

## “Revenirea pieței imobiliare - un rău economic ce nu folosește nimănui”

(Interviu cu economistul CFA Adrian Mitroi)



Foto: Facebook

Revenirea pieței imobiliare este un rău economic care nu folosește nimănui, este de părere economistul CFA Adrian Mitroi.

Domnia sa ne-a prezentat, în cadrul unui amplu interviu, opinia pe care o are față de modul în care evoluează piața imobiliară și față de oportunitățile de a investi în acest domeniu.

“Investiția imobiliară este cea mai sigură modalitate de a pierde valoare economică”, apreciază economistul, subliniind că Programul Prima Casă reprezintă exemplul pe care îl consideră cel mai contraproductiv din punct de vedere economic.

știința finanțelor comportamentale și a profilului financiar poate ajuta puțin la înțelegerea acestui mecanism care amestecă banii și mintea, riscul și psihologia, emoțiile și finanțele.

**Reporter:** În aceste condiții, în ce am putea investi, dacă, totuși, ne orientăm către piața imobiliară?

**Adrian Mitroi:** Dacă modalitatea tehnică de evaluare a unei investiții imobiliare ar putea susține că riscul mai mare, asociat unui împrumut în altă monedă decât cea a veniturilor, ar trebui încapsulat printr-o rată de actualizare crescută și, deci, printr-o valoare a împrumutului contractat mai mică, diferența temporară, aparent favorabilă, între capacitatea de îndatorare în moneda străină față de cea în moneda locală, este exact partea de natură speculativă a prețului imobilului finanțat, cea care ar fi trebuit evitată de a fi plătită de către cumpărătorul-debitor prin achiziția chiar la vârful boom-ului imobiliar. Totuși, achiziția intempestivă a imobilului poate fi justifi-

cată, măcar parțial, și prin elemente de influență socială (presiunea grupului, status), emoțională (casă în proprietate, acum și nu mai târziu) și psihologică (manifestare a succesului, beneficii pentru familie sau cei apropiați).

Doar cei cu încasări în valută se pot bucura de evitarea acestui “spread” costisitor. Mai mult, o dobândă mai mică la un împrumut înseamnă, într-adevăr, o sarcină financiară mai mică pe termen scurt, dar valoarea prezentă a creditului poate fi, astfel, mai mare, în cazul în care ar putea fi refinanțat.

**Reporter:** Ce sumă ar trebui să plasăm în investițiile imobiliare?

**Adrian Mitroi:** Dacă ai deja un credit imobiliar, atunci activele și pasivele bilanțului personal sunt alocate semnificativ pe acest sector. Orice plasament ulterior ar trebui să caute micșorarea acestui risc imobiliar deja foarte mare, aproape imposibil de diversificat, dar sigur aducător de pierdere financiară după un ciclu economic întreg. La fel cum prețul acțiunilor nu poate crește la cer, așa se întâmplă și cu prețul proprietăților imobiliare.

Întrucât riscul de sector imobiliar nu poate fi diversificat și nici ameliorat (prin tehnici de neutralitate de piață, de contrapondere de sector, cum se poate face pe titluri financiare) și nici vândut, securitizat și nici asigurat, atunci rămâne ca pe întreaga perioadă a creditului, debitorul investitor să își plaseze restul capitalului în sectoare corelate cât mai puțin cu cel imobiliar. Care sunt acestea, este o altă discuție și procesul depinde de profilul financiar al individului și familiei sale.

**Reporter:** Ce randamente, pe termen mediu și lung, presupun investițiile în sectorul imobiliar?

**Adrian Mitroi:** Negative. Absolut, sustenabil și de neevitat negative. Excepțiile confirmă această regulă și se bazează ori pe noroc, ori pe asimetrie de informație sau

**Reporter:** Cât de oportune sunt, acum, investițiile în piața imobiliară?

**Adrian Mitroi:** Investiția în piața imobiliară este un termen dificil economic, aproape incorect din punct de vedere practic. Dacă proprietatea este de locuit, a familiei, atunci plasamentul nu este o investiție. Un credit ipotecar nu este o investiție, pentru că presupune finanțele familiei și poziționarea acestora peste ciclul de viață economic al individului. Iar un credit sau un plasament imobiliar este una din puținele instanțe economice în care rezultatul este ușor predictibil - profit foarte greu de obținut, pierdere foarte ușor de obținut.

Dacă într-adevăr vorbim de o investiție, atunci acest tip de plasament nu diferă de un altul, de orice achiziție de risc. Teoretic, oportunitățile de investiție sunt cele de creștere (subevaluare temporară de către piață) sau cele de venit (dividend, chirie netă). În general, orice achiziție de risc este cea mai bună modalitate de construcție a portofoliului investițional diversificat, pe termen lung, de protejare și de creștere a puterii de cumpărare.

Da, este un moment bun de achiziție de locuință dacă dorești o familie, dar nu sunt la fel de convins că este un moment bun de achiziție imobiliară, la nivel de plasa-

ment individual. Nu este un moment bun nici pentru achiziție de imobil comercial investițional. Surplusul de oferte de pe piață și valoarea precedentă prea mare de achiziție fac în continuare aceste investiții mai puțin interesante. Iar o proprietate foarte bună nu este neapărat o investiție bună, atunci când este prea scumpă.

Piața imobiliară este un mecanism cu reguli aproape contra-intuitive economic. De exemplu,



*“Dacă luăm în considerare deprecierea istorică a leului în raport cu euro, de la 3,1 la 4,5, rămâne că piața imobiliară este cam tot acolo, adică nu i-au fost afectate prețurile, ci doar tranzacțiile”.*

pe alte cvasi-opportunități aparente. Oamenii obișnuiți au job și nu au timp să găsească, să urmărească, să administreze și să finalizeze aceste oportunități non credibile, de poveste, din ziarele financiare. Evident, cu cât media de business te face să te simți mai incompetent, cu atât ești mai ușor de manipulat. Câteodată, este de ajuns să verifici o ediție mai veche doar cu o săptămână ca să fie evident ce ușor putem fi induși în eroare atunci când nu ne facem și singuri judecățile economice.

Regula care spune că trebuie să investești exact invers de ceea ce citești la ziarul economic este una din cele mai robuste soluții pentru investitorul obișnuit.

Oportunitățile nu sunt niciodată foarte evidente și ușor de decelat în multitudinea de opțiuni, care se află, în mod continuu, în fața investitorului. Ele apar în mod subtil și necesită atenție, determinare și ambiție pentru a fi descoperite, înțelese și urmărite. Reușita investițională înseamnă muncă și disciplină; cu cât muncești mai mult, aduni mai multă informație, cu atât rezultatele, din noroc sau din pricepere, pot fi mai bune. Din nefericire, această relație nu este și biunivocă. Totuși, pe bursă, cu cât inve-



*"Un credit ipotecar nu este o investiție, pentru că presupune finanțele familiei și poziționarea acestora peste ciclul de viață economic al individului".*

posibilitatea ca ambii parteneri într-o afacere să câștige echitabil.

Criza imobiliară este, de fapt, o criză a imposibilității diversificării riscului sistematic. Dacă riscul individual, nesistematic, poate scădea prin diversificare, riscul sistematic este imposibil de administrat, vândut sau asigurat. Cel puțin la nivel teoretic, aceasta este motivația crizei economice globale începută în 2007.

**Reporter:** Considerați că piața imobiliară a început să-și revină?

**Adrian Mitroi:** Cred că piața a

început să își revină parțial în 2008, însă corecția necesară a fost întreruptă de politicile intervenționiste de supra-acomodare monetară ale majorității băncilor centrale.

În mod firesc, piața imobiliară ar trebui să fie un canal excepțional de investiție și creștere a bunăstării, dacă ar veni la pachet cu infrastructura, cu investiții doar în imobile noi și eficiente pentru bunăstarea economică inter-generațională și creșterea calității vieții. O casă de vis care pedepsește cu 100 de minute de navetă zilnic se poate transforma într-o povară chiar și fără considerarea capitalului negativ al debitorului (valoarea prezentă a datoriei cu care a fost finanțat imobilul este mai mare decât prețul de piață al activului).

stitorul muncește, se informează și își controlează impulsurile emoționale și psihologice mai mult, cu atât acesta poate să își crească șansele la o performanță sustenabilă.

Succesul creditelor imobiliare se va datora întotdeauna nevoii fundamentale a oamenilor de a se bucura de simțul proprietății unei case. La originea crizei imobiliare și apoi economice, oferta generoasă și nediscriminatorie de creditare din partea băncilor, interesate, în primul rând, de cota de piață, a început să se adreseze și segmentelor considerate, în general, mai riscante - persoanelor cu venituri mai mici, dar și mai incerte.

Creditele imobiliare pentru acești debitori au fost ulterior aseasonate

cu altele de consum și cu limite de card crescute, dar, implicit, cu dobânzi mai mari. În final, aceste credite au ajuns mai riscante decât cele oferite în mod tradițional de bănci, deci, mai scumpe, din punct de vedere al costului riscului. Capitalul privat dornic să le finanțeze a putut fi convins și recompensat financiar doar cu dobânzi mai mari. Ulterior, băncile au împachetat financiar aceste credite și le-au vândut en-gross investitorilor (fonduri de pensii, fonduri mutuale, bănci de investiții), pe rațiunea că, prin această transformare (securitizare), riscul și, deci, costul finanțării scade. Altfel spus, a urmat o implementare practică a principiului modern de business, care menține

*"Succesul creditelor imobiliare se va datora întotdeauna nevoii fundamentale a oamenilor de a se bucura de simțul proprietății unei case".*



Atunci când avem ceva în proprietate, evaluăm acest lucru mai mult decât o fac ceilalți (vânzătorul este atașat emoțional de proprietate, este preocupat mai mult de ce pierde, decât de ce poate câștiga și presupune incorect că și cumpărătorul atașează proprietății aceleași valori emoționale). Vânzătorul unei proprietăți imobiliare va cere întotdeauna mai mult decât se așteaptă cumpărătorul potențial.

Exemplul pe care îl consider cel mai contraproductiv din punct de vedere economic, Prima Casă, a finanțat preponderent imobile aflate în ultima parte a vieții economice a activului, nu construcția de imobile noi, moderne, adecvate lumii de peste 20 de ani, nu celei de acum 20. Distorsiunea de preț al riscului indusă de garanția statului a pus un preț incorect pe activ, a indus speranțe deșarte de solvabilitate temporară a debitorilor și doar a protejat cele 25-50% care ar fi fost firesc să corecteze valoarea activelor.

Unele imobile, a căror valoare în perpetuitate este foarte mică, din cauza duratei de viață economice și funcționale și de siguranță rămase foarte mici, au doar valoare de rentă și nu de proprietate. O eroare recurentă de evaluare este ponderea prea mare a acestei valori reziduale/terminale, care, uzual, este peste jumătate din valoarea prezentă estimată a imobilului. Dacă mai socotești că liftul și acoperișul au avut deja nevoie de reparație capitală și fiecare locatar al scării, inclusiv pensionarii, va trebui să investească cel puțin câteva sute de euro pentru aceste îmbunătățiri, atunci valoarea de piață ar trebui să reflecte mai conservator toate aceste incertitudini. Riscul este atunci când în realitate se întâmplă mai multe scenarii decât se pot întâmpla în teorie. Măsura riscului nu este dobânda sau rata fără risc a băncii centrale, ci este un randament minimal cerut de proprietarul de capital. Iar acesta este mult mai mare.

Revenirea pieței imobiliare este un rău economic care nu folosește

nimănu.

**Reporter:** Ce perspective aco-  
dați acestui sector?

**Adrian Mitroi:** Dacă avansul sectorului ar fi corelat cu și cauzat de investiția în infrastructură, atunci perspectivele ar fi fost cele mai favorabile. Randamentul corelat cu riscul, lichiditatea și costul de întreținere al investiției imobiliare individuale plasează acest sector la coada atractivității economice.

Mai mult, în prezent, efectul de susținere a pieței imobiliare este compus și de scăderea dobânzilor, deci a ratei de actualizare a rentelor și, deci, de creșterea artificială a valorii prezente a imobilului. Iată cum o măsură administrativă (care, acolo unde este aplicată cu succes, este, în primul rând, socială, și nu economică sau adresată sectorului imobiliar) introduce același tip de distorsiuni, care au stat la baza începuturilor vremurilor financiare aspre, pe care le trăim. În plus, dacă mai luăm în considerare și deprecierea istorică a leului în raport cu euro, de la 3,1 la 4,5, rămâne că piața imobiliară este cam tot acolo, adică nu i-au fost afectate prețurile, ci doar tranzacțiile. Pe durata lungă a unui credit, acest "spread" elimină oricum orice avantaj apa-



*"Investiția imobiliară este cea mai sigură modalitate de a pierde valoare economică".*

rent.

Iar o valoare prezentă mai mare a împrumutului, a pasivului debitorului, cuplată cu deprecierea valorii activelor sale duce la un capital în scădere, de multe ori chiar în zona negativă, și, astfel, solvabilitatea generală a individului sau companiei are de suferit. Atunci când solvabilitatea scade și capacitatea de refinanțare la costuri mai mici scade, capacitatea de reinnoire,

prin fructificarea condițiilor curente mai favorabile ale obligației, este sub semnul întrebării. De exemplu, așa-zisa revenire a pieței a avut la bază două măsuri administrative - programul Prima Casă și politicile mondiale supra-acomodative. Dobânzile foarte mici, administrate de către băncile centrale, duc la un paradoxal hazard moral al valorii activelor prea mari și la un cost al riscului prea mic.

**Reporter:** Întrevedeți un nou boom imobiliar?

**Adrian Mitroi:** Nu știu să fac previziuni, dar impresia este că nu am spart încă boomul imobiliar precedent. Piața este întreținută acum de capitalul intern și deloc de cel extern. Refluxul de capital pentru imobile are nevoie de o schimbare masivă de paradigmă, de exemplu un interes al capitalului asiatic. Dar Africa și Asia arată mult mai atrăgător și mai ieftin, cel puțin deocamdată.

**Reporter:** Ați afirmat că Programul Prima Casă este exemplul pe care îl considerați cel mai contraproductiv din punct de vedere economic. Puteți detalia?

**Adrian Mitroi:** Programul Prima Casă nu este suficient pentru a porni creditarea, pentru că cei mai mulți participanți ar avea doar de pierdut: băncile - marje extrem de mici; statul - prin garanțiile pe care le oferă și care nu sunt gratis, după



*"Așa-zisa revenire a pieței a avut la bază două măsuri administrative - programul Prima Casă și politicile mondiale supra-acomodative".*

cum insistă oficialii; potențialii debitori - care pot fi atrași ușor de prețuri aparent mai mici, doar în comparație cu cele din anul trecut, dar care pot scădea în continuare. Ceea ce nu rezolvă Programul este că, deși crește soliditatea garanțiilor, bonitatea clientului nu depinde de calitatea garanției, ci de soliditatea locului de muncă și de păstrarea puterii de cumpărare. Un alt punct slab al Programului Prima Casă este că, prin măsuri administrative, pune preț pe imobiliare, lucru care nu poate să aducă decât alte șiruri de excese. Prin suma garantată, un calcul implicit pune un preț (pentru unii, încă prea mare, pentru alții, suficient de mic), la modul specific, pe metrul pătrat de locuință. Nu am găsit niciodată un argument corect economic pentru acest program. Sușinerea administrativă a unui preț de active este, într-o economie de piață competitivă, o măsură care își arată efectele nocive peste o jumătate de ciclu economic. O denumire tehnică a programului este "1.000 euro pe mp". Este un program de inserție de hazard moral, ineficient economic și fiscal, contraproductiv pentru creditori, dar mai ales pentru debitori, care se substituie unei relații firești de piață, în care există deja credite ce îndeplinesc aceeași funcțiune, dar fără efectul contraproductiv pe termen mediu și lung al acestuia.

Investiția imobiliară este cea mai sigură modalitate de a pierde valoare economică.

Mai mult, efectul de susținere a pieței imobiliare va fi compus și de scăderea dobânzilor, deci a ratei de actualizare a rentelor și, deci, de creșterea artificială a valorii prezente a imobilului. Iată cum o măsură administrativă (care, acolo unde este aplicată cu succes, este, în primul rând, socială, și nu economică sau adresată sectorului imobiliar) introduce același tip de distorsiuni, care au stat la baza începuturilor vremurilor financiare aspre, pe care le trăim.

Programului Prima Casă i-ar mai trebui un ingredient important - de exemplu, deducerea fiscală a cheltuielilor cu dobânda la creditul ipotecar; o simplă garanție nu îmbunătățește bonitatea financiară a unui debitor, pentru că, în mod normal, aceasta ar trebui să depindă, mai

degrabă, de sustenabilitatea veniturilor și, deci, a capacității de rambursare, decât de valoarea unei garanții. Mai mult, valoarea acestei garanții pune nefiresc un preț administrat pe imobiliarele care sunt într-adevăr de vânzare. Și cine mai poate spune astăzi că un preț implus este și cel corect?

Ceea ce se întâmplă acum pe piața imobiliară nerezidențială cred că este un indicator de încredere al reculului pieței. Atunci când această corecție de neevitat a acestor active va fi completă, economia va găsi mijloace imediate de realocare a capitalului spre alte active mai productive, aducătoare de creștere economică și bunăstare.

Tensiunea remanentă din piața imobiliară este și prețul economic pe care îl plătim fiecare pentru excesele consumeriste și investiționale din perioada de boom. Este și motivația, pentru care dinamica de credit va stagna, dar este și un purgatoriu folositor economic, căci pune presiune pe realocarea activelor și capitalului spre alte sectoare, cu potențialul potrivit noului ciclu economic, mai competitive, mai puțin bazate pe active de confort (imobiliare) și mai mult pe active de producție (teren agricol, imobiliare de investiții).

Oricum, în societățile moderne avansate, America, Europa și Asia dezvoltată, accesibilitatea pieței imobiliare rezidențiale este limitată pentru cea mai mare parte a populației. Inaccesibilitatea pieței rezidențiale este modalitatea competitivă prin care piața reglează Darwin-ian poziționarea, dar și menținerea indivizilor pe clase (clasa săracă merge în paradis, cea bogată în paradisuri fiscale, iar cea de mijloc merge...la bancă) și în depărtarea sau în proximitatea oportunităților economice.

**Reporter:** Mulțumesc!

#### **NOTĂ**

Opiniile din prezentul articol nu reprezintă sugestie de investiții.

*"Exemplul pe care îl consider cel mai contraproductiv din punct de vedere economic, Prima Casă, a finanțat preponderent imobile aflate în ultima parte a vieții economice a activului, nu construcția de imobile noi, moderne, adecvate lumii de peste 20 de ani, nu cele de acum 20".*

