość nieruchomości =  
= funkcja cech mikroekonomicznych + funkcja cech makroekonomicznych

Cechy lokalne to znane powszechnie atrybuty wykorzystywane w procesie wyceny.

Cechy globalne to parametry makroekonomiczne, które należałoby wytypować, zbadać i określić ich wpływ na cenę nieruchomości. Należy również z góry założyć, że parametry globalne powinny być wykorzystywane przede wszystkim przez banki inwestorów instytucjonalnych. W przypadku banku wartość bankowo-hipoteczna powinna pokazać ryzyko kredytodawcy, a w przypadku inwestorów nastawionych na zysk wartość powinna stanowić podstawową przesłankę przy podejmowaniu decyzji o rozpoczęciu inwestycji.

Od kilku lat podejmowane są próby uwzględnienia globalnych cech przy określaniu wartości nieruchomości w inny sposób niż poprzez trend czasowy czy modę na dany typ nieruchomości. Do czasu, gdy na rynku nieruchomości przeważali inwestorzy indywidualni, atrybuty lokalne w pełni oddawały istotne cechy wpływające na rynek nieruchomości. W momencie pojawienia się inwestorów instytucjonalnych krajowych i zagranicznych, wraz z nasilającym się procesem globalizacji, a co za tym idzie – swobodnym przepływem kapitału, podejście tradycyjne w szacowaniu wartości nieruchomości wydaje się niewystarczające dla niektórych odbiorców operatów szacunkowych.

Dla banków i inwestorów coraz większe znaczenie ma określenie ceny przyszłej i stabilności trendów cenowych. Nieruchomości stały się w naszej ojczyźnie klasą aktywów w portfelu inwestycyjnym o niewielkiej płynności, długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym i niewielkim ryzyku. Badacze podkreślają, że nie występuje silna korelacja z innymi składnikami portfela [3], co zwiększa ich bezpieczeństwo.

Badania opublikowane przez Englund, Hwanga i Quingleya w 2002 roku w *Hedging housing risk* [3] dowodzą, że w długim horyzoncie czasowym, aby utrzymać portfel inwestycyjny na względnie niskim poziomie ryzyka, należy inwestować w nieruchomości mieszkaniowe na poziomie 15÷50%. Analizując rynek nieruchomości i akcji w USA w latach 1975–2003, dostrzeżono w przypadku nieruchomości mieszkaniowych spadek przeciętnej stopy zwrotu wraz z okresem przetrzymywania w portfelu inwestycyjnym, ale również zaobserwowano

znaczący spadek poziomu ryzyka. W ciągu 10 lat przeciętna stopa zwrotu spadła o 15% w stosunku do swojej pierwotnej wartości, przy równoczesnym spadku ryzyka o ponad 50%, licząc do początkowej wartości. Przeciętna zaś stopa zwrotu akcji w ciągu 10 lat wzrosła o 17% w stosunku do swojej początkowej wartości, zaś ryzyko spadło o 84% w stosunku do początkowej wartości. Specjaliści twierdzą, że inwestycje na polskiej giełdzie w dłuższej perspektywie również zachowują się podobnie, czyli na przestrzeni kilku lat akcje dobrych spółek mają korzystną stopę zwrotu.

Na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce bardzo dobrą stopę zwrotu można zaobserwować dopiero na przestrzeni kilku ostatnich lat. Obliczono, że realny przyrost wartości nieruchomości mieszkaniowych wynosi tylko 1% rocznie, co dowodzi, że inwestycje są *de facto* ochroną zainwestowanego kapitału przed utratą wartości, a w dłuższej perspektywie czasu nie uzyskuje się bardzo dużej stopy zwrotu. Bardzo istotną cechą aktywów w portfelu inwestycyjnym w klasie nieruchomości mieszkaniowych jest duża ich wartość. Cena jednostkowa nieruchomości (np. jednego mieszkania, jednego metra kwadratowego) jest wielokrotnie większa niż cena przeciętnej akcji.

W określeniu parametrów ekonomicznych, które szczególnie powinny być brane pod uwagę w procesie szacowania wartości nieruchomości, przydatne będą wnioski wypływające z analizy równania obiegu pieniądza.

## 5. Równanie obiegu pieniądza

Poniższe równanie pokazuje matematyczną równość iloczynu zasobów pieniądza i prędkości obiegu pieniądza i iloczynu cen dóbr i poziomem produkcji krajowej

$$M \times V = P \times Q,$$

gdzie:

- $M$  – zasób pieniądza,
- $V$  – prędkość obiegu pieniądza (średnia ilość wykorzystania waluty krajowej w określonym interwale czasowym),
- $P$  – ceny dóbr i usług,
- $Q$  – poziom produkcji krajowej.

### Wnioski wynikające z równania

- Jeżeli chociaż jeden z czynników lewej strony równania wzrośnie lub zmaleje, to aby równanie było zachowane, musi wzrosnąć lub zmaleć chociaż jeden z czynników prawej strony równania.
- Lewa strona to sumaryczna wartość wydatków, a prawa to wartość kupionych dóbr.

- Jeśli gospodarka jest w stanie „pełnego zatrudnienia” i poziom produkcji krajowej  $Q$  może tylko nieznacznie wzrosnąć, a na rynku pojawia się dodatkowy zasób pieniądza, to przy stałej wartości prędkości obiegu pieniądza musi nastąpić wzrost cen spowodowanych przez inflację popytową. W przypadku cen nieruchomości i nieznacznie wzrastającej produkcji musi to oznaczać wzrost poziomu cen.
- Wzrost produkcji krajowej przy stałej wartości lewej strony równania musi oznaczać spadek cen dóbr.
- Przy wzroście produkcji jedyną możliwością zabezpieczenia się przed spadkiem cen jest wzrost co najmniej jednego składnika lewej strony równania, czyli zasobów pieniężnych lub prędkości obiegu pieniądza.
- Spadek wielkości zasobów pieniądza przy stałej wartości prędkości obiegu pieniądza musi wywołać albo spadek produkcji, albo spadek cen, bądź też oba czynniki zmniejszą swoją wartość równocześnie.
- Na wartość poszczególnych elementów równania ma wpływ wiele innych parametrów. Na przykład na poziom produkcji krajowej  $Q$  ma wpływ zagregowany popyt i podaż, demografia, bezrobocie, inflacja itp.

Analiza równania obiegu pieniądza pokazuje, które parametry makroekonomiczne powinny być w pierwszej kolejności uwzględniane w procesie określania wartości bankowo-hipotecznej.

## 6. Najczęściej proponowane parametry makroekonomiczne w procesie szacowania

Najczęściej badanymi parametrami i wielkościami makroekonomicznymi, które analizowane są jako potencjalne wielkości stanowiące atrybuty makroekonomiczne, są:

- notowania giełdowe,
- notowania obligacji,
- inflacja,
- stopy procentowe,
- bezrobocie,
- zamożność społeczeństwa,
- poziom cen dóbr i usług,
- zaagregowana podaż i popyt.

Wśród niektórych badaczy przeważa pogląd o braku silnej korelacji pomiędzy badanymi parametrami makroekonomicznymi a ceną nieruchomości, przy równo-

czesnym bardzo silnym przeświadczeniu, że powinny istnieć atrybuty o charakterze makroekonomicznym posiadające dużą korelację z cenami nieruchomości. Jest to założenie prawidłowe, ponieważ to budownictwo często określa się mianem koła zamachowego całej gospodarki. Tu dochodzimy do pewnej sprzeczności. Intuicyjnie wyczuwamy wpływ stanu gospodarki, jej dynamiki, tendencji rozwojowych i trendu na cenę nieruchomości, a jednocześnie nie odnotowano spadku cen nieruchomości na atrakcyjnych terenach rozwijających się. Przeciwnie, rozwój lokalny oznacza zawsze wzrost cen nieruchomości. Prawdą natomiast jest, że główne wskaźniki brane do analizy nie wykazują silnych zależności z cenami nieruchomości.

Pewną wskazówką może być stwierdzenie R.E. Halla i J.B. Taylora [4]: „(...) Makroekonomia jest na tyle dobra, na ile dobra jest mikroekonomia, która leży i jej podstaw”. Dlatego też z dużą starannością powinniśmy analizować rynek i zachowania jego uczestników, czyli nabywców i sprzedawców. Wyżej wymienieni autorzy gospodarkę porównują do przestrzeni zawartej pomiędzy makroekonomią i mikroekonomią. Można nawet założyć, że żadna z nich nie pozostaje bez wpływu na wielkość drugiej. Powiązanie tych dwóch wielkości i wzajemne oddziaływanie jest traktowane jako pewnik.

Bardzo istotne może być przyjęcie w rozważaniach prawa Walrasa, które dopuszcza przy  $n$  funkcjonujących rynkach, z których  $n - 1$  jest w równowadze, pominięcie tego z nich, który nie musi być w równowadze bez szkody dla wyników badań. Walras precyzuje również warunki, jakie muszą być spełnione dla równowagi gospodarki w skali makro, które będą bardzo pomocne w ustaleniu parametrów globalnych, stwierdzając: „Gospodarka w skali makro jest w równowadze, gdy cztery makroekonomiczne rynki składające się na zagregowaną podaż i zagregowany popyt – rynek obligacji, rynek towarów, rynek pracy i rynek pieniężny – znajdują się w równowadze, a zatrudnienie i produkcja osiągają swój naturalny poziom”.

Na podstawie powyższego stwierdzenia należałoby więc, formułując zakres parametrów globalnych, definiować je na czterech rynkach przy założeniu, że co najmniej trzy z nich są w równowadze, a zatrudnienie i produkcja osiągają swój naturalny poziom.

Należy zatem uwzględnić:

- 1) rynek obligacji,
- 2) rynek towarów,
- 3) rynek pracy,
- 4) rynek pieniężny.

Badając wyżej wymienione rynki poprzez zagregowane parametry i porównując je z cenami nieruchomości, z pewnością nie uzyskamy mocnych zależności z ceną nieruchomości.



Może to wynikać z wielu przyczyn, spośród których najważniejsze wymieniono poniżej.

- Nazbyt duże uogólnienie. Na przykład inflacja pokazuje zmianę cen wielu dóbr i tylko minimalny procent jej wartości jest wynikiem zmiany cen na rynku nieruchomości. Słynne stwierdzenie przywódców politycznych poprzedniej epoki, że „co prawda żywność zdrożała o 10%, ale lokomotywy staniały o 30%”, jest przykładem wybiórczego traktowania zagadnienia. Aby można było rozpatrywać inflację w charakterze czynnika posiadającego dużą korelację z cenami nieruchomości, należałoby uwzględnić składowe koszyka dóbr, które są podstawą do liczenia wielkości inflacji.
- Mało precyzyjny dobór metody badawczej. Na przykład porównywanie notowań giełdowych z cenami nieruchomości jest obarczone dużym ryzykiem działań spekulacyjnych na giełdzie. Aby można było szukać zależności pomiędzy cenami nieruchomości a parametrami giełdowymi, należałoby badać spółki giełdowe poprzez analizę fundamentalną, a nie tylko techniczną. Notowania giełdowe są szczególnie cennym parametrem, ponieważ prognozują stan gospodarki z wyprzedzeniem co najmniej półrocznym.
- Brak kompletnych i wiarygodnych danych.

## 7. Wnioski końcowe

- 1) W celu jednoznacznego stwierdzenia, czy i w jakim zakresie można i powinno się uwzględnić parametry makroekonomiczne w procesie wyceny, należałoby przeprowadzić badania, uwzględniając cztery rynki: obligacji, towarów, pracy i pieniężny.
- 2) Badając rynek pieniężny, należałoby w rozważaniach uwzględnić wpływ inwestorów zagranicznych i instytucjonalnych, a badania powinny określić, czy i w jakim zakresie wzrost cen jest wywołany brakiem równowagi pomiędzy popytem a podażą.
- 3) W badaniach nad rynkami powinno się, o ile to możliwe, rozpatrywać dane w jak najmniejszym stopniu zagregowane, ponieważ mogą one zniekształcać wyniki.

## Literatura

- [1] Czaja J: *Metody szacowania wartości rynkowej i katastralnej nieruchomości*. Kraków 2001

- 
- [2] Czaja J., Parzych P.: *Szacowanie rynkowej wartości nieruchomości w aspekcie międzynarodowych standardów wyceny*". Stowarzyszenie Naukowe im. Stanisława Staszica, Kraków 2007, s. 17.
  - [3] Kucharska-Stasiak E.: *Inwestowanie w nieruchomości*. Valor s.c. Instytut Nieruchomości, Łódź 1999.
  - [4] Hall R.E., Taylor J.B.: *Macroeconomics: Theory, Performance and Policy*. Wyd. 2, W.W. Norton, New York 1988, s. 4.