



Łukasz Oko-
Matuszewski

Property valuer, Polanowscy Real Estate
upon invitation of EPI
Rzecznik majątkowy,
Polanowscy Nieruchomości
na zaproszenie EIN

It is commonly assumed that property is a very stable and safe investment. It is also estimated that property prices, rent and even profit from derived from income generating properties¹ will continue to rise much like the dividend level in the Gordon formula². Reality is harder than this, though. Investing (regardless of vehicle), which a lot of people learned during the current credit crunch, is a complicated and sometimes painful exercise. Risk level grows when dabbling in such an imperfect market as the property one.

One of the reasons for disappointment resulting from unsuccessful investments can be the inability to identify market cycles. When unaware of intertwining falls and rises, and trusting in street-wise opinions claiming continuous boom, one can quickly get lost during credit crunch as everything (shares, contracts, property prices, cost of money) starts going downhill. Currently we are in the midst of the world-wide credit crunch. For stock exchange investors the crisis in Poland started in mid-2007 (its second anniversary being almost half a year ago). The credit crunch took hundreds of billions of dollars in help from various countries, brought about a few spectacular and many more less spectacular bankruptcies and caused havoc in commercial and individual mortgage banking.

Is it possible to take advantage of the current recession for our investment purposes?

We can all agree that it is better to buy low (the lower the better) and sell high (possibly during the so called price peak). While seemingly obvious,

Property Market

- investment Market (part 1)

Rynek nieruchomości

- rynek inwestycyjny (cz.1)

all but few people take advantage of this opportunity. If one really reads into this statement, they will find out that there occurs a specific moment in time when some goods can be procured cheaper only to be sold with profit some time later. Hunting for prices can be observed virtually everywhere, especially in the sphere of financial investments. Careful market observation shows that, unfortunately, most of the potential investors make ill-advised investments, choosing the perfectly wrong moment to buy (at the end of the growth period), resulting in losses only and furthering a stereotypical view of the market as being a type of casino, pure lottery, where investments are seen to be as sure as gambling.

The domestic property market clearly shows this mechanism in mortgage banking, strongly affected lately by the depreciation of Polish zloty.

Banks making mortgage loans have experienced two interesting client attitudes lately. When foreign currencies were at their lowest against Polish zloty, almost 100% of clients still wanted to take loans in a foreign currency, with a train of thought that since one currency was falling it would continue to do so. On the other hand, at the turn of 2008 and 2009, when foreign currencies peaked (and are unlikely to do it again) almost 100% of clients wanted to take out loans in a foreign currency, surmising rightly that since they had just peaked as high, they were bound to drop soon. A new lesson learned quickly? It turns out it is not really the case, as asked at the same time (turn of 2008/2009) whether they wanted to invest in shares and funds since they had been so low, most of the potential clients answered that they envisaged no stock exchange rises for a long time to come (save perhaps for a slight market recovery in the

Potocznie zakłada się, że nieruchomości są bardzo stabilną i bezpieczną formą inwestycji. Przyjmuje się, że ceny nieruchomości, czynsze wynajmu, a nawet zyski z prowadzenia działalności gospodarczej w tzw. nieruchomościach generujących dochód¹ będą stale rosły, niczym wysokość dywidendy we wzorze Gordona². W rzeczywistości tak nie jest. Inwestowanie (w jakiegokolwiek formie), o czym w okresie kryzysu przekonało się wiele osób, jest działaniem skomplikowanym i bywa czasem bardzo bolesne. Stopień ryzyka wzrasta, jeśli poruszamy się na tak niedoskonałym rynku, jak rynek nieruchomości.

Jedną z przyczyn rozczarowań w przypadku nieudanych inwestycji może być brak umiejętności rozpoznawania tzw. cykli koniunkturalnych. Bez wiedzy o przeplatających się spadkach i wzrostach, ufając potocznym opiniom mówiącym o nieprzerwanej koniunkturze, możemy się łatwo pogubić w okresie kryzysu, kiedy wszystko (akcje, kontrakty, ceny nieruchomości, koszt pieniądza) zaczyna staczać się po równi pochyłej. Obecnie mamy do czynienia z ogólnoswiatowym kryzysem finansowym. Dla osób inwestujących na giełdzie kryzys w Polsce zaczął się w połowie 2007 roku (blisko pół roku temu obchodziliśmy zatem jego drugą rocznicę). Kryzys pochłonął setki miliardów dolarów pomocy różnych państw, przyniósł kilka spektakularnych i wiele mniej spektakularnych bankructw oraz spowodował spustoszenie w bankowości hipotecznej komercyjnej i indywidualnej.

Czy możemy wykorzystywać istniejącą sytuację dekonunktury do naszych celów inwestycyjnych?

Wszyscy się zgodzimy, że dobrze jest kupować taniej (najlepiej jak najtaniej) i sprzedawać w momencie zwwyżki (najlepiej na tzw. górze cenowej). Pozornie

third quarter of 2009). As we all know the stock exchange indexes have been growing steadily since February 2009.

The above examples indicate that majority is not always right. Especially not during periods of continuous trends. This weakness is particularly evident in the final phase of a trend (both rising and falling). The capital market runs the so called customer optimism surveys among stock exchange investors, brokers, etc. Analysing their results, much caution is recommended whenever an indicator hits low or high levels (most indicators – so called oscillators – work in the same manner³), as it points to an imminent crash (and not its continuation) of a current trend. We are all prone to shopping fever, but should realise that all products have price ceilings, over which no-one is willing to buy. Once the price ceiling is hit, the price needs to be corrected, given some sort of a „second breath” before it can rise again. Correction period can be short or very long (hence being called a crisis), but since the world keeps developing, all products, sooner or later, will be priced higher than before the crash.

How can this knowledge help us in the property investment business?

We need to realise that the property market is not an island, but rather a crucial sector of economy, and is governed by similar laws. It is dependent upon other sectors while at the same time influencing them. Therefore, we can forecast the future of the property market with good probability based on examination of other economy sectors, the stock exchange market, for instance.

If we take a look at available graphical examples of economy cycles, the so called tendency indicators, we will see how sensitive an indicator the stock exchange market is. It does precede all other sectors of economy, including the property market, which tends to react more slowly to cycle changes. It should suffice to recollect the beginning of the credit crunch started in stock exchange in the middle of 2007, which to an average citizen became apparent only a year later. We are currently in the midst of a credit crunch experienced by majority of people, even though stock exchange has been showing growth of several tens of per cent for over half-year. Slower response to boom change results from deficiencies of the property market – amongst others, its capital absorption, wide legal consequences and low liquidity as compared with other assets.

jest to oczywiste, ale niewiele osób umie w praktyce z tej oczywistości korzystać. Jeśli wczytamy się w to stwierdzenie, dowiemy się, że istnieje okres, kiedy pewne rzeczy można kupić taniej po to, by po pewnym czasie odsprzedać je z zyskiem. Poszukiwanie okazji cenowych widać wszędzie, zwłaszcza w świecie inwestycji finansowych. Obserwując rynek można dojść do wniosku, że niestety większość potencjalnych inwestorów dokonuje nietrafionych inwestycji, wybierając moment uruchomienia kapitału w idealnie złym momencie (w końcowym okresie wzrostu), co skutkuje tylko stratami i stereotypowym obrazem rynku jako swoistego kasyna, czystej loterii, a inwestowanie porównuje się wprost do hazardu.

Na rodzimym rynku nieruchomości wyraźnie można było dostrzec ten mechanizm w bankowości hipotecznej, silnie dotkniętej w ostatnim czasie deprecjacją złotych.

Banki udzielające kredytów hipotecznych doświadczyły w ostatnim czasie dwóch ciekawych postaw swoich potencjalnych klientów. Gdy waluty osiągały w stosunku do złotówki swoje dno, prawie 100% klientów i tak chciało sięgać po kredyty w walutach, wychodząc z przekonania, że skoro coś spada, to będzie spadać dalej. Z kolei na przełomie 2008 i 2009 roku, gdy waluty osiągały swoje szczyty (których powtórne przebicie jest mało prawdopodobne), prawie 100% klientów chciało zaciągać kredyty w walucie obcej, uznając słusznie, że skoro osiągnęły tak wysokie poziomy, to muszą zacząć niebawem spadać. Czyżby szybko wyciągnięta nauka? Okazuje się, że nie, gdyż na jednoczesne pytanie zadane w tym samym czasie (przełom 2008/2009), czy chcieliby zainwestować w akcje i fundusze, bo skoro są tak nisko, to mogą być wyżej, większość potencjalnych klientów odpowiadała, że wzrostów na giełdzie nie będzie jeszcze przez bardzo długi czas (być może jakieś lekkie ożywienie w trzecim kwartale 2009 roku). Jak wszyscy wiemy, od lutego br. mamy nieprzerwaną zwyżkę na Giełdzie...

Przykłady te pokazują, że większość nie zawsze ma rację. Nie ma jej przede wszystkim w okresach nieprzerwanie trwających trendów. Ta słabość jest szczególnie widoczna w końcowej fazie trendu (zarówno wzrostowego, jak i spadkowego). Rynek kapitałowy prowadzi nawet tzw. badania optymizmu wśród inwestorów giełdowych, maklerów etc. Analizując ich wyniki, zale-

ca się dużą czujność, kiedy wskaźnik wkracza w niskie lub wysokie poziomy (większość wskaźników – tzw. oscylatorów – działa na takiej samej zasadzie³), gdyż jest to zapowiedź nie kontynuacji obecnego trendu, a jego rychłego załamania. Wszyscy łatwo ulegamy gorączce zakupów, ale powinniśmy zdawać sobie sprawę, że dla każdego produktu istnieje pułap cenowy, powyżej którego nikt nie będzie chciał danej rzeczy kupić. Jeśli ten pułap zostaje osiągnięty, musi nastąpić korekta ceny, która potrzebuje „drugiego oddechu” przed kolejnymi zwyżkami. Czas korekty może być krótki albo bardzo długi (wtedy nazywamy to kryzysem), ale świat się rozwija, zatem wszystko, każdy produkt w bliżej nieokreślonym czasie będzie miał nominalnie cenę wyższą niż przed załamaniem.

Jak ta wiedza może nam pomóc w świecie inwestycji nieruchomości?

Musimy zdać sobie sprawę, że rynek nieruchomości nie jest samotną wyspą, lecz stanowi bardzo ważną gałąź całej gospodarki, rządzącą się podobnymi prawami jak pozostałe jej sektory. Rynek nieruchomości jest zależny od pozostałych gałęzi gospodarki i jednocześnie sam na nie wpływa. Dlatego z dużym prawdopodobieństwem możemy określić przyszłość rynku nieruchomości na podstawie badania innych sektorów gospodarki, choćby rynku giełdowego.

Jeśli przyjrzymy się, dostępnym w różnych opracowaniach, graficznym przykładom cykli gospodarczych, tzw. zegarom trendowym, zobaczymy, jak bardzo czułym wskaźnikiem jest rynek kapitałowy (giełda). W rzeczywistości wyprzedza on wszystkie inne sektory gospodarki, w tym także sektor nieruchomości, który wolniej reaguje na zmiany cyklu. Wystarczy przypomnieć sobie początki kryzysu finansowego, rozpoczętego na giełdach w połowie 2007 roku, który dla przeciętnego obywatela stał się widoczny dopiero rok później. Obecnie tkwimy w kryzysie odczuwalnym przez większość ludzi mimo, że giełda wykazuje kilkudziesięcioprocentowe wzrosty od ponad pół roku. Wolniejsza reakcja na zmiany koniunkturalne wynika z niedoskonałości rynku nieruchomości – między innymi z jego kapitałochłonności, szerokich uwarunkowań i zależności prawnych oraz niskiej płynności w porównaniu do innych aktywów.

Aktualnie tkwimy w trendzie spadkowym cen nieruchomości, będącym konsekwencją najpoważniejszego od lat kryzysu gospodarki światowej. Spadek

We are currently in the midst of a falling tendency for property prices, which is a consequence of the most fatal credit crunch in global economy in years. Loss of value pertains to commercial properties (as indicated by growth of cap rates in the *prime* sector, as noted by all leading market research companies, loss of rent levels, noticeable growth of vacancies, etc.), and also – and perhaps first and foremost – to residential properties (houses, units, lots). However, it is worth pointing out that the observed falls in property prices of several tens of per cent (ranging around 30%) in the US following the loan market crash do not exceed the change levels of the shares market (500 biggest US companies index S&P500 registered a 50 per cent drop in a year and a half's time).

One of the frequently used arguments to supposedly justify further strong fall of property prices is a ratio of market value of flats to be sold to their production cost. Do, however, prices of everyday goods reflect their production value? Definitely not. We do buy cars, suits, watches which production cost is at least several times lower than their price and we take it for granted for a number of reasons. We are conditioned by prestige, fashion, comfort and many more factors. As for the properties, it is worth remembering that in 2007, when prices of flats were higher than today, and our salaries were lower, no-one questioned it made sense to purchase and the price to production cost ratio. Everyone kept buying until the prices crashed.

It is hard to assume that property prices will fall with no end. Property prices are very probable to start rising again, after a long period of falling, to exceed previous peaks at some point. And, while based on the historical data, it is reasonably easy to generate a future scenario, it is still unknown what the new price levels and the time needed to reach them will be. Recovery might be slow and difficult – or not. If it turns out that property price growths, completed in 2007, created one of the frequent speculative bubbles, puncturing of which brought about sad consequences to price peak buyers, the return to pre-crunch prices can take a number of years. Much like the speculative bubble in the internet companies market helped raise NASDAQ high to such a degree that the prices failed to recover in more than nine years now. Stock exchange indicators for companies in other economy

sectors have had no problem exceeding previous maxima. Over time it will become known which scenario is more relevant to the property market.

One statement can be made with all certainty, though. Irrespective of the fact that various indicators and cross-checking correlations with other sectors of economy have been used in the analysis of the property market, and regardless of the probability of close to 100 per cent for the future rise of property prices, no-one can specify the timeframe for turnaround of the current tendency and estimate the dynamics of changes to come.

¹ *International Valuation Standards, PFVA, Warsaw 2008.*

² *Gordon formula is used for valuation of shares. It assumes constant dividend growth for stock exchange listed companies over time, which is infeasible in reality.*

³ *This is the basis for the following oscillators: RSI – relative strength index, very popular with investors, ROC – rate of change, or a stochastic oscillator. They all call for high alert when they hit lower or higher of preset standards.*

wartości dotyczy nieruchomości komercyjnych (wskazują na to wzrosty stóp kapitalizacji sektora *prime* odnotowane przez wszystkie liczące się firmy raportujące na temat rynku, spadek poziomu czynszów, odczuwalny wzrost pustostanów etc.), a także – a może przede wszystkim – nieruchomości mieszkalnych (domów, lokali, działek). Warto jednakże zwrócić uwagę, że odnotowane kilkudziesięcioprocentowe spadki cen nieruchomości (podaje się wartości rzędu 30%) w USA, po załamaniu tamtejszego rynku kredytów, nie wykraczają poza poziom zmian rynku akcyjnego (indeks 500 największych spółek w USA S&P500 zaliczył 50-procentowy spadek w półtora roku).

Jednym z często padających argumentów, mającym przemawiać za dalszym, silnym spadkiem cen nieruchomości, jest stosunek wartości rynkowej mieszkań wystawionych do sprzedaży do kosztu ich wybudowania. Czy jednak ceny produktów, które kupujemy na co dzień, odzwierciedlają ich wartość wytworzenia? Zdecydowanie nie. Kupujemy samochody, garnitury, zegarki, których koszt wytworzenia jest co najmniej kilka razy niższy od ich ceny i akceptujemy to z wielu powodów. Kierują nami prestiż, moda, poszukiwanie komfortu i masa innych czynników.

Jeśli chodzi o nieruchomości, to warto przypomnieć sobie, że w roku 2007, kiedy ceny mieszkań były wyższe niż dzisiaj, a nasze pensje niższe, nikt nie zastanawiał się nad sensownością zakupu i stosunkiem ceny do kosztu wytworzenia. Wszyscy kupowali do momentu załamania się cen.

Trudno zakładać, że ceny nieruchomości będą spadały bez końca. Jest bardzo prawdopodobne, że po długim okresie spadku ceny nieruchomości zaczną iść w górę, by po pewnym czasie przebić poprzednie szczyty. I o ile, wzorując się na danych historycznych, dosyć łatwo jest wygenerować przyszły scenariusz, to niewiadome pozostają wysokości nowych poziomów cenowych i czas ich osiągnięcia. Czas odrabiania strat może być długi i mozolny lub nie. Jeśli okazałoby się, że zakończone w 2007 roku wzrosty cen nieruchomości stworzyły jedną z wielu w historii baniek spekulacyjnych, których przebiecie przyniosło opłakane skutki dla osób kupujących na szczycie cenowym, powrót do cen sprzed kryzysu może potrwać wiele lat. Podobnie, jak spekulacyjna bańka na rynku spółek internetowych tak mocno wyniosła na szczyty amerykański wskaźnik giełdowy NASDAQ, że po spadku w 2000 roku nie wystarczyło dziewięciu lat na ich odrobienie. Z przebieciem poprzednich maksimów nie miały natomiast problemów wskaźniki giełdowe skupiające firmy z innych sektorów gospodarki. Z perspektywy czasu okaże się, który scenariusz będzie dotyczył rynku nieruchomości.

Jedno można stwierdzić z całą pewnością. Mimo wykorzystywania w analizie rynku nieruchomości różnych wskaźników i weryfikowania ich korelacji ze wskaźnikami określającymi inne sektory gospodarki, mimo prawdopodobieństwa graniczącego z pewnością odnośnie przyszłego wzrostu cen nieruchomości, nikt nie jest w stanie określić momentu rozpoczęcia odwrotu obecnego trendu oraz przewidzieć dynamikę przyszłych zmian.

¹ *Międzynarodowe Standardy Wyceny, PFSRM, Warszawa 2008.*

² *Wzór Gordona stosowany jest przy wycenie akcji. Zakłada on stały w czasie wzrost dywidendy spółek giełdowych, co w rzeczywistości jest niemożliwe.*

³ *Tak działają następujące oscylatory: bardzo popularny wśród inwestorów wskaźnik RSI – indeks siły względnej, ROC – wskaźnik zmian, czy też oscylator stochastyczny. Wszystkie one każą wzmóc czujność, gdy wkraczają poniżej lub powyżej pewnych poziomów.*