



DOI:10.18276/sip.2016.45/2-41

**Konrad Żelazowski\***

Uniwersytet Łódzki

## WPLYW ZMIAN KONIUNKTURY NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI NA KONDYCJĘ I WYCENĘ SPÓŁEK DEWELOPERSKICH

### Streszczenie

Polski rynek nieruchomości w ciągu ostatnich lat doświadczał dość istotnych zmian w aktywności transakcyjnej i inwestycyjnej z uwzględnieniem okresu niespotykanej dotąd dobrej koniunktury w latach 2005–2007 oraz fazy wyraźnego spowolnienia wraz z pierwszymi sygnałami globalnego kryzysu gospodarczego. Ze względu na rosnące znaczenie na tym rynku podmiotów realizujących w profesjonalny sposób przedsięwzięcia rozwojowe (spółek deweloperskich) rodzi się pytanie, w jaki sposób i w jakim zakresie zmiany koniunktury na rynku nieruchomości wpływają na funkcjonowanie branży deweloperskiej. Celem artykułu jest ocena wpływu zmian zachodzących na polskim rynku nieruchomości na kondycję branży deweloperskiej oraz rynkową wycenę spółek deweloperskich.

**Słowa kluczowe:** wycena spółek giełdowych, koniunktura na rynku nieruchomości, spółki deweloperskie

### Wstęp

Rynek giełdowy tradycyjnie uznawany jest za barometr koniunktury gospodarczej. Odzwierciedla on nie tylko bieżącą sytuację ekonomiczną, ale przede wszystkim oczekiwania inwestorów dotyczące perspektyw rozwoju wybranych branż i spółek, ich dochodowości oraz ryzyka towarzyszącego ich funkcjonowaniu.

---

\* Adres e-mail: [kzelazowski@uni.lodz.pl](mailto:kzelazowski@uni.lodz.pl).

Praktyka gospodarcza potwierdza, iż „zjawiska, które zachodzą w gospodarce, mają odzwierciedlenie w cenach instrumentów finansowych” (Wiśniewski, 2013, s. 72), a także „zmiana tendencji notowań giełdowych wyprzedza przejście gospodarki do kolejnej fazy cyklu koniunkturalnego” (Malinowska, 2012, s. 29).

W aspekcie dynamicznych zmian, które miały miejsce w ostatnim dziesięcioleciu na polskim rynku nieruchomości, pojawia się pytanie o ich wpływ na kondycję i notowania spółek giełdowych powiązanych z tym rynkiem. W opracowaniu szczególną uwagę zwrócono na funkcjonowanie spółek deweloperskich, których znaczenie na rynku polskim systematycznie rośnie. Przeprowadzono zatem weryfikację hipotezy przyjmującej, iż giełdowa wycena spółek deweloperskich stanowi odzwierciedlenie zmian koniunktury na rynku nieruchomości. W tym celu przeprowadzona została analiza porównawcza zmian indeksów giełdowych spółek deweloperskich oraz opracowanego na potrzeby badania wskaźnika koniunktury na rynku nieruchomości.

## 1. Determinanty działalności deweloperskiej

Zgodnie z definicją deweloper to „podmiot, który dla osiągnięcia dochodu w przyszłości, organizuje i koordynuje proces inwestowania w nieruchomości, począwszy od inicjatywy planowanego przedsięwzięcia, poprzez jego realizację i przekazanie finalnego produktu do eksploatacji lub dalszego rozwoju” (Trojanowski, 2004, s. 220). Ze względu na specyficzny charakter przedsięwzięć deweloperskich wyodrębnić można szerokie spektrum czynników determinujących zarówno aktywność, jak i wyniki finansowe podmiotów je realizujących. Literatura przedmiotu pozwala usystematyzować główne determinanty działalności deweloperskiej. Należą do nich:

1. Uwarunkowania instytucjonalno-prawne obejmujące między innymi zakres i obszary interwencjonizmu państwowego na rynku nieruchomości, regulacje prawne dotyczące zarówno bezpośrednio działalności deweloperskiej, jak i szeroko rozumianej działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości, wsparcie instytucjonalne w zakresie dostępności informacji o rynku nieruchomości.
2. Uwarunkowania społeczno-demograficzne, do których zalicza się: potrzeby i preferencje nabywców nieruchomości, zmiany w zakresie liczby ludności, struktury według płci i wieku.

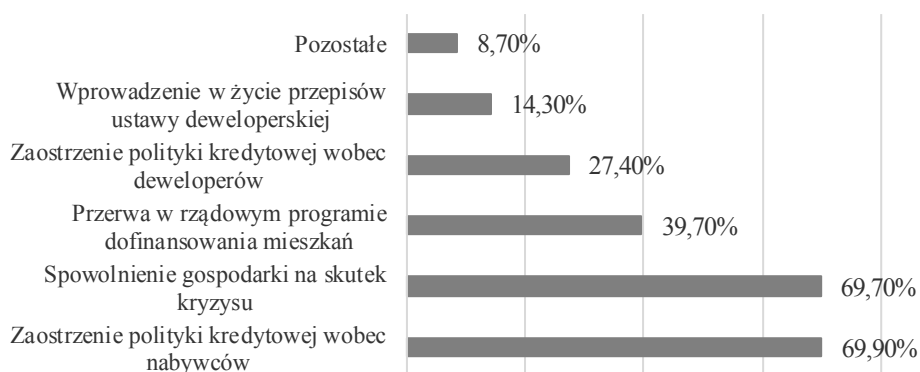
3. Uwarunkowania planistyczno-infrastrukturalne obejmujące: dostępność gruntów budowlanych, poziom rozwoju infrastruktury drogowej oraz technicznej.
4. Uwarunkowania ekonomiczne obejmujące grupę czynników o charakterze:
  - a) makroekonomicznym – należą do nich czynniki warunkujące rozwój danej gospodarki (np. tempo wzrostu gospodarczego, stopy procentowe, stopa inflacji, stopa bezrobocia, faza cyklu koniunkturalnego gospodarki krajowej itp.) (Gostkowska-Drzewicka, 2010, s. 50);
  - b) sektorowym – należą do nich czynniki warunkujące rozwój branży, w której wyceniany podmiot funkcjonuje (np. nasycenie rynku, intensywność konkurencji, poziom ryzyka, historyczne i oczekiwane stopy zwrotu z danej działalności itp.) (Malinowska, 2012, s. 32–33);
  - c) lokalnym (poziom niezaspokojonego popytu na powierzchnię mieszkaniową lub komercyjną, ceny nieruchomości).

Rynek deweloperski, będąc jednym z segmentów rynku nieruchomości, pozostaje w ścisłej zależności z pozostałymi jego składowymi. Aktywność inwestycyjna na rynku deweloperskim jest pochodną sytuacji na rynku lokat finansowych (rynek inwestorski) i zgłaszanego na tym rynku popytu na nowe nieruchomości (mieszkania, komercyjne). Popyt na rynku lokat finansowych jest z kolei determinowany sytuacją na rynku użytkowników zgłaszających zapotrzebowanie na powierzchnię określonego przeznaczenia. W warunkach dobrej koniunktury gospodarczej, przy odpowiednio wysokim popycie na powierzchnię, wzrost dochodowości nieruchomości skłania inwestorów do nabywania nowych obiektów. Rosnący poziom wartości oraz cen nieruchomości na rynku lokat staje się impulsem dla deweloperów do inicjowania nowych przedsięwzięć rozwojowych na rynku nieruchomości. Inwestycje deweloperskie stymulują popyt na rynku gruntów, prowadząc do wzrostu ich cen. Fluktuacje cen gruntów są dodatkowo wzmacniane przez popyt spekulacyjny inwestorów oczekujących zysków kapitałowych z tytułu wzrostu cen gruntów (Kucharska-Stasiak, 2006, s. 78). Pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku dochodzi do sprzężeń zwrotnych wpływających na: aktywność transakcyjną subrynków, poziom stawek czynszu, ceny nieruchomości, zmiany zasobu powierzchni nieruchomości.

Polski rynek deweloperski, pozostając pod wpływem wymienionych wyżej czynników, charakteryzował się wyraźnie cyklicznym rozwojem. Po okresie wyjątkowo dobrej koniunktury od 2005 do 2007 roku wywołanej boomem mieszkaniowym rynek ten doświadczył silnego załamania wywołanego skutkami globalnego

kryzysu finansowego oraz zaostrzeniem polityki kredytowej sektora bankowego. Na rysunku 1 przedstawione zostały procentowe wielkości odpowiedzi deweloperów wskazujących najistotniejsze ich zdaniem czynniki mające wpływ na spadek sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych po 2007 roku (ankietowani mogli wskazać więcej niż jedną odpowiedź).

Rysunek 1. Procentowe wielkości odpowiedzi ankietowanych deweloperów wskazujących najistotniejsze czynniki determinujące spadek sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych



Źródło: UOKiK (2014), s. 219.

W latach 2010–2011 okres ożywienia na rynku deweloperskim związany był z popularyzacją rządowego programu mieszkaniowego „Rodzina na Swoim” oraz łagodzeniem restrykcyjnej polityki kredytowej banków. Od 2012 roku branża deweloperska wykazuje relatywnie stabilne tempo rozwoju.

## 2. Geldowa wycena spółek deweloperskich w kontekście zmian koniunktury na rynku nieruchomości

Przyjmując za punkt wyjścia powszechne w literaturze stwierdzenie, iż „giełda jest odbiciem zdarzeń gospodarczych” (Tarczyński, 1997, s. 298), podjęto w artykule próbę weryfikacji hipotezy, iż giełdowa wycena spółek deweloperskich jest odbiciem zmian zachodzących na rynku nieruchomości. W celu syntetycznego odwzorowania stanu rynku nieruchomości w kolejnych okresach na potrzeby badania

skonstruowany został wskaźnik koniunktury na rynku nieruchomości (*KRN*). Został on wyznaczony z uwzględnieniem wybranych zmiennych charakteryzujących sytuację rynku nieruchomości mieszkaniowych na podstawie formuły (Putek-Szeląg, Różańska-Putek, 2014, s. 369–370; Foryś, Ziembicka, 2013, s. 144–145):

$$KRN_t = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n I_{i,t}} \quad (1)$$

gdzie:

$KRN_t$  – wskaźnik koniunktury na rynku nieruchomości,

$I_{i,t}$  – wartość indeksu dla wybranej zmiennej rynku nieruchomości (kwartał roku bieżącego do analogicznego kwartału w roku poprzednim),

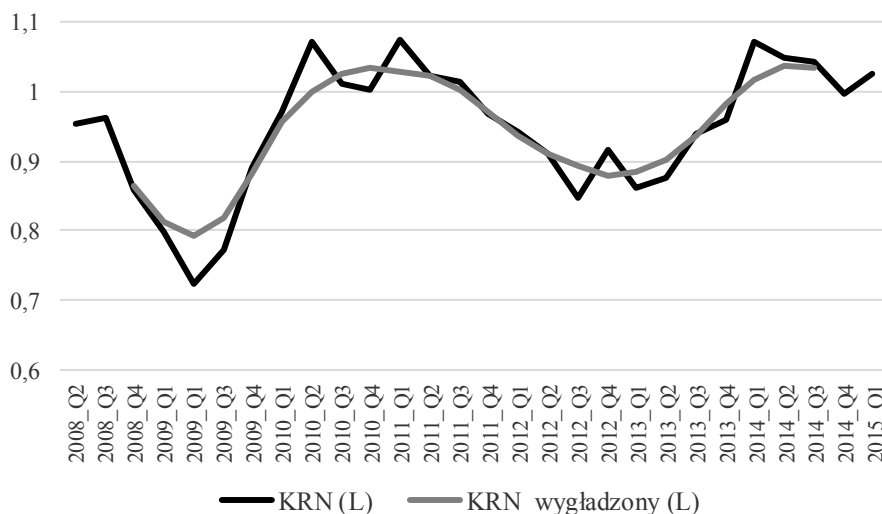
$n$  – liczba zmiennych przyjętych w kalkulacji wskaźnika koniunktury.

W formule wskaźnika koniunktury na rynku nieruchomości uwzględniono 3 zmienne:

1. Liczba mieszkań, dla których wydano pozwolenie na budowę (dane GUS). Zmienna ta reprezentuje stronę podażową rynku nieruchomości, odwzorowując nastroje i oczekiwania podmiotów podejmujących się realizacji nowych inwestycji mieszkaniowych.
2. Liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (dane z raportów AMRON-SARFiN Związku Banków Polskich). Zmienna ta reprezentuje stronę popytową rynku nieruchomości. Ze względu na brak kompletnych danych w zakresie liczby transakcji zrealizowanych na rynku mieszkaniowym jako przybliżoną miarę aktywności transakcyjnej rynku przyjęto liczbę kredytów mieszkaniowych udzielonych w kolejnych okresach. Zmienna ta umożliwia także odwzorowanie w pośredni sposób nastrojów panujących wśród kupujących nieruchomości mieszkaniowe.
3. Cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej lokalu mieszkalnego na rynku pierwotnym wyznaczona dla 7 największych miast Polski (dane NBP).

Wszystkie uwzględnione zmienne mają charakter stymulant, co oznacza, iż wzrost ich wartości świadczy o poprawie koniunktury na rynku mieszkaniowym, a spadek oznacza jej pogorszenie. Wyznaczony na podstawie formuły (1) szereg czasowy wskaźnika koniunktury na rynku nieruchomości dodatkowo poddany został wygładzeniu z wykorzystaniem metody średniej ruchomej scentrowanej ( $k = 4$ ) (Stąpała, 2012, s. 376–377). Zmiany koniunktury na rynku nieruchomości w okresie 2Q2008–1Q2015 przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2. Wskaźnik koniunktury na rynku nieruchomości (2008\_Q2–2015\_Q1)



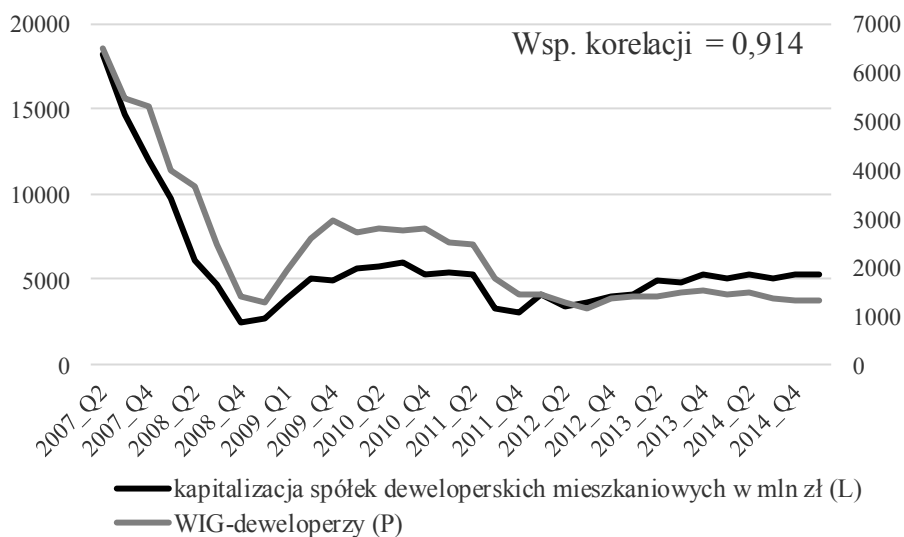
Źródło: opracowanie własne.

Przyjętą w analizie zmienną odzwierciedlającą kondycję spółek deweloperkich oraz ich rynkową wycenę jest indeks giełdowy WIG-deweloperzy. Indeks publikowany jest od 15 czerwca 2007 roku, a w jego skład wchodzi spółki prowadzące szeroko rozumianą działalność deweloperską obejmującą przedsięwzięcia o charakterze mieszkaniowym i komercyjnym (obiekty biurowe, handlowe, hotelowe, magazynowe) od fazy budowy poprzez wynajem, sprzedaż i zarządzanie nieruchomościami. Ze względu na fakt, iż przyjęty w analizie wskaźnik koniunktury na rynku nieruchomości odzwierciedla przede wszystkim sytuację rynku mieszkaniowego, w badaniu uwzględniono również zmienną odwzorowującą rynkową wycenę deweloperów mieszkaniowych. Do tej kategorii spółek zakwalifikowano te podmioty z indeksu WIG-deweloperzy, które były notowane na GPW w okresie 2Q2007–1Q2015 oraz których istotny obszar działalności stanowiły inwestycje mieszkaniowe realizowane na rynku krajowym. W grupie deweloperów mieszkaniowych uwzględniono:

- Echo Investment S.A.,
- Dom Development S.A.,
- Polnord S.A.,
- Lc Corp S.A.,
- J.W. Construction Holding S.A.

Zmiany w kapitalizacji poddanych badaniu deweloperów mieszkaniowych na tle zmian branżowego indeksu WIG-deweloperzy przedstawiono na rysunku 3.

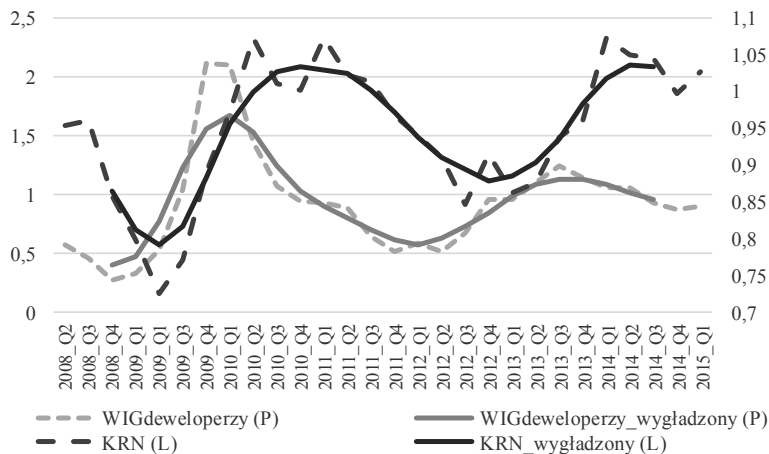
Rysunek 3. Zmiany w kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych (2007\_Q2–2015\_Q1)



Źródło: opracowanie własne.

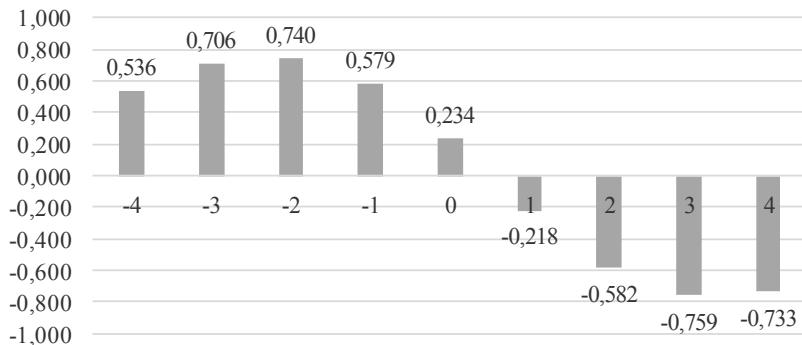
Analiza porównawcza wygładzonych szeregów wskaźnika koniunktury na rynku nieruchomości oraz indeksu WIG-deweloperzy pozwala wskazać istotne podobieństwa między nimi (rysunek 4). Giełdowy cykl branży deweloperskiej wyraźnie wyprzedzał cykl koniunktury na rynku nieruchomości w badanym okresie. Współczynnik korelacji osiągnął najwyższą wartość wynoszącą 0,74 dla dwuokresowego opóźnienia zmiennej reprezentującej koniunkturę na rynku nieruchomości (rysunek 5). Uzyskane wyniki wskazują zatem, iż giełdowa wycena spółek deweloperskich z dwukwartalnym wyprzedzeniem dyskontowała zmiany zachodzące na rynku nieruchomości.

Rysunek 4. Zmiany indeksu WIG-deweloperzy na tle zmian koniunktury na rynku nieruchomości (2008\_Q2–2015\_Q1)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 5. Korelogram wzajemny cyklu branży deweloperskiej oraz cyklu rynku nieruchomości

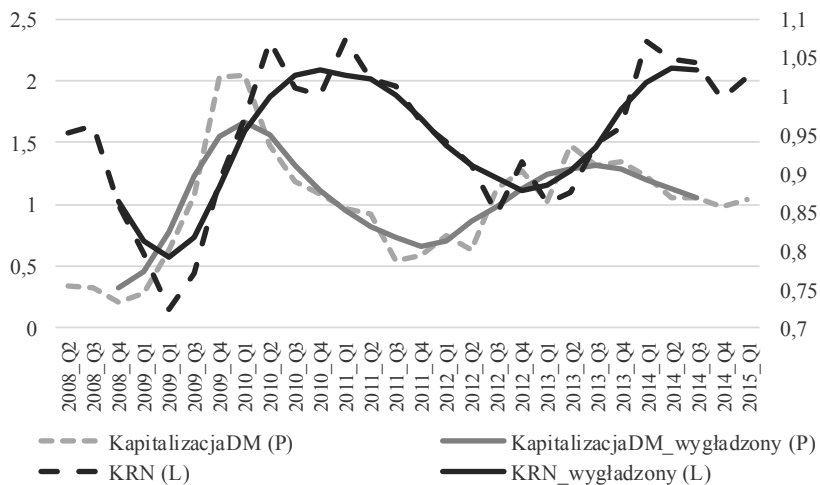


Źródło: opracowanie własne.

Do podobnych wniosków prowadzi analiza przebiegu cyklu kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych oraz cyklu koniunktury na rynku nieruchomości (rysunek 6). Także i w tym przypadku najwyższy współczynnik korelacji uzyskany został dla dwukwartalnego przesunięcia czasowego obu cykli (rysunek 7).

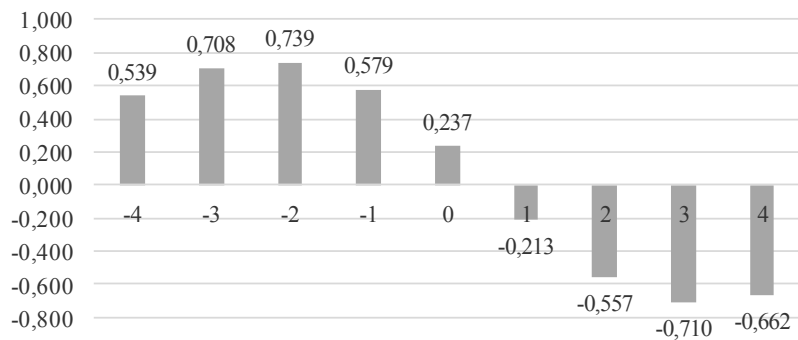


Rysunek 6. Zmiany w kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych na tle zmian koniunktury na rynku nieruchomości (2008\_Q2–2015\_Q1)



Źródło: opracowanie własne.

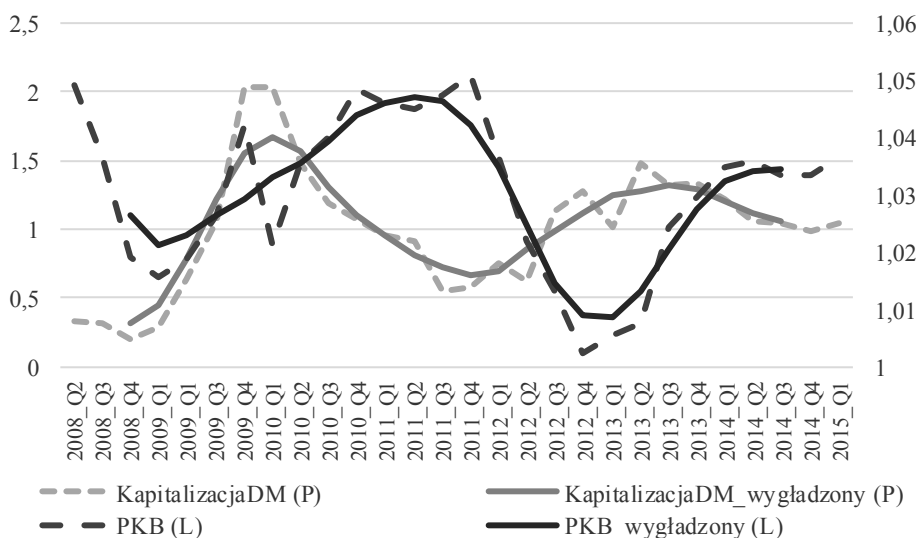
Rysunek 7. Korelogram wzajemny cyklu kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych oraz cyklu rynku nieruchomości



Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym etapie badawczym przeprowadzona została uzupełniająca analiza porównawcza zmian w kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych na tle ogólnej koniunktury gospodarczej (rysunek 8). Przyjęto bowiem, iż giełdowa wycena spółek deweloperskich może być efektem dyskontowania nie tyle zmian zachodzących w obrębie rynku nieruchomości, co zmian koniunktury w całej gospodarce. Jako wskaźnik koniunktury ogólnogospodarczej przyjęto dynamikę PKB liczoną jako zmiana do analogicznego kwartału roku poprzedniego.

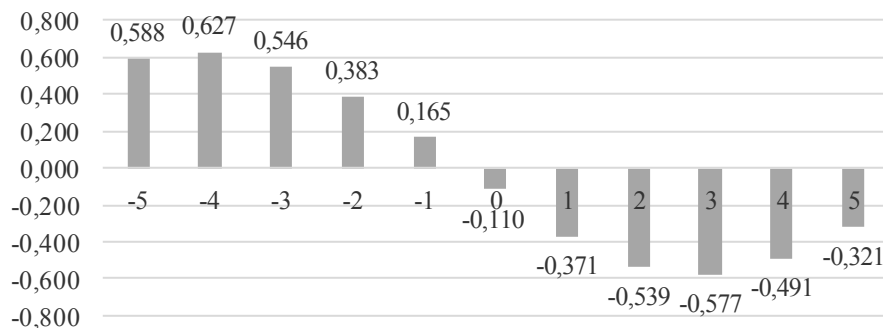
Rysunek 8. Zmiany w kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych na tle zmian PKB (2008\_Q2–2015\_Q1)



Źródło: opracowanie własne.

Cykl giełdowej wyceny spółek deweloperskich był w mniejszym stopniu skorelowany z cyklem koniunktury ogólnogospodarczej (najwyższa wartość współczynnika korelacji pomiędzy zmiennymi wyniosła 0,627 – rysunek 9). Ponadto przesunięcie czasowe w przebiegu obu cykli było wyraźnie większe (4 kwartały) niż miało to miejsce w przypadku wskaźnika koniunktury na rynku nieruchomości. Zmiany w kapitalizacji spółek deweloperskich były zatem silniej powiązane z procesami zachodzącymi w obszarze rynku nieruchomości niż zmianami w całej gospodarce.

Rysunek 9. Korelogram wzajemny cyklu kapitalizacji deweloperów mieszkaniowych oraz cyklu koniunktury ogólnogospodarczej



Źródło: opracowanie własne.

## Podsumowanie

Rynek deweloperski w ostatnich latach podlegał cyklicznym zmianom aktywności wywołanym: spowolnieniem gospodarczym po 2007 roku, zmianami w zakresie polityki kredytowej sektora bankowego, zmianami w rządowych programach dofinansowania zakupu mieszkań oraz zmianami w prawnych regulacjach działalności deweloperskiej.

Przeprowadzone w pracy badania potwierdziły istotny związek pomiędzy atrakcyjnością inwestycyjną i giełdową wyceną spółek deweloperskich a koniunkturą na rynku nieruchomości. Cykl rynkowej wyceny deweloperów wyprzedzał o dwa kwartały cykl rynku nieruchomości. Uzyskane wyniki stanowią także argument potwierdzający, iż giełdowa wycena podmiotów gospodarczych jest osadzona na tak zwanych fundamentach ekonomicznych.

## Literatura

Foryś, I., Ziembicka, B. (2013). Indeks koniunktury na rynku gruntów budowlanych na przykładzie szczecińskiego osiedla Warszewo. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 31, 141–154.

- Gostkowska-Drzewicka, M. (2010). Próba określenia wpływu czynników makroekonomicznych na rozwój mieszkaniowego rynku deweloperskiego w Trójmieście na tle Polski w latach 1995–2007. *Barometr Regionalny*, 1 (19), 45–59.
- Kucharska-Stasiak, E. (2006). *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. Warszawa: PWN.
- Malinowska, U. (2012). Rola analizy fundamentalnej w warunkach kryzysu. *Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica*, 262, 29–40.
- Putek-Szeląg, E., Różańska-Putek, J. (2014). Badanie koniunktury na rynku nieruchomości rolnych. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 36, 367–378.
- Stapała, J. (2012). Tempo zmian koniunktury gospodarczej i giełdowej w Polsce w latach 1998–2011. *Studia Ekonomiczne*, 3, 371–392.
- Tarczyński, W. (1997). *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*. Warszawa: Placet.
- Trojanowski, D. (2004). Miejsce dewelopera na rynku nieruchomości. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Gdańskiego*, 1, 212–222.
- UOKiK (2014). *Raport z badania rynku budownictwa mieszkaniowego – rynek pierwotny*. Warszawa 2014.
- Wiśniewski, H. (2013). Interakcje pomiędzy wskaźnikami makroekonomicznymi a indeksami giełdowymi w wybranych krajach. *Wiadomości Statystyczne*, 11, 72–89.

## THE INFLUENCE OF CHANGES IN REAL ESTATE MARKET SITUATION ON THE CONDITION AND VALUATION OF REAL ESTATE DEVELOPMENT COMPANIES

### Abstract

Polish real estate market experienced in the last years significant changes in transaction and investment activity with the period of unprecedented boom between 2005–2007 and economic slowdown initiated by early signs of global economic crisis. The aim of the paper is to verify to what extent changes in real estate market situation are reflected in financial condition and valuation of real estate development companies.

*Translated by Konrad Żelazowski*

**Keywords:** valuation of listed companies, real estate market cycles, real estate development companies

**JEL Codes:** R30, G10