

Michał Buszko

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

INSTRUMENTY POCHODNE RYNKU NIERUCHOMOŚCI – CHARAKTERYSTYKA, ZASTOSOWANIE, ROZWÓJ

1. Wstęp

Instrumenty pochodne stanowią współcześnie jeden z najważniejszych segmentów światowego rynku finansowego. Duża elastyczność, możliwość dostosowania do indywidualnych potrzeb inwestycyjnych, wiele zastosowań, a także relatywnie niewielkie koszty transakcyjne sprawiają, że produkty te rozwijają się niezwykle szybko i cieszą się zainteresowaniem coraz to nowych podmiotów. W ostatnich kilkunastu latach obserwuje się również coraz większe zróżnicowanie tych instrumentów, a także wykorzystywanie do ich tworzenia coraz bardziej nietypowych aktywów. Potwierdzeniem tego mogą być np. pogodowe czy kredytowe instrumenty pochodne, a także instrumenty budowane na bazie innych instrumentów pochodnych. W praktyce jedną z najnowszych grup transakcji pochodnych, funkcjonujących na światowym rynku finansowym od 3-4 lat, są instrumenty rynku nieruchomości (*property derivatives*). Produkty te, oparte na indeksach odzwierciedlających ceny i dochody z nieruchomości, są coraz częściej wykorzystywanymi narzędziami inwestycyjnymi w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Francji i Niemczech. W odróżnieniu od bezpośredniego zakupu nieruchomości lub możliwości inwestycji w tradycyjne papiery wartościowe powiązane z nieruchomościami, instrumenty pochodne stosowane są przede wszystkim do transferu, zarządzania lub zabezpieczenia ryzyka zmiany cen lub dochodów na rynku nieruchomości. Chociaż produkty te mogą funkcjonować w różnych formach i konstrukcjach, mogą być sprzedawane przez banki lub notowane na giełdach, wiedza na ich temat nadal pozostaje stosunkowo uboga. W wielu wysoko rozwiniętych krajach produkty te są właściwie nieznanne. Ponieważ instrumenty pochodne rynku nieruchomości są nowymi i zarazem innowacyjnymi produktami finansowymi, powiązаныmi bezpośrednio z nieruchomościami, które w warunkach kryzysu segmentu *subprime* oraz wzrostu niepewności w budownictwie komercyjnym i mieszkaniowym mogą znaleźć szczególnie duże zastosowanie, celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie głównych rodzajów

tych instrumentów, ich konstrukcji, sposobów wykorzystania w praktyce, a także określenie stanu ich rozwoju.

2. Istota instrumentów pochodnych rynku nieruchomości

Instrument pochodny rynku nieruchomości (*property derivative*) jest to instrument (kontrakt), którego wartość uzależniona jest od cen lub dochodów z nieruchomości. Ponieważ same nieruchomości nie mogą być bezpośrednio wykorzystane do tworzenia instrumentów pochodnych ze względu na dużą heterogeniczność, małą płynność obrotu, brak danych transakcyjnych oraz trudność obiektywnej i zarazem efektywnej wyceny, stąd za aktywa bazowe dla instrumentów pochodnych przyjmuje się odpowiednie indeksy rynku nieruchomości. Indeks, na podstawie którego konstruowany jest instrument pochodny, musi mieć wysoką reprezentatywność, transparentność, obiektywność, aktualność oraz dostatecznie długą historię publikowania [Syz 2008, s. 53]. Może on przy tym odzwierciedlać koniunkturę na całym rynku nieruchomości, na rynku wybranego typu nieruchomości (np. komercyjnych lub mieszkaniowych) lub na rynku nieruchomości w danym regionie¹. Ponieważ dobór aktywów bazowych oraz standaryzacja warunków zawierania transakcji mają kluczowe znaczenie dla funkcjonowania i rozwoju instrumentów pochodnych rynku nieruchomości, organizacja ISDA², zajmująca się wspieraniem rozwoju pozagiełdowych instrumentów pochodnych, opublikowała w lipcu 2007 r. definicje oraz standardy konstruowania tych instrumentów, zamieszczając jednocześnie listę rekomendowanych indeksów [Jajuga 2007a]. Wśród nich znalazły się zarówno indeksy rynku nieruchomości komercyjnych, tzn: IPD, NCREIF, FTSE UK Commercial Property Index, jak i indeksy rynku nieruchomości mieszkaniowych: S&P/Case-Shiller, OFHEO, Halifax HPI i Radar Logic RPX.

3. Rodzaje instrumentów pochodnych rynku nieruchomości

Instrumenty pochodne rynku nieruchomości występują najczęściej w formie produktów pozagiełdowych, opartych na indeksach rynku nieruchomości komercyjnych. Ich termin zapadalności wynosi zwykle od jednego roku do pięciu lat, a oferującymi są zwykle wyspecjalizowani brokerzy finansowi, duże banki inwestycyjne lub duże banki komercyjne.

¹ Indeksy te mogą mieć charakter wyłącznie cenowy, odzwierciedlający zmianę cen na rynku nieruchomości, jak również charakter cenowo-dochodowy, obejmujący zmianę cen nieruchomości oraz wartość dochodów uzyskanych np. z wynajmu nieruchomości. Ponieważ dla niektórych typów nieruchomości, zwłaszcza komercyjnych, nie jest możliwe pozyskanie dostatecznej liczby danych transakcyjnych, indeksy ich wyznaczane są często na podstawie ocen szacunkowych opartych na technikach dyskontowych lub porównaniach rynkowych z podobnymi nieruchomościami. Zob. szerzej [Łaszek, Widłak 2007].

² International Swaps and Derivatives Association, Inc.

Podstawowe rodzaje instrumentów pochodnych rynku nieruchomości to: kontrakty *property swap* (*total return swap*), kontrakty *property forward* oraz opcje (*call i put*).

Jednym z najbardziej charakterystycznych instrumentów pochodnych rynku nieruchomości jest kontrakt *Total Return Swap* (TRS), który polega na wymianie strumieni pieniężnych rynku nieruchomości oraz rynku pieniężnego³. W ramach kontraktu TRS jedna ze stron „kupuje” od drugiej dochody mierzone zmianą indeksu rynku nieruchomości, płacąc za nie dochodami naliczanymi na bazie stałej lub zmiennej stopy procentowej rynku pieniężnego⁴. Strona „kupująca” dochody rynku nieruchomości tworzy tym samym syntetyczną ekspozycję, jaką z natury posiadają podmioty zajmujące się bezpośrednim finansowaniem, budową lub zakupem nieruchomości, natomiast strona sprzedająca staje się syntetycznym kredytodawcą. W praktyce realizacja TRS nie wymaga od stron transakcji dysponowania kapitałem o równowartości nominału kontraktu. Rozliczenie instrumentu odbywa się bowiem w uzgodnionych okresach (np. co kwartał) przez przekazywanie różnicy pomiędzy dochodami z nieruchomości oraz odsetkami.

Kolejnym rodzajem pozagiełdowego instrumentu pochodnego rynku nieruchomości jest kontrakt *forward*. W tym przypadku dwie strony transakcji uzgadniają kupno/sprzedaż indeksu nieruchomości po z góry określonej cenie w określonym momencie w przyszłości. Poziom indeksu na dzień wygaśnięcia kontraktu ustala się na podstawie jego wartości bieżącej powiększonej o koszty inwestowania na rynku nieruchomości oraz utrzymania pozycji (*cost of carry*). Podobnie do TRS kontrakt *forward* na nieruchomości rozliczany jest różnicowo, jednak w odróżnieniu od tego pierwszego często tworzony jest na bazie indeksów rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Na pozagiełdowym rynku finansowym coraz częściej dostępne są również opcje kupna i sprzedaży na indeksy nieruchomości. Funkcjonowanie tych opcji zbliżone jest do opcji rynku pozagiełdowego wystawianych na inne rodzaje aktywów (indeksy). W praktyce opcje rynku nieruchomości stosowane są przede wszystkim w złożonych strategiach zabezpieczających portfel nieruchomości przed ryzykiem oraz do tworzenia produktów strukturyzowanych powiązanych z rynkiem nieruchomości⁵.

³ Przytoczony kontrakt swapowy oznacza w praktyce wymianę ryzyka rynkowego związanego z nieruchomościami na ryzyko stóp procentowych rynku pieniężnego. Zob. [Jajuga 2007b].

⁴ Współcześnie można spotkać wiele odmian transakcji TRS, dla których podstawą mogą być ogólnokrajowe, regionalne lub sektorowe indeksy nieruchomości (mieszkaniowych, komercyjnych bądź przemysłowych). Indeksy te mogą być wymieniane zarówno na różne rodzaje stóp procentowych (LIBOR, EURIBOR), jak i na inne indeksy rynku nieruchomości. Dzięki takiemu rozwiązaniu transakcje TRS umożliwiają transfer ryzyka nie tylko pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowym, ale także pomiędzy różnymi klasami nieruchomości w kraju i za granicą. Zob. [CBRE... 2008].

⁵ Oprócz samych instrumentów pochodnych opartych na cenach lub dochodach z nieruchomości na rynku finansowym dostępne są również produkty strukturyzowane, które ze względu na swoje właściwości mogą być zaliczane do segmentu instrumentów pochodnych. Produkty te najczęściej mają charakter obligacji zerokuponowych z wbudowanymi opcjami lub swapami rynku nieruchomości. Do

Uzupełnieniem dla pozagiełdowych instrumentów pochodnych rynku nieruchomości są notowane na giełdzie Chicago Mercantile Exchange kontrakty *futures* na indeksy nieruchomości mieszkaniowych S&P/Case-Shiller Home Price oraz nieruchomości komercyjnych S&P/GRA Commercial Real Estate, a także opcje na te kontrakty. Wymienione produkty nie odgrywają jednak większej roli na światowym rynku instrumentów pochodnych na ceny nieruchomości, a obrót nimi jest niewielki.

4. Kupujący oraz wystawiający instrumenty pochodne rynku nieruchomości

Instrumenty pochodne rynku nieruchomości mogą być wykorzystywane przez różne grupy podmiotów. Pozycję długą w rozważanych kontraktach będą zajmowali przede wszystkim: inwestorzy detaliczni, instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, trusty działające na rynku nieruchomości (REIT's), spółki inwestycyjne oraz fundusze hedgingowe. Dzięki instrumentom pochodnym podmioty te będą tworzyły ekspozycję na rynku nieruchomości bez konieczności bezpośredniego lub pośredniego kupna nieruchomości.

Pozycję krótką w instrumentach pochodnych będą przyjmowały najczęściej podmioty, takie jak: przedsiębiorstwa o dużym udziale nieruchomości w aktywach, instytucje finansujące zakup lub budowę nieruchomości, właściciele nieruchomości, spółki inwestujące na rynku nieruchomości, deweloperzy i producenci z branży budowlanej, a także fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości oraz fundusze hedgingowe (zob. [Syz 2007]). Podmioty te będą redukowały naturalnie wytworzoną ekspozycję, zabezpieczając się przed ryzykiem zmiany cen lub dochodów z nieruchomości.

5. Zastosowanie instrumentów pochodnych rynku nieruchomości

Instrumenty pochodne rynku nieruchomości umożliwiają inwestowanie w nieruchomości bez konieczności posiadania dużych zasobów kapitału. Dzięki nim dostęp do rynku nieruchomości mogą uzyskać np. drobni inwestorzy detaliczni nieposiadający funduszy umożliwiających bezpośredni zakup nieruchomości. Instrumenty pochodne rynku nieruchomości pozwalają również na tworzenie ekspozycji na rynku nieruchomości bez konieczności fizycznego posiadania aktywów bazowych, co pozwala uniknąć kosztów ich finansowania, utrzymania czy ubezpieczenia. Inwestowanie w nieruchomości za pośrednictwem instrumentów pochodnych pozwala często na osiągnięcie korzyści podatkowych, w tym na ograniczenie obciążeń z tytułu podatku od nieruchomości, czynności cywilnoprawnych, a także z tytułu

grupy tej należy zaliczyć przede wszystkim: obligacje Capital-Protected Notes (CPN) obligacje Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI), obligacje Property Index Notes (PIN) czy obligacje Swap-Linked Notes (SLN). Zob. szerzej [FTSE... 2008].

podatku dochodowego. Inną ważną cechą instrumentów pochodnych jest możliwość przyjmowania dzięki nim krótkiej pozycji na rynku nieruchomości, a tym samym zarabiania na spadkach ich cen. Jest to szczególnie istotna właściwość, ponieważ zaangażowanie środków bezpośrednio na rynku nieruchomości, jak również inwestowanie w tradycyjne papiery wartościowe powiązane z nieruchomościami, przynosi korzyści praktycznie wyłącznie w okresie wzrostu cen. Dzięki możliwości przyjęcia krótkiej pozycji podmioty posiadające z natury ekspozycję na rynku nieruchomości mogą realizować strategie hedgingowe, a podmioty nieuczestniczące wcześniej w inwestycjach na tym rynku mogą dokonywać sprzedaży nieruchomości lub dochodów z nich bez ich uprzedniego posiadania. Dzięki wykorzystaniu instrumentów pochodnych rynku nieruchomości inwestorzy mogą znacznie zredukować koszty transakcyjne, które są zwykle bardzo wysokie w przypadku fizycznego zakupu lub sprzedaży nieruchomości. Inną ważną cechą instrumentów pochodnych jest istotne skrócenie czasu rozliczenia transakcji rynku nieruchomości. Dzięki tej właściwości inwestorzy mogą dokonywać szybszej, a tym samym bardziej efektywnej alokacji kapitału pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowym. Za pomocą instrumentów pochodnych ekspozycję na rynku nieruchomości mogą przyjmować również podmioty, takie jak fundusze emerytalne, które ustawowo nie mogą angażować się w aktywa niefinansowe. Z kolei fundusze inwestycyjne, hedgingowe czy trusty mogą wykorzystać instrumenty pochodne do dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Tworzenie transakcji pochodnych na bazie zagregowanych indeksów umożliwia rozproszenie ryzyka inwestycji, co ma szczególnie duże znaczenie w warunkach bessy na rynku kapitałowym. Instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane również jako narzędzie prognostyczne do oceny przyszłej kondycji i tendencji rozwojowych rynku nieruchomości. Ceny kwotowane przez dilerów tych instrumentów będą zazwyczaj odzwierciedleniem oczekiwań oraz nastrojów panujących wśród inwestorów rynku nieruchomości.

6. Ograniczenia stosowania instrumentów pochodnych rynku nieruchomości

Pomimo że instrumenty pochodne rynku nieruchomości mają wiele zalet i mogą być szeroko wykorzystywane na rynku finansowym, należy również pamiętać o licznych problemach związanych z ich stosowaniem. Wydaje się, że najważniejszym z nich jest obecnie brak dostatecznej płynności transakcyjnej, przekładający się na relatywnie wysokie marże (*spreads*)⁶. W odróżnieniu od samego rynku nieruchomości, który jest mało płynny ze względu na naturalne cechy nieruchomości, niedostateczna płynność instrumentów pochodnych wynika przede wszystkim z bra-

⁶ Na rynku pozagięldowym *spread* w tego typu instrumentach kształtuje się w praktyce od dziesięciu do kilkuset punktów bazowych w zależności od wolumenu, terminu zapadalności oraz struktury transakcji. Zob. [Lutra 2008].

ku wystarczająco dużej liczby podmiotów dokonujących transakcji, ograniczonej liczby brokerów uprawnionych do ich animacji, a także wysokich kosztów licencji na kwotowanie indeksów. Powyższe warunki skutkują w praktyce tym, że dla instrumentów pochodnych na nieruchomości właściwie nie istnieje rynek wtórny, a wyjście z inwestycji w wieloletnie kontrakty przed terminem ich wygaśnięcia jest w wielu przypadkach niemożliwe. Problem ten przenosi się na utrudnioną wycenę instrumentów na rynku, co dodatkowo zniechęca nowe podmioty do zawierania transakcji. Instrumenty pochodne rynku nieruchomości będą miały również ograniczone zastosowanie w niektórych strategiach zabezpieczających (hedgingowych). Ponieważ rozważane instrumenty tworzone są zwykle na bazie zagregowanych ogólnokrajowych, regionalnych lub sektorowych indeksów, a nie cen konkretnych nieruchomości, praktycznie niemożliwe jest ich zastosowanie do osiągania korzyści lub zabezpieczenia przed ryzykiem zmiany ceny pojedynczej nieruchomości lub grupy nieruchomości tworzących indywidualny portfel. Kolejnym problemem stosowania instrumentów pochodnych rynku nieruchomości może być trwale występująca asymetria popytu i podaży, uniemożliwiająca znalezienie partnera do transakcji. Asymetria ta wynika przede wszystkim z małej zmienności rynku nieruchomości w krótkim okresie, a także z braku wycen nieruchomości prowadzonych w trybie ciągłym, tak jak na rynku akcji czy walut. Ze względu na powyższe ograniczenie instrumenty pochodne rynku nieruchomości nie są zwykle stosowane do krótkoterminowej spekulacji, ale do inwestowania zgodnego ze średnio- lub długookresowymi trendami cenowymi rynku nieruchomości. W efekcie na rynku transakcji pochodnych dochodzi do występowania dominacji kupujących bądź sprzedających, co istotnie utrudnia znalezienie strony przeciwnej transakcji oraz otwarcie pozycji. Problem ten jest szczególnie istotny dla banków będących dilerami tych instrumentów, ponieważ w warunkach asymetrii podmioty te nie będą mogły domknąć na rynku międzybankowym transakcji zawartych ze swoimi klientami, a tym samym zabezpieczyć się przed ryzykiem. Innym poważnym problemem związanym ze stosowaniem instrumentów pochodnych rynku nieruchomości jest również brak możliwości realizacji arbitrażu na cenach nieruchomości przez przyjęcie długiej pozycji w rozważanych instrumentach oraz krótkiej pozycji w aktywach bazowych.

7. Rozwój rynku instrumentów pochodnych na nieruchomości

Obrót instrumentami pochodnymi na nieruchomości rozwinął się w największym stopniu w Wielkiej Brytanii⁷. Kontrakty związane z nieruchomościami pojawiły się tam właściwie już na początku lat 90. XX wieku, aczkolwiek do 2005 r. miały one

⁷ Podstawowymi czynnikami, które wpłynęły na rozwój transakcji pochodnych, były: dostatecznie duży rynek nieruchomości, a także wieloletnie kwotowanie wiarygodnych i powszechnie akceptowanych indeksów IPD czy Halifax HPI.

znaczenie marginalne⁸. Zawarcie w styczniu wspomnianego roku transakcji TRS, w której wymieniono indeks IPD UK Annual Property Index na stopę 3m LIBOR, dało początek dynamicznemu rozwojowi brytyjskiego rynku instrumentów pochodnych na ceny nieruchomości. W ślad za pierwszym swapem na rynku stosunkowo szybko zaczęły pojawiać się nowe rodzaje transakcji, w tym te oparte na wymianie indeksów sektorowych i subsektorowych. Szybko wzrastała również liczba transakcji. Według danych IPD na rynku brytyjskim w 2005 r. zawarto 192 transakcje na łączną kwotę 850 mln GBP⁹. W kolejnym roku na rynku brytyjskim obserwowany był dalszy wzrost zainteresowania rozważanymi instrumentami. Przy okazji do obrotu wprowadzono nowe ich rodzaje, w tym opcje oraz certyfikaty indeksowe. Ogółem na rynku brytyjskim w 2006 r. przeprowadzono 290 transakcji na łączną kwotę 3,915 mln GBP. W kolejnym roku również widoczny był rozwój tych instrumentów. Na rynku zawarto 553 kontrakty na kwotę 7,219 mln GBP. W okresie 2005-2007 najbardziej aktywne w Wielkiej Brytanii były duże banki inwestycyjne i komercyjne, w tym: ABN Amro, Goldman Sachs, Merrill Lynch oraz Royal Bank of Scotland.

W analizowanych latach transakcje pochodne rozwijały się zdecydowanie wolniej w innych krajach europejskich. Generalnie pierwsze transakcje na rynkach Europy kontynentalnej odnotowano w 2006 r. oraz w 2007 r. w Szwajcarii, we Francji i w Niemczech. W Szwajcarii Zuercher Kantonbank wyemitował w 2006 r. dwa rodzaje obligacji strukturyzowanych opartych na indeksie nieruchomości mieszkaniowych ZWEX. Również w tym samym roku bank Merrill Lynch przeprowadził we Francji swap na bazie indeksu IPD France Office Annual Index, w którym uczestniczyła spółka AXA Real Estate Investment Managers. W styczniu 2007 r. utworzono opcję na indeks nieruchomości w Niemczech (IPD/DIX Index), która jednocześnie była pierwszą transakcją tego typu zrealizowaną poza rynkiem brytyjskim. Do końca 2007 r. najbardziej rozwinięte pozostały rynki we Francji oraz w Niemczech, na których zawarto łącznie po kilkadziesiąt kontraktów. Ponadto w 2008 r. trwały prace nad wprowadzeniem pierwszych kontraktów *futures* opartych na indeksie IPD UK Commercial Property Index na międzynarodową giełdę instrumentów pochodnych Eurex.

Na tle brytyjskiego rynku instrumentów pochodnych na nieruchomości stosunkowo słabo rozwinięty pozostaje rynek w Stanach Zjednoczonych. Chociaż podobnie do Wielkiej Brytanii rynek ten wykazywał podwyższoną aktywność w okresie 2005-2007, wartość zawieranych kontraktów oraz płynność obrotu zarówno instrumentów pozagiełdowych, jak i kontraktów giełdowych była tam znacznie mniejsza niż na rynku brytyjskim. Zjawisko to wynikało przede wszystkim z występowania na rynku amerykańskim dużej liczby konkurujących ze sobą indeksów, wysokich

⁸ Rozwój rynku mógł nastąpić dzięki zmianom w przepisach podatkowych oraz doprecyzowaniu przez banki norm kalkulacji ryzyka związanego z transakcjami pochodnymi rynku nieruchomości.

⁹ Dane: Investment Property Databank [Internet 1].

kosztów kwotowania indeksów oraz małej liczby podmiotów posiadających licencję do zawierania transakcji pochodnych na najważniejszych indeksach rynku amerykańskiego¹⁰.

8. Podsumowanie

Instrumenty pochodne rynku nieruchomości stanowią nowe i jednocześnie innowacyjne narzędzie inwestowania oraz zarządzania ryzykiem. Relatywnie duża elastyczność tych instrumentów, możliwość ich szerokiego zastosowania w praktyce, a także pewne specyficzne właściwości możliwe do uzyskania dzięki nim, które jednocześnie nie są dostępne w procesie bezpośredniego inwestowania w nieruchomości, sprawiają, że instrumenty te mogą być z powodzeniem wykorzystywane przez instytucje finansowe, przedsiębiorstwa budowlane, deweloperów czy inwestorów indywidualnych. Należy mieć na uwadze, iż rynek instrumentów pochodnych na nieruchomości nadal znajduje się dopiero w początkowej fazie rozwoju, a obroty na rozważanych produktach stanowią jedynie niewielką część obrotu aktywami bazowymi. Wydaje się, że dla dalszego rozwoju tych instrumentów konieczna będzie szersza edukacja zarówno inwestorów finansowych, jak i podmiotów powiązanych bezpośrednio z rynkiem nieruchomości. Rozwój rynku instrumentów pochodnych na nieruchomości nie będzie również możliwy bez pojawiania się na nim kolejnych instytucji finansowych, które będą pełniły funkcję zarówno dilerów, jak i animatorów. Większa liczba instytucji będzie wpływała na wzrost płynności obrotu, jak również na zmniejszenie marż oraz zapewnienie większej gamy dostępnych instrumentów. Należy mieć przy tym na uwadze, że zwiększenie liczby podmiotów uczestniczących w transakcjach pochodnych w wielu krajach będzie możliwe dopiero po wprowadzeniu odpowiednich regulacji dotyczących minimalnych wymogów kapitałowych niezbędnych przy angażowaniu środków w kontrakty tego typu. Rozwój rynku instrumentów tworzonych na bazie indeksów nieruchomości będzie mógł postępować także dzięki przyjęciu czytelnych rozwiązań w prawie podatkowym.

Występujący w ostatnich latach kryzys na rynku kredytów *subprime*, przekładający się na ogólnoświatowe załamanie na rykach finansowych, a tym samym na spowolnienie i wzrost niepewności na rynkach nieruchomości, może być również czynnikiem istotnie wspierającym rozwój rynku instrumentów pochodnych na nieruchomości. Wzrost zmienności cen nieruchomości i trudność w ich prognozowaniu w krótkim i średnim horyzoncie może zachęcać podmioty posiadające nadwyżki

¹⁰ Na koniec 2007 r. licencję uprawniającą do kwotowania instrumentów pochodnych na bazie indeksów nieruchomości komercyjnych NCREIF posiadało 7 banków, natomiast licencję uprawniającą do kwotowania indeksu nieruchomości mieszkaniowych RDX – tylko 6. Ze względu na wysokie koszty licencji do końca 2007 r. tylko jeden bank – Goldman Sachs – był uprawniony do kwotowania kontraktów na bazie indeksu S&P/Case-Shiller. Dla porównania instrumenty pochodne tworzone na podstawie brytyjskich indeksów IPD są kwotowane przez 22 banki.

pieniężne do spekulacji, a deweloperów, spółki inwestycyjne czy właściciele nieruchomości do zabezpieczania swoich pozycji.

Literatura

- CBRE – GFI Property derivatives*, CB Richard Ellis, www.GFIgroup.com, 30.10.2008.
- FTSE Indices for Property Derivatives*, FTSE The Index Company, www.ftse.com, 05.11.2008.
- Jajuga K., *Instrumenty pochodne a indeks cen nieruchomości*, „Finansowanie Nieruchomości”, grudzień 2007a.
- Jajuga K., *Inwestycje na rynku nieruchomości – niektóre problemy zarządzania ryzykiem*, „Finansowanie Nieruchomości”, kwiecień 2007b.
- Lutra Y., *US Property derivatives – high time?*, Total Derivatives, www.totalderivatives.com, 07.11.2008.
- Łaszek J., Widłak M., *Indeksy rynkowych cen mieszkań jako narzędzie badania rynku*, „Finansowanie Nieruchomości”, wrzesień 2007.
- Syz J.M., *Property Derivatives. Pricing Hedging and Applications*, John Wiley & Sons, Ltd., 2008.
- Syz J.M., *Property Derivatives. Products and Risk Management*, University of Zurich, June 2007.

Źródła internetowe

www.ipd.com, 05.11.2008.

PROPERTY DERIVATIVES – PROFILE, APPLICATION AND DEVELOPMENT

Summary

Property derivatives are new and innovative tools for property investing and risk management. They provide very specific profile that is not available during direct investing in real estate sector as well as investing in securities linked with real estate properties. Thanks to the property derivatives, the retail investors can allocate relatively small amounts of capital into the real estate market. Also, such derivatives can be used for investment risk diversification as well as for creating short positions on the real estate market, which generate profits during a bear market. Despite their substantial flexibility and multiple ways of application, property derivatives have relatively low liquidity, they are not traded in the secondary market, and their valuation is difficult. Moreover, they have to be based upon commonly accepted and reliable property index.