

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 203

Rynek nieruchomości mieszkaniowych
i jego specyfika jako czynniki determinujące
ryzyko kredytowania hipotecznego

Jacek Łaszek

Warszawa, luty 2006 r.

Projekt graficzny:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

Narodowy Bank Polski
Departament Komunikacji Społecznej
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. (22) 653 23 35, fax (22) 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2006

Materiały i Studia rozprowadzane są bezpłatnie.

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Spis tabel i wykresów	4
Wprowadzenie	5
1. Rynek mieszkań i jego funkcjonowanie	6
2. Specyfika rynku nieruchomości mieszkaniowych jako istotny element zwiększający ryzyko	10
3. Główne rodzaje ryzyka wynikające ze specyfiki rynku nieruchomości mieszkaniowych	14
4. Podstawowe kierunki interwencji państwa jako czynnik ograniczający ryzyko	18
5. Budowa rynkowego sektora mieszkaniowego w Polsce i polityka ostrożnościowa banków	22
6. Podsumowanie	29
7. Bibliografia	31

Spis tabel i wykresów

Schemat 1 Rynek mieszkaniowy - podstawe czynniki kształtujące popyt i podaż mieszkań	7
Wykres 1 Podaż i popyt na rynku budownictwa mieszkaniowego w Warszawie	23
Wykres 2 Portfel kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 1994-2004 (w mln zł)	24
Tabela 1 Kredyty mieszkaniowe na tle podstawowych danych makroekonomicznych i sektorowych	24

Wprowadzenie

Działalność gospodarcza człowieka zależy w znacznej mierze od posiadanych przez niego nieruchomości. Stanowią one podstawę produkcji dóbr i usług materialnych (przemysł, rolnictwo, usługi mieszkaniowe) oraz niematerialnych (sfera usług publicznych, ochrona zdrowia, handel, usługi finansowe, etc). Nieruchomości spełniają więc funkcję czynnika produkcji, a popyt na nie i ich rentowność są funkcją rentowności i popytu prowadzonej w nich działalności ekonomicznej bądź potrzeb mieszkaniowych konsumentów. Najważniejsze ekonomicznie (wartość zasobu i wolumen transakcji) rynki nieruchomości to rynki nieruchomości mieszkaniowych, rynki terenów budowlanych oraz nieruchomości komercyjnych (biura, sklepy, hotele, magazyny). Na rynkach tych występuje też koncentracja działalności bankowej w sektorze i w konsekwencji – główne typy ryzyka.

Pojęcie ryzyka rynkowego w klasycznym ujęciu odnosi się do ryzyka związanego ze zmianami na rynku. W przypadku nieruchomości dotyczy ono głównie zmiany ceny nieruchomości w związku ze zmianami popytu oraz podaży i jako część ryzyka kredytowego (bezpieczeństwo zastawu) dotyczy kredytowania istniejącego zasobu mieszkań, bądź jest częścią ryzyka inwestycyjnego (sprzedaż mieszkań nowo wybudowanych). Współczesne spojrzenie na rynki nieruchomości mieszkaniowych z ich złożoną strukturą instytucjonalną oraz wzajemnymi powiązaniem każą patrzeć na kwestię ryzyka rynkowego znacznie szerzej, nie tylko poprzez czynniki wpływające bezpośrednio na popyt, podaż i ceny ale też poprzez ryzyko systemowe, zwłaszcza ze względu na ścisłe powiązanie z rynkiem finansowym i na wzajemne z nim interakcje. Skala sektora i jego powiązań z gospodarką jest jednocześnie tak znaczna, że możemy mówić o wzajemnym oddziaływaniu nie tylko w skali sektorowej, ale też makroekonomicznej.

Rozwój i złożoność rynku mieszkaniowego, a zwłaszcza powiązanego z nim i rozpatrywanego zwykle wspólnie rynku finansowego, to proces historyczny. Podobnie następował rozwój technik zarządzania ryzykiem. Pierwotnie koncentrowano się głównie na ryzyku kredytowym i analizie rynku lokalnego. Obecnie obok doskonalenia tego podejścia (techniki skoringowe, bazy danych, etc.) rynek wymusza na podmiotach silnie zaangażowanych w tym sektorze dokonywania analiz sektora finansowego i związanych z nim ryzyk, jak też analiz makroekonomicznych, polityki mieszkaniowej i gospodarczej. Dodatkowo też – wymusza doskonalenie badań rynku nieruchomości sensu stricto.

W Polsce, pomimo wysokiej dynamiki rozwoju, system finansowania nieruchomości mieszkaniowych nie osiągnął rozmiarów ani skali złożoności porównywalnych z rynkami rozwiniętymi. Pierwotne ryzyko banków związane było głównie z transformacją i niedorozwojem rynku. Obecnie udało się pokonać znaczną część tych problemów. Na rynku pojawiają się jednak nowe wyzwania.

Banki dotychczas doskonaliły przede wszystkim zarządzanie ryzykiem kredytowym i kompensowały je wysokimi marżami. Rosnąca konkurencja oraz postępująca złożoność rynku wymuszają jednak bardziej kompleksowe podejście do związanego z nim ryzyka.

Celem opracowania jest – z konieczności uproszczone – przedstawienie niektórych wzajemnych powiązań widocznych na rynku nieruchomości mieszkaniowych i związanych z tym rodzajów ryzyka. Uproszczony charakter analizy jest wynikiem zarówno znacznej złożoności rzeczywistych rozwiązań, jak też ich często wyjątkowego charakteru. W dalszej części pracy przedstawiono wybrane problemy dotyczące rozwoju tego rynku w Polsce oraz związaną z tym politykę ostrożnością banków.

1

Rynek mieszkań i jego funkcjonowanie

Rynek mieszkaniowy to w najprostszym ujęciu obszar, w którym popyt mieszkaniowy spotyka się z podażą mieszkań, kształtując cenę oraz umożliwiając zawarcie transakcji. Równocześnie rynek, regulując poprzez napływ bądź odpływ kapitału do sektora (na podstawie stopy zwrotu), wpływa na wielkość produkcji mieszkań. Minimalne warunki funkcjonowania rynku mieszkaniowego definiuje się zwykle następująco:

1. Prywatna własność ziemi oraz mieszkań jako podstawy modelu rynkowego.
2. Wolność zawierania umów na rynku, tj. swoboda kształtowania cen w przypadku transakcji sprzedaży oraz wysokości czynszów przy transakcjach najmu.
3. Otoczenie prawne i instytucjonalne zapewniające egzekucję zawartych umów oraz dostęp uczestników rynku do informacji.
4. System finansowy umożliwiający transfer praw własności.

Główne czynniki kształtujące popyt to, podobnie jak w przypadku innych dóbr, zachowania konsumentów opisywane mapą ich preferencji oraz ceny mieszkań w relacji do cen innych dóbr. Preferencje są z kolei konsekwencją sytuacji mieszkaniowej kształtowanej przez czynniki demograficzne oraz wielkość i jakość zasobu mieszkaniowego. Istotny wpływ mają też czynniki społeczno-kulturowe, takie jak styl życia, model konsumpcji. W rzeczywistości liczba tych czynników może być bardzo duża, ponieważ omawiane czynniki podstawowe są z kolei pochodną kolejnych, mogą też one, jak również zależności pomiędzy nimi, ulegać zmianom w czasie. Ryzyko związane ze zmianami popytu mieszkaniowego jest najważniejszym ryzykiem rynku nieruchomości i w konsekwencji jednym z najistotniejszych, na jakie narażony jest sektor bankowy. Dotyczy ono nie tylko kredytów hipotecznych, ale też w znacznie większym stopniu projektów deweloperskich.

Z kolei podaż mieszkań to historycznie ukształtowany zasób mieszkaniowy uzupełniany o nowe budownictwo, remonty i rozbudowy oraz pomniejszany o ubytki i zmiany przeznaczenia mieszkań. Rynkowe budownictwo mieszkaniowe pojawia się wtedy, gdy rynkowe ceny mieszkań lub ich najem zapewniają stopy zwrotu porównywalne z innymi sektorami gospodarki (z poprawką na ryzyko, bariery wejścia i wyjścia, etc.).

Podstawowe czynniki kształtujące popyt i podaż na rynku mieszkań prezentuje schemat 1

W rzeczywistości funkcjonowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych, nawet gdy abstrahuje się od interwencji państwa, jest znacznie bardziej złożone. Przekłada się to na problemy kwantyfikacji związanego z tym ryzyka. Do najbardziej znanych modeli przedstawiających w sposób zagregowany podstawowe zależności na tym rynku należy *Fisher–Di Pasquale–Wheaton Model*. Model zajmuje cztery ćwiartki układu współrzędnych, z czego dwie pierwsze, tj. rynek przestrzeni i rynek kapitałowy, powtarzają omawiane poprzednio zależności. Podstawową, kształtowaną przez rynek zmienną w modelu jest poziom czynszów, który jest wypadkową popytu na zasób oraz podaży zasobu. Popyt na zasób jest wypadkową czynników ekonomicznych oraz demograficznych podobnych do przedstawionych na rysunku 1. Zależność pomiędzy popytem na zasób oraz jego podażą jest przedstawiona w pierwszej ćwiartce.

Kształtowanie się cen nieruchomości jest przedstawione w drugiej ćwiartce. Czynsze mieszkaniowe po uwzględnieniu związanego z nimi ryzyka oraz przewidywanych tendencji kształtowania się, a także prognoz w zakresie kształtowania się stopy procentowej, są podstawą do określenia rynkowej ceny nieruchomości. Cena ta to prognoza zdyskontowanych dochodów z czynszów. W modelu znajduje ona zastosowanie zarówno dla mieszkań na wynajem, jak też własnościowych. W rzeczywistości mieszkania własnościowe są na ogół nieznacznie droższe ze względu na preferencje własności ich właścicieli.

Schemat 1

Rynek mieszkaniowy – -podstawowe czynniki kształtujące popyt i podaż mieszkań

Popyt mieszkaniowy (budownictwo, istniejący zasób, remonty i modernizacje)	Podaż mieszkań
<p>1. Dochody</p> <ul style="list-style-type: none"> • dochody własne • transfery • kredyty <p>2. Ceny</p> <ul style="list-style-type: none"> • czynsze • ceny mieszkań • stopy procentowe <p>3. Preferencje</p> <ul style="list-style-type: none"> • model konsumpcji • poziom zaspokojenia potrzeb <ul style="list-style-type: none"> • sytuacja mieszkaniowa • migracje zewnętrzne • migracje wewnętrzne • czynniki demograficzne <ul style="list-style-type: none"> - przyrost naturalny - przyrost gospodarstw domowych 	<p>1. Istniejący zasób</p> <p>2. Remonty, modernizacje</p> <p>3. Ubytki, zmiany przeznaczenia</p> <p>4. Budownictwo mieszkaniowe</p> <ul style="list-style-type: none"> • ceny • koszty • tereny • regulacje
Warunki funkcjonowania rynku mieszkaniowego	
<ul style="list-style-type: none"> • własność prywatna • wolność zawierania umów • regulacje instytucje i podmioty (deweloperzy, instytucje finansowe, władza centralna, władza lokalna) • konsument • podmioty usługowe (brokerzy, notariaty, rzeczoznawcy, sądy wieczysto-księgowe) • rynki komplementarne <ul style="list-style-type: none"> • tereny budowlane • materiały budowlane • kredyty hipoteczne • kredyty budowlane • rynki suplementarne <ul style="list-style-type: none"> • nieruchomości komercyjne • sytuacja makroekonomiczna i społeczna 	
Popyt na kredyt hipoteczny	
<ul style="list-style-type: none"> • popyt mieszkaniowy • zasoby gotówkowe i inne transfery • dochody bieżące i przewidywane • cena kredytu/dostępność kredytu <ul style="list-style-type: none"> • stopy procentowe realne i nominalne • wymogi ostrożnościowe banków • formuły spłaty • wkład własny • skłonność do zadłużania się 	

Deweloperzy czyli producenci, podejmując decyzję o wejściu w sektor nieruchomości mieszkaniowych biorą pod uwagę poziom cen na rynku, który porównują z kosztami wybudowania nieruchomości. Na koszty te (trzecia ćwiartka) wpływać będą w znacznym stopniu koszty wejścia na rynek determinowane ceną terenów budowlanych i warunkami ich uzyskania. Koszty te obrazuje przedstawione przesunięcie krzywej podaży o parametr a . Na kształt krzywej podaży, oprócz rosnących w miarę wzrostu popytu cen nieruchomości i terenów budowlanych, będzie też oddziaływał wzrost cen materiałów budowlanych oraz siły roboczej.

Nowe budownictwo reprezentuje zwiększenie zasobu brutto. W rzeczywistości cały istniejący zasób ulega z czasem deprecjacji i musi być wymieniany (czwarta ćwiartka).

Przy stabilnych czynszach i popycie na zasób oraz stabilnych cenach i stopach procentowych na rynku nie będzie bodźców do zwiększania rozmiarów zasobu i nowa produkcja będzie zaspokajała tylko popyt restytucyjny. Wzrost popytu spowoduje wzrost czynszów i w konsekwencji przy danej stopie kapitalizacji – wzrost cen mieszkań. W efekcie budowa mieszkań stanie się bardziej opłacalna, biorąc pod uwagę koszty produkcji. Wynikiem zwiększonych rozmiarów budownictwa będzie wzrost podaży zasobu. Zwiększony w ten sposób zasób spowoduje w następnym okresie zwiększony popyt restytucyjny. Równoległe przy danym popycie zwiększony zasób spowoduje spadek czynszów i cen mieszkań. W konsekwencji spadną rozmiary budownictwa mieszkaniowego, natomiast w sposób trwały wzrośnie popyt restytucyjny. Układ osiągnie nowy stan równowagi przy wyższym poziomie podaży zasobu. Przy spadku popytu występują analogiczne zależności tylko w przeciwnym kierunku. Spadek cen powoduje ograniczenie rozmiarów budownictwa, teoretycznie aż do zera. W konsekwencji spada stopa restytucji powodując zmniejszanie się rozmiarów zasobu. Efektem spadku podaży zasobu przy danym popycie jest wzrost czynszów i odpowiadający mu wzrost cen mieszkań. W konsekwencji stwarza to warunki wzrostu rozmiarów budownictwa do poziomu zapewniającego odtwarzanie zasobu. W analogiczny sposób oddziałują impulsy z rynku kapitałowego. Wzrost stopy procentowej powoduje spadek wartości nieruchomości ze wszystkimi tego konsekwencjami (spadek rozmiarów budownictwa), zaś spadek stóp – wzrost wartości i koniunkturę na rynku.

W rzeczywistości rynek nieruchomości mieszkaniowych nie dostosowuje się tak prosto. W przypadku wzrostu stóp procentowych spadek cen nieruchomości powoduje, że kredytobiorcy posiadający własne mieszkania o kredytach z wysokim LTV (ang. *loan to value* – relacja kredytu do wartości rynkowej mieszkania) zaprzestają obsługi zadłużenia. Podobne problemy spotykają rynek mieszkań na wynajem finansowanych droższymi kredytami. Wynajmujący nie są w stanie znaleźć najemców, którzy pokryją rosnące koszty obsługi kredytów. Mieszkania te są przejmowane przez banki i wystawiane na rynek, co pogłębia spadek cen i zniechęca banki do kredytowania sektora. Pogłębia to omawiane trudności (spadek popytu). Siła oddziaływań rynku kapitałowego na rynek nieruchomości będzie oczywiście zależała od terminów zapadalności kredytów, związanych z nimi opcjami oraz rodzaju produktów bankowych (stałe albo zmienne stopy procentowe, umowy kredytowe) oraz polityki ostrożnościowej banków.

Czynnikiem opóźniającym i ograniczającym zmiany cen na rynku mieszkań na wynajem będzie charakter oraz struktura kontraktów z lokatorami (długość kontraktu oraz konsekwencje jego wypowiedzenia), zaś na rynku mieszkań własnościowych – rodzaje kredytów i umów kredytowych. Doświadczenia praktyczne pokazują, że o ile ceny mieszkań są dosyć elastyczne przy wzroście popytu, to usztywniają się przy jego spadku. W konsekwencji dopasowania czynszów, zwłaszcza w przypadku rosnących stóp procentowych, mogą trwać latami, a ich konsekwencją są pustostany.

W rzeczywistości, współczesny rynek mieszkaniowy w państwach rozwiniętych jest połączony silnymi więzami z całą gospodarką narodową. Jest też bardzo silnie powiązany z rynkami komplementarnymi, w szczególności – z rynkami czynników produkcji: materiałów budowlanych oraz terenów budowlanych, jak też rynkiem kredytów budowlanych, a zwłaszcza hipotecznych. Silnie oddziałuje na niego rynek kapitałowy i polityka pieniężna, przy czym kanały transmisji znacznie wykraczają poza proste zależności związane z rynkiem kredytów czy kapitalizacją czynszów jako podstawy kształtowania ceny. W sposób silny oddziałują na niego zjawiska makroekonomiczne oraz mezoekonomiczne. Jest też bardzo silnie zindywidualizowany zarówno lokalnie, jak i w ramach

poszczególnych gospodarek narodowych. Skomplikowanie zależności na szczeblu lokalnym oraz makroekonomicznym powoduje jednak znaczne problemy z prognozowaniem zmian wartości nieruchomości oraz koniunktury. W szczególności, obok wpływu zmian popytu oraz stóp procentowych istotnym czynnikiem ryzyka okazuje się sam system bankowy, który poprzez kredyty umożliwia znaczne zmiany popytu w krótkim okresie, co przy sztywnej podaży powoduje boomy i spadki na rynku.

Wieloletnia ewolucja tego rynku sprawiła, że ceną za coraz lepsze rozwiązywanie podstawowych i częściowo sprzecznych problemów takich jak płynność mieszkań na rynku, bezpieczeństwo socjalne, bezpieczeństwo pożyczkodawcy oraz dostępność mieszkania i kredytu hipotecznego jest skomplikowana struktura regulacyjno-instytucjonalna i większe problemy z kwantyfikacją ryzyka. Owa struktura w połączeniu ze specyfiką funkcjonowania oraz powiązań z gospodarką narodową stanowi o specyfice rynku nieruchomości mieszkaniowych.

2

Specyfika rynku nieruchomości mieszkaniowych jako istotny element zwiększający ryzyko

2

Problem specyfiki rynków nieruchomościowych, w tym mieszkaniowych jest szeroko omawiany w literaturze. Z punktu widzenia banku specyfika oznacza często dodatkowe możliwości prowadzenia biznesu, ale większym kosztem, ponieważ dodatkowe ryzyko, aby nim zarządzać musi, zostać rozpoznane. Znaczna i postępująca złożoność przedmiotu finansowania oraz związanych z tym instrumentów jest sama w sobie źródłem dodatkowego ryzyka, gdyż wzrasta liczba sytuacji nieprzewidywalnych oraz takich, które nie były testowane w praktyce.

W literaturze najczęściej podkreśla się **złożoność tego rynku i skalę jego powiązań, znaczenie ekonomiczne i społeczne oraz indywidualizm rozwiązań i ich ewolucję w czasie**. Cechy te oddziałują zarówno na strukturę rynku, jak też na jego funkcjonowanie.

Rozpatrując **złożoność rynku i skalę jego powiązań z punktu widzenia ryzyka banku** należy wskazać na **wielość praw będących przedmiotem obrotu rynkowego**. Rodzi to ryzyko braku dostatecznej wiedzy i analiz. Dotyczy to zwłaszcza krajów o rozwiniętej gospodarce i rozwiniętym rynku nieruchomości, w mniejszym jeszcze stopniu gospodarek (w tym polskiej) podlegających transformacji. Pomimo że formami podstawowymi pozostaje własność oraz wynajem, rozwinęło się jednak wiele form mających charakter pośredni (spółdzielczość, różne formy budownictwa nienastawione na zysk). Pojawiły się różne nowe formy współwłasności (ang. *timesharing* – współwłasność z prawem użytkowania przez określony czas w roku), czy formy transakcji, w których następuje cesja praw własności, wycofanie kapitału przy zachowaniu użytkowania (ang. *sale/leaseback*) oraz konstrukcje praw opartych na prawach innych osób. Nastąpiło też dalsze rozdzielanie praw do terenu w stosunku do praw do lokalu, w umowach pojawiały się różnego rodzaju opcje. Nacisk konkurencji oraz potrzeby rynku spowodowały rozwój instrumentów kredytowych wspierających tego typu transakcje. Innowacyjne instrumenty kredytowe tworzące nową sytuację prawną zostały też wprowadzone przez system bankowy (np. ang. *reverse mortgage* – umożliwiający wycofanie oszczędności z nieruchomości przy zachowaniu jej użytkowania).

Wielość segmentów rynku nieruchomości mieszkaniowych, będąca drugą istotną cechą tego rynku, rodzącą to samo ryzyko jest wynikiem zarówno tradycyjnego podziału związanego z formami zaspokajania potrzeb mieszkaniowych (budownictwo wielorodzinne niskie, wysokie, jednorodzinne wolnostojące, w zabudowie zwartej, własnościowe, na wynajem), dostępności form prawnych (spółdzielnia, kondominium), jak też lokalnym charakterem rynku. Na rynkach tych występują na ogół odmienne zależności przyczynowo-skutkowe, co powoduje, że mogą one występować w różnych fazach koniunktury. Dodatkowo mogą tam występować odmienne, specyficzne czynniki powodujące ryzyko (zmiany aktywności gospodarczej, siły przyrody, zanieczyszczenia środowiska).

Podobne typy ryzyka są konsekwencją **wielości podmiotów wzajemnie powiązanych i występujących na rynku** (deweloperzy, gminy, władze centralne, inwestorzy instytucjonalni, przedsiębiorstwa budowlane, inwestorzy zastępczy, zarządcy nieruchomości, rzeczoznawcy majątkowi, sądy wieczystoksięgowe, notariusze, banki, firmy ubezpieczeniowe, etc.). Innymi słowy, ryzyko to jest wynikiem skomplikowania rynku. Zróżnicowane są również systemy rejestracji nieruchomości i związanych z nimi transakcji (kwestia bezpieczeństwa), jak i informacji o nieruchomościach. Czynniki te powodują znaczne problemy techniczne i związane z nimi różne koszty transakcyjne, w konsekwencji – są więc istotną barierą ograniczającą konkurencję w sektorze bankowym pomiędzy rynkami narodowymi.

Mając na uwadze ryzyko związane z obracaniem nieruchomościami, szczególnie istotne jest powiązanie tego rynku z systemem bankowym, rynkiem kapitałowym oraz rynkiem terenów budowlanych. Silne sprzęgnięcie z systemem finansowym, głównie bankowym jest czynnikiem silnie oddziałującym na rynek zwłaszcza w ostatnich kilkudziesięciu latach. Jest to wynik wieloletniej, prowadzonej przez państwo polityki rozwoju tego systemu w celu zwiększenia dostępności mieszkań i wzrostu udziału mieszkań własnościowych (stabilizacja społeczna). W konsekwencji kredyt hipoteczny jest podstawą popytu na tym rynku, a zadłużenie zasobu może dochodzić do 30-40% jego wartości. W efekcie stopa procentowa staje się istotnym czynnikiem kształtującym cenę mieszkania i koniunkturę w sektorze.

Kanały transmisji mają często charakter specyficzny dla konkretnych rynków (np. ryzyko kursowe) i są przedmiotem wielu badań¹. Jako na najbardziej typowe wskazuje się następujące mechanizmy²:

- Wpływ poprzez stopę procentową na ceny nieruchomości i tym samym na koniunkturę (kwestia budownictwa i remontów) w sektorze,
- Wpływ poprzez ceny nieruchomości na majątkowy gospodarstw domowych i tym samym na ich skłonność do konsumpcji,
- Wpływ poprzez cenę nieruchomości na wartość zastawu i związane z tym możliwości finansowania konsumpcji kredytem (tzw. wyciąganie kapitału z nieruchomości).
- Wpływ poprzez stopę procentową na koszt kredytu i jego dostępność dla gospodarstw domowych.

W klasycznym modelu spadek stóp procentowych wywołuje wzrost cen nieruchomości i boom w budownictwie. Rosnące ceny nieruchomości zwiększają majątek gospodarstwa domowego, zachęcając je do większych wydatków konsumpcyjnych. Sprzyja temu wzrost dostępności kredytu oraz wzrost wartości nieruchomości (zabezpieczenie kredytu). Wzrost stóp procentowych działa odwrotnie. Ponieważ agregaty związane z tym rynkiem są duże, również wywoływane efekty popytowe są znaczne. Przykładem mechanizmu specyficznego dla USA, wynikającego z rozwiązań instytucjonalnych oraz preferencji konsumentów (sekurytyzacja oraz instrument kredytowy – kredyt o stałej stopie procentowej z opcją wcześniejszej spłaty) jest wzrost płynności systemu finansowego wraz ze spadkiem stóp procentowych (kredytobiorcy refinansują kredyty, inwestorzy otrzymują przyspieszone spłaty. W konsekwencji omawianych mechanizmów zmiany na rynkach finansowych przenoszą się na rynki nieruchomości oraz dalej na całą gospodarkę (konsumenci, inwestycje).

Ekonomiczne znaczenie rynku mieszkaniowego i związanych z nim agregatów (popyt, inwestycje, oszczędności) może więc stać się dla banku elementem ryzyka makroekonomicznego. Skala oddziaływania może być przy tym znacząca, ze względu na istotny udział sektora mieszkaniowego w gospodarce. Podobnie jest z ryzykiem politycznym ze względu na charakter zaspokajanych potrzeb.

Całość nakładów na gospodarkę mieszkaniową w gospodarce narodowej ocenia się na ogół na 8-20% PKB, przy czym wraz z wysokością PKB udział ten na ogół wzrasta. Drugim czynnikiem różnicującym jest na ogół polityka gospodarcza poszczególnych państw. W zależności od wielkości i stanu zasobów oraz rozmiarów budownictwa nakłady rozkładają się pomiędzy utrzymanie zasobu a inwestycje w proporcjach około 40-60%. Nakłady na utrzymanie zasobu i związane z nimi czynsze są przy tym względnie stabilne, podczas gdy nakłady inwestycyjne poddane są silnym, tj. przekraczającym 100%, wahaniom koniunkturalnym³.

Mieszkanie, a zwłaszcza zaspokajanie związanych z nim potrzeb, **zajmuje istotne miejsce w budżetach gospodarstw domowych oraz jest istotnym składnikiem majątku, co istotnie wpływa na zachowania konsumpcyjne**. Wydatki mieszkaniowe to z kolei istotny element globalnego popytu. Dotyczy to zwłaszcza państw wysoko rozwiniętych, gdzie na zaspokojenie potrzeb

¹ Aoki, Proudman i Vlieghe (2002).

² ECB (2003), s. 8 i dalsze.

³ Materiały The Housing Indicator Program (1982-1984) oraz Urban and Housing Indicator Program (1981-1983).

mieszkaniowych, jak też potrzeb związanych z mieszkaniem (umeblowanie, sprzęt techniczny itp.) wydaje się około 40-50% budżetów gospodarstw domowych, a niekiedy nawet więcej. Koszt przeciętnego mieszkania mierzony rocznymi dochodami przeciętnego gospodarstwa domowego zawiera się pomiędzy 3–15 lat, przy średniej około 5 i pół roku oraz wysokości wskaźnika w granicach 3–4 lat dla krajów rozwiniętych z dobrze funkcjonującym rynkiem mieszkaniowym⁴. Majątek nieruchomości mieszkaniowych ocenia się na około 40% majątku trwałego w Stanach Zjednoczonych⁵, w pozostałych krajach udziały te są niższe. Łącznie z nieruchomościami komercyjnymi udział ten przekracza 50%.

Aktywa hipoteczne osiągają poziom 30-40% aktywów bankowych i 80% PKB, stając się istotnym elementem wpływającym na bezpieczeństwo systemu bankowego. Kredyty na nowo budowane mieszkania to z reguły kilkanaście procent portfela kredytów hipotecznych. Większość transakcji mieszkaniowych oraz kredytów hipotecznych dotyczy obrotu istniejącym zasobem. Ich udział może być zróżnicowany w zależności od poziomu rozwoju, realizowanej polityki mieszkaniowej i systemu finansowania nieruchomości. Finansowanie mieszkań może być organizowane w znacznym stopniu poza systemem bankowym (sekurytyzacja), co ogranicza ryzyko tego sektora, ale nie wpływa na mechanizm transmisji.

Inwestycje mieszkaniowe są istotnym elementem popytu inwestycyjnego. W długim okresie rosną wraz ze wzrostem dochodu narodowego oraz popytu mieszkaniowego. Ich poziom wynosi od około 10% inwestycji brutto w gospodarce narodowej przy niskim poziomie PKB do 20%, a nawet 30%, przy średnim poziomie PKB i deficycie mieszkań. Wraz z osiągnięciem poziomu nasycenia ilością mieszkań (powyżej 400-450 mieszkań na 1000 mieszkańców) zaczyna znacząco wzrastać udział nakładów inwestycyjnych na remonty, modernizacje i rozbudowy⁶. W krótkim okresie ich poziom jest silnie powiązany z cyklem rozwoju gospodarki. Istotne znaczenie mają zwłaszcza dochody realne, poziom stóp procentowych na rynku oraz optymizm konsumentów. Regionalne boomy budowlane są na ogół związane z lokalnymi ośrodkami dynamicznego rozwoju generującymi dochody oraz przyciągającymi siłę roboczą. Są też elementem ryzyka banku.

Budownictwo mieszkaniowe jest ważnym sektorem gospodarki absorbującym krajowe zasoby oraz nadwyżki siły roboczej. Ze względu na silną reakcję na stopy procentowe oraz generowane znaczne efekty popytowe jest uznawane za jeden z automatycznych stabilizatorów koniunktury. Jego udział w tworzeniu PKB zawiera się na ogół pomiędzy 3-8%. Udział budownictwa mieszkaniowego w budownictwie ogółem wynosi 30-50%⁷. Budownictwo ogółem zatrudnia około 9-12% ogółu zatrudnionych, podczas gdy budownictwo mieszkaniowe około 5%. Jest sektorem bardzo elastycznym, jeżeli chodzi o stosowane technologie, tj. możliwość osiągnięcia tej samej wartości użytkowej przy bardzo różnych ze względu na zaawansowanie techniczne i kapitałochłonność technologiach, co powoduje, że może być instrumentem ograniczającym bezrobocie. Równie wysoką elastycznością cechuje się reakcja firm budowlanych na popyt. Wynika to z małych rozmiarów większości firm oraz ich niskiej kapitałochłonności. Jest to reakcja zarówno na sezonowy, jak i związany z koniunkturą charakter produkcji⁸.

Dążenie do osiągnięcia odpowiedniego standardu mieszkaniowego jest jedną z najsilniejszych motywacji pracowniczych, dlatego też polityka mieszkaniowa umożliwiająca dostęp do mieszkania o odpowiednim standardzie jest uznawana za jeden z filarów polityki zatrudnienia oraz wzrostu gospodarczego. Międzynarodowe badania porównawcze elastyczności dochodowej popytu na mieszkania pokazują, że zawiera się ona w przedziale 1 – 1,4. Elastyczność dochodowa popytu jest wyższa dla mieszkań własnościowych niż na wynajem. Oznacza to, że wraz ze wzrostem dochodów właściciele mieszkań są w większym stopniu zainteresowani poprawą swojej sytuacji mieszkaniowej w stosunku do osób wynajmujących mieszkania⁹. Konsumenty są też skłonni więcej płacić za mocniejsze prawa własności¹⁰.

⁴ Materiały The Housing Indicator Program (1982-1984).

⁵ Mayo (1999), s. 6.

⁶ Friedman (1976).

⁷ Materiały The Housing Indicator Program (1982-1984).

⁸ Goryński (1981), s. 123 i dalsze oraz s. 164.

⁹ Malpezzi, Mayo i Gross (1985), s. 37.

¹⁰ WB (1991), s. 15.

Ze względu na podstawowy charakter potrzeb mieszkaniowych istnieje też wysoka korelacja pomiędzy rynkiem pracy a rynkiem mieszkań. Żle działający rynek mieszkaniowy utrudnia przepływy siły roboczej z obszarów o strukturalnym bezrobociu do obszarów rozwojowych i może stać się jednym z istotnych czynników współtworzących bezrobocie. Brak elastycznej podaży w regionach rozwojowych podnosi też cenę mieszkań i w konsekwencji płace zatrudnionych, stając się często jedną z barier rozwoju.

Omawiane czynniki powodują, że sektor mieszkaniowy jest istotnym podmiotem polityki gospodarczej prowadzonej z punktu widzenia wspierania rozwoju i stabilizacji społecznej. Jest ona na ogół prowadzona poprzez stwarzanie warunków uprzywilejowanego rozwoju (subsydia, gwarancje, ulgi podatkowe). Niebezpieczeństwo takiej polityki wiąże się długofalowo z nadmiernym rozwojem sektora, zaś krótkofalowo z możliwością powstawania bąbli spekulacyjnych. Konsekwencją obydwu sytuacji jest spadek cen i załamanie koniunktury w sektorze.

Ryzyko innego typu związane jest z polityką mieszkaniową. Potrzeby mieszkaniowe, zwłaszcza w europejskiej strefie klimatycznej, mają w pewnym zakresie charakter podstawowych, co powoduje ich wysokie upolitycznienie. Jest ono często nadmiernie wykorzystywane przez polityków w walce o władzę, poprzez lansowanie nierealistycznych programów mieszkaniowych oraz populistycznie prowadzoną politykę gospodarczą. Przejawia się ona nadmierną ingerencją administracyjną w różne sfery sektora mieszkaniowego oraz sektorów z nim powiązanych, w tym w sektor finansowy, powodując wzrost ryzyka, a w długim okresie często dekapitalizację zasobu i spadki rozmiarów budownictwa.

Indywidualizm rozwiązań i ich ewolucja w czasie jako istotna cecha sektora dotyczą zarówno systemów finansowych, jak też modeli polityki mieszkaniowej przekładających się na zróżnicowane struktury regulacyjno-instytucjonalne. Ponieważ system finansowy jest podstawowym czynnikiem kreującym popyt na tym rynku to kwestie związane z jego efektywnością (koszt środków) oraz akceptowanymi formami i poziomem ryzyka (wymogi dotyczące przedmiotów i podmiotów kredytowania, instrumentów kredytowych) mają istotny wpływ na funkcjonowanie rynku. Polityka mieszkaniowa oraz polityka gospodarcza mają długookresowo podstawowe znaczenie dla funkcjonowania sektora i rynku. W większości krajów sektor mieszkaniowy jest poddawany bezpośredniej interwencji państwa, jakkolwiek wydatki budżetu państwa na interwencję w sektorze mieszkaniowym w krajach rozwiniętych wynoszą na ogół nie więcej niż 1–2%. Skala pośredniej interwencji, do której zaliczyć można konstrukcję systemu finansowego, regulacje związane z gospodarką przestrzenną czy działalnością deweloperską jest znacząco większa i bardzo zróżnicowana pomiędzy krajami. Konsekwencją polityki państwa w długim okresie są czynniki tak istotne dla rynku i bezpieczeństwa funkcjonowania, jak struktura własności mieszkań, elastyczność ich podaży czy płynność rynku mieszkaniowego.

3

Główne rodzaje ryzyka wynikające ze specyfiki rynku nieruchomości mieszkaniowych

Reasumując początkowe rozważania na temat funkcjonowania rynku mieszkaniowego można stwierdzić, że głównym jego problemem jest zmienny krótko- i średniookresowo popyt w zestawieniu ze sztywną podażą, w czym duży udział ma silne sprzęgnięcie z systemem finansowym, w tym zwłaszcza bankowym, niska płynność mieszkań oraz duża podatność na oddziaływanie czynników zewnętrznych (koniunktura gospodarcza, stopy procentowe, rynek kapitałowy). Konsekwencją oddziaływania tych czynników z punktu widzenia banku jest przede wszystkim ryzyko wartości zastawu. Dlatego też powinny być one monitorowane.

W praktyce zmienność popytu jest głównie wynikiem przemian demograficznych (przyrost demograficzny oraz w krótszym czasie zmiany w liczbie gospodarstw domowych i migracje) oraz zmian dochodów. Oddziałują one lokalnie, ale zwykle dotyczą dużych miast. W ostatnim okresie szybszym zmianom ulegają też preferencje konsumentów. Często zmiany te kumulują się w krótkim okresie.

Krótko i średniookresowo sztywna podaż mieszkań jest spowodowana takimi czynnikami jak: długi cykl budowy (proces budowlany oraz administracyjny), przywiązanie do terenu i związany z tym brak mobilności oraz wpływ rynku terenów budowlanych (spekulacje, regulacje administracyjne). Istotne znaczenie ma też kapitałochłonność przedsięwzięcia, zwłaszcza gdy nie jest dostępny efektywny system finansowy (konieczność wieloletnich oszczędności lub budowa w miarę dopływu środków). W konsekwencji stopa przyrostu zasobu również w długim okresie nie jest wysoka (1% – maksimum 3% – rocznie). Istotne znaczenie dla funkcjonowania rynku ma też względna sztywność zasobu mieszkaniowego (wielkość, układ funkcjonalny, położenie w przestrzeni). Indywidualny charakter lokacji i obiektu, wysoka wartość (wielokrotność długoletnich dochodów) w połączeniu z segmentacją rynku mogą być postrzegane przez bank jako czynniki powodujące niską płynność mieszkania (w konsekwencji bank ograniczy skalę finansowania), co dodatkowo pogłębi problemy sztywnej podaży. Problem ten występuje szczególnie na rynkach lokalnych, w odniesieniu do obiektów nietypowych, gdy źle działa system informacji o nieruchomościach oraz system finansowy.

Konsekwencje społeczne zestawienia zmiennego popytu ze sztywną podażą mogą znacznie wykraczać poza ryzyko utraty wartości zastawu. Historycznie były one przyczyną rozwoju interwencji państwa. Również teraz jest to istotny czynnik komplikujący działanie rynku, gdyż skutkuje to okresowymi zmianami koniunktury w sektorze, co wpływa również na całą gospodarkę. Obecnie jednak ze względu na skalę (cały sektor), rośnie znaczenie oddziaływania polityki pieniężnej i rynków finansowych i one są zwykle jednocześnie przyczyną i ofiarą nierównomiernego rozwoju.

Patrząc historycznie można wskazać na trzy grupy problemów powodujące wzrost ryzyka sektorowego: społeczne, powodujące wzrost ryzyka politycznego, związane z gospodarką przestrzenną, powodujące wzrost kosztów usług mieszkaniowych oraz cykliczny rozwój sektora i kryzysy nieruchomościowe.

Problemy społeczne związane z brakiem regulacji tego rynku pojawiły się najwcześniej, (już o w okresie rewolucji przemysłowej), a siła ich oddziaływania i związane z nimi ryzyko polityczne były tak wysokie, że rozpoczęły trwający do dzisiaj okres dużego zaangażowania państwa w sektor. Początkowo były to problemy niskiej jakości substancji mieszkaniowej i fatalnych warunków mieszkaniowych (na intensywną migrację do miast nałożyły się sztywna podaż oraz brak regulacji sanitarnych i budowlanych). Obecnie są to zwykle problemy grup najuboższych ekonomicznie, które nawet w krajach najbogatszych nie są w stanie samodzielnie zaistnieć na rynku pełnostandardowych mieszkań.

Mieszkania dla takich grup są często finansowane przez prywatny sektor bankowy, lecz w ramach programów rządowych, które pokrywają większość ryzyka. Natomiast problemy grup o średnich dochodach pojawiają się współcześnie przy okazji znaczących problemów na rynku i są zwykle rozwiązywane przy współudziale rządu. Jak wspomniano, z reguły część kosztów pokrywa jednak system bankowy.

Zła gospodarka przestrzeni i związany z nią kształt miast jest z reguły wynikiem niedostatecznej regulacji rynku przestrzeni. Jej podręcznikowym przykładem są problemy części miast amerykańskich – znajdują one swój wyraz w złym przestrzennym kształcie miast (ang. *urban sprawl*) oraz slumsach. Pierwszy z czynników sprawia, że funkcjonowanie miasta staje się wyraźnie droższe i może przyczynić się do spadku cen nieruchomości, drugi zwiększa ryzyko polityczne. Ponieważ kredyty hipoteczne udzielane są na okres do 30 lat bank musi monitorować te zmiany, aby zachować bezpieczeństwo zastawu.

Cykliczny rozwój sektora i kryzysy nieruchomościowe są zjawiskiem obserwowanym od XIX wieku. W okresie Wielkiego Kryzysu nastąpił spektakularny krach systemu finansowania nieruchomości mieszkaniowych w USA i załamanie rynku nieruchomości. Obecnie wzrost znaczenia sektora finansowego oraz globalizacja zwiększyły skalę i częstotliwość ich występowania. W sposób bardziej dotkliwy dotyczą one rynków nieruchomości komercyjnych (do których zalicza się też mieszkania na wynajem), tym niemniej mają znaczący wpływ również na rynki własnościowych nieruchomości mieszkaniowych. W konsekwencji są one istotnym elementem badań oraz literatury dotyczącej nieruchomości¹¹. W literaturze powszechne są opinie o specyfice i unikalności poszczególnych rynków i w konsekwencji unikalnym w dużym stopniu charakterze wahań¹². W ciągu ostatnich dwudziestu lat dotknęły one w różnym stopniu USA, Kanadę, kraje Europy Zachodniej, Japonię, nowo uprzemysłowane państwa azjatyckie. Pomimo tego, wskazuje się na pewne zjawiska charakterystyczne dla ogółu rynków nieruchomości. W szczególności cyklicznym wahaniami poddawane są podstawowe dla tych rynków zmienne, takie jak: budownictwo, ceny, czynsze, sprzedaż kredytów hipotecznych. Większość autorów¹³ poszukuje przyczyn tych zjawisk w strukturalnej właściwości rynku nieruchomości, to jest w zmiennym popycie w krótkim okresie przy reagującej ze znacznym opóźnieniem podaży, jak też sztywności cen. Konsekwencją opóźnień w krótkoterminowych dostosowaniach na rynku jest kumulacja napięć i większa amplituda wahań. Jako typowe przykłady podaje się reakcje na zmiany wysokości czynszów, cen mieszkań czy opóźnienia powodowane cyklem inwestycyjnym.

Umowy najmu podpisywane są zwykle na dłuższe okresy, zatem bieżące zmiany czynszów wywołują procesy dostosowawcze tylko w odniesieniu do umów nowo zawartych. Niezależnie od tego koszt transakcyjny, związany zwykle ze zmianą miejsca zamieszkania, oddziałuje silnie na najemcę, ograniczając łatwość wyjścia z transakcji. Również właściciele budynków wykazują małą elastyczność w dostosowywaniu czynszów do zmian popytu i poziomu pustostanów. Istotnym elementem są też opóźnienia w procesie budowy mieszkań powodujące, że często podaż pojawia się na rynku wtedy, gdy dodatkowy popyt już wygasł. Zjawiska te można nazwać wahaniami koniunkturalnymi. W ich konsekwencji ceny mieszkań oraz wysokość czynszów na wszystkich rynkach nieruchomości wykazują tendencję do cyklicznych zmian.

Nadmierna kumulacja czynników wywołujących fluktuację na rynkach nieruchomości, głównie jednak komercyjnych, prowadzi do poważniejszych i dłuższych cykli powodujących istotne konsekwencje dla całej gospodarki. Głównym czynnikiem potęgującym trudności jest zwykle sektor finansowy sprzęgnięty z rynkiem nieruchomości, który dostarczając dodatkowych środków i zwiększając lub ograniczając popyt, powiększa amplitudę wahań.

W literaturze wymienia się zwykle następujące kryzysogenne zachowania kredytodawców¹⁴:

- niedostrzeżenie katastrofy,
- wyolbrzymianie katastrofy,

¹¹ Lea (1999b).

¹² Su i Kelly (1995).

¹³ Renaud (1997).

¹⁴ Guttentag i Herring (1984) oraz Herring i Wachter (1998).

- instykt stadny,
- nieodpowiednie dane i słaba analiza,
- hazard moralny,
- złe praktyki bankowe.

Niedostrzeganie katastrofy wynika z faktu, że duże wstrząsy na rynkach nieruchomościowych zdarzają się zwykle raz na pokolenie. W konsekwencji banki nie doceniają grożącego im ryzyka. Dlatego też po wstrząsie banki reagują nadmiernie restrykcyjnie, ograniczając dopływ kredytów na rynek. Również instytucje nadzorujące sektor finansowy mogą w wyniku krachu nadmiernie podwyższyć wymogi ostrożnościowe. Gwałtowne ograniczenie napływu środków kredytowych na rynek i w konsekwencji dalsze ograniczenie popytu spowoduje znaczące pogłębienie kryzysu jako skutku wyolbrzymiania katastrofy.

Istotne znaczenie może też mieć zachowanie nazywane w literaturze instynktem stadnym. Jeżeli jakaś grupa banków umniejsza prawdopodobieństwo wystąpienia krachu i prowadzi ekspansywną politykę kredytową w sferze nieruchomości, to poprzez konkurencję może ona zmusić pozostałe banki do prowadzenia takiej samej polityki. Efekt taki występuje często w krajach przechodzących deregulację sektora bankowego.

W analizie dotychczasowych kryzysów bankowych, wywołanych w znacznej mierze przez sektor nieruchomości, przykłada się istotne znaczenie do pozostałych czynników, a więc słabej, opartej na złych danych analizie sektorowej i nadmiernych gwarancjach rządowych lub przekonaniu o ich istnieniu, jako o czynniku powodującym hazard moralny oraz złe praktyki bankowe¹⁵. Szczególnie negatywne znaczenie ma zła, to znaczy nadmiernie optymistyczna wycena wartości nieruchomości jako przedmiotu zabezpieczenia kredytów. Podobnie negatywne konsekwencje powoduje zbyt liberalna praktyka bankowa w zakresie oceny projektów inwestycyjnych, bazująca na wartości zabezpieczenia i nieuwzględniająca zagrożeń mikro- i makroekonomicznych dotyczących dochodów generowanych przez te nieruchomości. Doświadczenie pokazuje, że w przypadku nieruchomości na wynajem podstawowe znaczenie dla bezpieczeństwa banku ma ostrożnie określony stosunek obsługi zadłużenia do dochodów generowanych przez nieruchomość, a nie stosunek zadłużenia do wartości zabezpieczenia.

Połączenie nadmiernej liberalizacji sektora bankowego i gospodarki z brakiem wiedzy oraz doświadczenia może prowadzić do łączenia kryzysów w sektorze nieruchomości z poważnymi kryzysami całej gospodarki i sektora bankowego. Dobrym przykładem są doświadczenia ostatnich kryzysów w krajach azjatyckich, gdzie deregulacja i nadmierny optymizm, wyrażający się przede wszystkim w finansowaniu wieloletnich kredytów krótkimi depozytami, braniu przez banki ryzyka kursowego oraz złe inwestycje doprowadziły do bankructwa całe systemy bankowe. Duża odpowiedzialność spada tutaj na sektor nieruchomości komercyjnych, jakkolwiek ciąg wydarzeń był powtórką podobnych sytuacji z krajów rozwiniętych. Ponieważ podaż nieruchomości komercyjnych w krótkim czasie jest stała, zakres i czas trwania wzrostu cen na rynku jest uzależniony od dopływu środków ze strony sektora bankowego. Kiedy boom na rynku nieruchomości zaczyna wygasać, banki ograniczając finansowanie, przyspieszają i pogłębiają załamanie. Kryzys będzie się pogłębiał, jeżeli banki posiadają duże udziały w nieruchomościach lub duża część ich aktywów jest zabezpieczona na nieruchomościach. W takiej sytuacji nie będą one w stanie wygenerować dostatecznych dochodów, aby odbudować swoje kapitały. W konsekwencji ulegnie ograniczeniu podaż kredytów dla gospodarki wywołując problemy niedostatecznego popytu.

Često jednak kryzysy, zwłaszcza sektora finansowego miały przyczyny specyficzne.

W przypadku kryzysów azjatyckich dodatkowym czynnikiem kryzysogennym było udzielanie kredytów w walucie krajowej ze środków uzyskanych na rynkach zagranicznych. Załamanie waluty krajowej towarzyszył spadek aktywów bankowych prowadzący je do bankructwa.

¹⁵ Handorf (1997).

Kryzys meksykańskiego systemu finansowania nieruchomości mieszkaniowych związany był ze stosowanym tam ze względu na inflację specyficznym instrumentem-kredytem o podwójnej indeksacji, w którym kapitalizuje się odsetki (podobny do kredytu „Alicja” PKO BP). Kredyt ten, aby się spłacił wymaga monitoringu specjalistycznych statystyk finansowych, które pod naciskiem konkurencji poluzowano. Konsekwencją były bankructwa banków, gdyż system był bardzo popularny.

Drugi kryzys amerykańskich savings and loan (pierwszy miał miejsce pod koniec lat 20. i wtedy otworzono zamknięty dotąd system oszczędzania kontraktowego) pod koniec lat 80. był wynikiem narzucenia przez konkurencyjne otoczenie niewłaściwego instrumentu (tradycyjny amerykański 30-letni kredyt o stałej stopie procentowej). Finansowano go z depozytów o krótkim i średnim okresie zapadalności. Gdy stopy procentowe wzrosły, banki zaczęły ponosić straty. Dodatkowym czynnikiem była deregulacja systemu bankowego, która umożliwiła bankom mieszkaniowym zaangażowanie się w spekulacje nieruchomościami komercyjnymi, gdzie też poniosły duże straty.

Bankructwo brytyjskiego systemu buildings society było dla odmiany spowodowane zbyt optymistycznym podejściem do ryzyka rynkowego przy wycenie nieruchomości. Po prywatyzacji zasobów publicznych (której dokonano według cen znacznie odbiegających od wartości rynkowej) nowi właściciele masowo zadłużali nieruchomości. Przy ich wycenie stosowano ceny rynkowe. Gdy banki zaczęły na dużą skalę przejmować nieruchomości z tytułu nieobsługiwanych kredytów, ceny rynkowe gwałtownie obniżyły się i banki poniosły straty.

Problemy niemieckiego sektora bankowego dotyczyły z kolei głównie nieruchomości komercyjnych i związane były z bohem inwestycyjnym w dawnym NRD tworzonym poprzez duże subsydia państwowe. Gdy subsydia ograniczono spadły ceny i banki poniosły straty. Co ciekawe, poniosły je również banki hipoteczne ustawowo zobligowane do dokonywania ostrożnych wycen (tzw. wartość bankowo-hipoteczna).

Kryzys japoński z punktu widzenia sektora był wynikiem nadmiernego nakręcenia koniunktury w sektorze (spekulacyjny, napędzany kredytami wzrost cen nieruchomości) poprzez niskie stopy, a potem spóźnionego i gwałtownego schłodzenia (gwałtowny spadek cen i problemy banków oraz przedsiębiorstw). Z punktu widzenia sektora bankowego był przykładem braku ostrożności banków.

4

Podstawowe kierunki interwencji państwa jako czynnik ograniczający ryzyko

Współczesny sektor mieszkaniowy w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej jest silnie regulowany przez państwo. Dotyczy to zwłaszcza systemu bankowego, gospodarki przestrzenią, zapewnienia równowagi pomiędzy prawami wynajmującego i lokatora oraz problematyki socjalnej. Natomiast polityka fiskalna wobec sektora jest z reguły prowadzona w sposób łagodniejszy od pozostałych sektorów, zwłaszcza gdy chodzi o sektor mieszkań własnościowych. Jest to efekt koncepcji rozszerzania własności prywatnej jako elementu zapewniającego większą stabilność społeczną¹⁶. Ponadto niektóre państwa prowadziły bądź prowadzą politykę wspierania sektora mieszkaniowego.

Regulacje dotyczące sektora finansowego mają ograniczyć poziom ryzyka tak, aby umożliwić długoletnie finansowanie mieszkań oraz zapewnić jego względną stabilność, co przekłada się na dostępność kredytów mieszkaniowych. Podobnie jak polityka mieszkaniowa, również systemy finansowe (w tym bankowe) w mieszkalnictwie kształtowały się przez wiele lat w oparciu o indywidualne doświadczenia poszczególnych krajów.

O ile finansowanie inwestycji mieszkaniowych, zwłaszcza wielorodzinnych, bądź kompleksów budynków jednorodzinnych realizowanych przez dewelopera, nie odbiegało istotnie od finansowania inwestycji komercyjnych, o tyle doświadczenia z finansowaniem zakupów mieszkań lub pojedynczych domów przez konsumenta były raczej negatywne i w konsekwencji powodowały interwencję państwa.

Odmienność finansowania zakupu mieszkań wynikała z jego kapitałochłonności i w rezultacie powodowała konieczność rozłożenia zakupu na wiele lat. Było to jednak ryzykowne dla systemu bankowego, który w początkowym okresie rozwoju bazował na małych bankach bez długoterminowego kapitału. W konsekwencji udzielenie zbyt wielu kredytów hipotecznych powodowało problemy płynnościowe oraz mogło w razie paniki na rynku bądź niewypłacalności części kredytobiorców zagrozić kondycji finansowej banku.

Długi i wysoki w relacji do dochodów kredyt mieszkaniowy powodował z kolei u konsumenta bardzo wysokie ryzyko stopy procentowej.

Aby zmniejszyć ryzyko kredytów, banki udzielały ich relatywnie mało i na warunkach znacznie twardszych niż obecnie. Stosunek kredytu do wartości mieszkania (*LTV*) wynosił maksimum 50% wartości mieszkania, odsetki płacono w pełnej wartości, kapitał rozkładano na 10-15 lat, jednakże umowa kredytowa opiewała na 5 lat. Czasami zawierano umowy tylko na spłatę odsetek z płatnością pełnego kapitału na koniec umowy kredytowej, opiewającej też zwykle na maksimum pięć lat (ang. *balloon loans*). Kredyty te musiały być więc co 5 lat odnawiane¹⁷.

Taki racjonalny z punktu widzenia banku, tj. w skali mikro, system był niebezpieczny dla klienta, a w konsekwencji dla banku w ujęciu makroekonomicznym, gdy negatywne procesy w gospodarce i sektorze kumulowały się. Problemy gospodarcze i związane z nimi przejściowe problemy na rynkach nieruchomości (wzrost stóp procentowych, spadek dochodów) powodowały, że banki nie chciały zawierać nowych umów kredytowych, bojąc się spadku cen nieruchomości i związanego z nim ryzyka zabezpieczenia hipotecznego. W konsekwencji, wskutek braku odnawiania umów kredytowych przez banki po kolejnych 5 latach, powstawało zjawisko braku płynności klienta i jego

¹⁶ Seraphin (1955).

¹⁷ Materiały CMHC oraz Fannie Mae.

eksmisja. Gdy zjawisko miało charakter masowy, konsekwencjami w skali makro były spadek cen nieruchomości, ostrzejsza polityka banków, pogłębienie omawianych problemów i w efekcie masowe bankructwa banków.

Również stosowanie 50% udziału środków własnych nie sprzyjało dostępności kredytu mieszkaniowego i w konsekwencji – mieszkań.

Polityczny charakter potrzeb mieszkaniowych spowodował, że we wszystkich rozwiniętych krajach podjęto działania w celu rozwiązania omawianych problemów, tj. stworzenia systemu oferującego dostępne kredyty hipoteczne bezpieczne zarówno dla kredytodawcy, jak też kredytobiorcy. Zastosowane rozwiązania różniły się jednak między sobą, tym niemniej w początkowym okresie cechą charakterystyczną był wysoki udział czynnika publicznego jako twórcy regulacji i instytucji. W części krajów udział ten w postaci pośredniej utrzymuje się do dzisiaj. Podstawowy problem zapewnienia długoterminowego kapitału, aby bezpiecznie refinansować długoterminowe kredyty, tj. ograniczyć ryzyko płynności, rozwiązano na różne sposoby:

- tworząc możliwości bezpośredniego pozyskiwania na rynkach kapitałowych kapitału długoterminowego poprzez emisję dłużnych papierów bankowych;
- tworząc systemy, w których wierzytelności hipoteczne są sprzedawane na rynku kapitałowym w sposób bezpośredni lub pośredni poprzez sprzedaż opartych na nich papierów sekurytyzacyjnych;
- tworząc możliwości pośredniego dostępu do rynku kapitałowego poprzez specjalistyczne instytucje (centralny bank hipoteczny);
- ograniczając ryzyko w systemie finansowanym depozytami ludności poprzez systemy ubezpieczenia wartości zastawu na wypadek kryzysu na rynku nieruchomości;
- tworząc systemy zamknięte operujące obok rynku kapitałowego i pieniężnego.

Ryzyka związane z wahaniami stóp procentowych ograniczono poprzez:

- odpowiednią politykę makroekonomiczną i związaną z nią politykę pieniężną;
- politykę nadzorczą wobec systemu bankowego zapobiegającą kryzysom finansowym;
- specjalne instrumenty kredytowe bądź zabezpieczenia wbudowywane w klasyczne instrumenty.

Trzeba jednak stwierdzić, że chociaż teoretycznie ryzyko to jest w pełni kontrolowalne, to jednak stanowi ono podstawowe wyzwanie współczesnego rynku nieruchomości i było już powodem znacznych problemów.

Lepsza dostępność kredytu poprzez jego zwiększenie, potaniecie i lepsze dostosowanie do sytuacji kredytobiorcy było z kolei możliwe dzięki:

- wydłużeniu nawet do 30 lat okresu spłaty kredytu;
- obniżeniu realnych i nominalnych stóp procentowych w gospodarce dzięki właściwej polityce gospodarczej;
- obniżeniu ryzyka kredytowego i w konsekwencji ceny kredytu poprzez jego lepszą kontrolę (standaryzację procedur bankowych, przepisów prawnych dotyczących ochrony kredytodawcy, lepsze zarządzanie ryzykiem przez banki m. in. poprzez wdrożenie systemów informatycznych, w szczególności baz danych o nieruchomościach i klientach, technik scoringowych, analiz rynkowych). W konsekwencji spowodowało to potaniecie kredytów poprzez obniżenie marży banków przeznaczonej na pokrycie tego ryzyka;
- popieraniu konkurencji w sektorze bankowym, wymuszającej obniżkę kosztów i marż.

Dalsze obniżanie udziału własnego kredytobiorcy było z kolei możliwe dzięki wprowadzeniu komercyjnych oraz państwowych ubezpieczeń kredytowych, działających jako ubezpieczenie wartości zastawu oraz lepsze poznanie rynku i zarządzanie związanym z tym ryzykiem.

W rezultacie można mówić o powstaniu wielu rozwiązań systemu finansowego opartego na bankach i działalności komercyjnej w sektorze mieszkaniowym, to jest systemu:

- opartego na bankach uniwersalnych lub na bankach specjalistycznych;
- otwartego, stosującego rynkowe stopy procentowe lub systemu zamkniętego, którego ideą jest brak bezpośredniej transmisji zakłóceń na rynku pieniężnym i kredytowym na sektor;
- finansującego się na rynku pieniężnym lub na rynku kapitałowym;
- opartego na modelu centralnego banku mieszkaniowego bądź modelu rozproszonym, tj. opartym na pojedynczych bankach;
- opartego na modelu sekurytyzacyjnym bądź bankowych papierów dłużnych typu obligacje hipoteczne;
- opartego na specjalizacji pionowej (bank) bądź poziomej (tzw. model hurtowy – ang. *wholesale*).

Dyskusja dotycząca wad i zalet poszczególnych rozwiązań wydaje się bardzo trudna, gdyż warunki poszczególnych krajów nie są porównywalne. Podkreśla się w niej raczej zalety finansowania z rynku kapitałowego oraz specjalizacji¹⁸. Państwa europejskie, a zwłaszcza Niemcy, podkreślają zalety modelu bankowości hipotecznej w stosunku do modelu sekurytyzacyjnego, chociaż występują tutaj obydwa rozwiązania, a ostatnio perspektywy rozwoju sekurytyzacji nawet w Niemczech zaczynają wyglądać obiecująco. Dla banków hipotecznych jest to sposób na finansowanie różnicy pomiędzy 60% wartości bankowo-hipotecznej dopuszczalnej ustawą o bankach hipotecznych, a rzeczywistą wartością udzielanych kredytów. Autorzy amerykańscy, którzy oceniają systemy głównie z punktu widzenia ich płynności oraz konkurencji, dosyć sceptycznie odnoszą się do rozwiązań niemieckich jako ograniczających konkurencję w sektorze¹⁹. Z drugiej jednak strony pomijają milczeniem rzeczywiste oraz domniemane gwarancje związane z systemem hurtowym, jak też pośrednie dotacje do tego systemu poprzez utrzymywanie znacznie niższych niż dopuszczalne prawem bankowym wymogów kapitałowych przez instytucje wtórnego rynku. W ich opinii, rozwiązaniem lepszym są systemy oparte na bankach uniwersalnych oraz instytucjach wtórnego rynku, a więc zbliżone do tych, które funkcjonują w USA²⁰. Dodatkowo, w wielu krajach następują zmiany modelu w wyniku działania sił rynkowych i często mają one przeciwstawny charakter. Na przykład, system europejski, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii, zaczynał od modelu banków hipotecznych, obecnie coraz większego znaczenia nabiera model sekurytyzacyjny i banków uniwersalnych. W niektórych krajach jest to reakcja na nadmierne przywileje, jakimi cieszyły się banki hipoteczne. W Kanadzie system startował od modelu połączenia z rynkiem kapitałowym, aby ostatecznie przybrać formę banków uniwersalnych finansujących się w znacznym stopniu z depozytów. Zarówno w USA, jak i w Wielkiej Brytanii poniósł klęskę otwarty system kontraktowy, podczas gdy teoretycznie gorszy – zamknięty funkcjonuje w Niemczech z dużym sukcesem. W Niemczech – bastionie konserwatywnej bankowości hipotecznej – zdecydowano się odejść od modelu specjalistycznego i dać prawo emisji listów zastawnych bankom uniwersalnym. Dlatego popularna i prawdziwa jest teza, że nie ma idealnego, uniwersalnego modelu finansowania mieszkalnictwa, natomiast istnieje problem dopasowania modelu do specyficznych warunków danego kraju²¹.

Rozwinięty rynek finansowy z rozbudowaną infrastrukturą regulacyjną i instytucjonalną, opartą często na gwarancjach państwa lub gwarancjach *implicite*, dzięki ograniczeniu ryzyka tworzy bardzo bogatą ofertę kredytową dla ludności, uwzględniającą poziom dochodów, przewidywane dochody, skłonność do ryzyka, zagrożenie inflacyjne itp. Ponieważ własne mieszkanie jest istotną formą oszczędności, istnieją produkty bankowe pozwalające na ich wycofanie z mieszkania bez konieczności rezygnacji ze standardu mieszkaniowego. Wszystkie te produkty umożliwiają finansowanie mieszkań w bardzo różnych sytuacjach indywidualnych oraz warunkach makroekonomicz-

¹⁸ Lea (1999a).

¹⁹ Struyk (2000), s. X.

²⁰ Zob. Housing Finance in Developed Countries. An International Comparison of efficiency.

²¹ Por. Lea i Diamond (1995).

nych, zwiększając płynność z zasady słabo płynnego rynku mieszkaniowego. W konsekwencji zwiększają one dostępność mieszkań dla konsumentów i popyt mieszkaniowy, stymulują też podaż. W niekorzystnych sytuacjach mogą jednak przyczyniać się do większych wahań popytu.

Regulacje dotyczące gospodarki przestrzeni wynikają ze specyficznego charakteru rynku terenów budowlanych i konieczności godzenia interesów indywidualnych z grupowymi. Podstawowymi narzędziami państwa w tym zakresie jest planowanie przestrzenne oraz polityka podatkowa. Planowanie przestrzenne ma zapewnić harmonijny i ekonomiczny rozwój miast poprzez racjonalną organizację przestrzenną funkcji miasta. Trzeba jednak dodać, że znane są przypadki, gdy nadmierna regulacja tej sfery znacząco usztywniała podaż i sztucznie podnosiła ceny nieruchomości, powodując przez to wzrost a nie spadek ryzyka dla banku.

Polityka podatkowa związana z nieruchomościami mieszkaniowymi ma przede wszystkim wymiar fiskalny – zapewnia dochody z podatku katastralnego *ad valorem* lokalnym budżetom. Dodatkowo wspomaga politykę przestrzenną stymulując efektywne i intensywne wykorzystanie ograniczonych zasobów gruntów oraz nieruchomości posiadających korzystną ekonomicznie lokalizację. W niektórych, specyficznych przypadkach system fiskalny może okazać się bardzo dobrym narzędziem ograniczania spekulacji gruntami budowlanymi, zwłaszcza polegającej na wykupywaniu i przetrzymywaniu gruntów ograniczających rozwój miast. Trzeba jednak pamiętać też o tym, że nadmierny fiskalizm w stosunku do sektora to najszybsza droga do upadku budownictwa i deprecjacji zasobu. Nadmierne wykorzystywanie podatku katastralnego powoduje spadek lokalnych cen nieruchomości, ucieczkę inwestorów i w konsekwencji spadek wpływów podatkowych. To samo dotyczy częstych zmian podatkowych, które poważnie zakłócają działanie rynku, podnosząc poziom ryzyka. Czynniki ten musi być monitorowany przez bank.

Oddziaływanie w sferze socjalnej wynika z realizacji założeń państwa socjalnego oraz podstawowego charakteru potrzeb mieszkaniowych. Podstawowe narzędzia realizacji tej polityki to szeroko rozumiane budownictwo socjalne oraz zasiłki mieszkaniowe. Czynniki ten tylko w sposób pośredni (większy popyt i zasób) wpływa na ryzyko banku na tym rynku.

Podobnie polityczny charakter ma stosowana przez niektóre państwa **polityka wspierania sektora mieszkaniowego** kosztem innych sektorów. Przyjmuje ona różne formy: od bezpośredniego subsydiowania w postaci grantów czy dopłat do stopy procentowej kredytów lub łączenia tych dwóch form poprzez zwolnienia podatkowe (odpisy od podatku dochodowego, zwolnienie bądź obniżenie podatku VAT), do różnego rodzaju gwarancji państwa dających w konsekwencji tańsze finansowanie. Programy tego typu mogą mieć powszechny charakter (np. Niemcy), mogą nazywać pewne programy socjalne (pierwsze mieszkania, subsydia dla niższych grup dochodowych) lub problemy (rehabilitacja, termomodernizacja itp.)

Polityka promocji sektora kosztem innych sektorów nie ma jednoznacznej oceny, jest natomiast bardzo często stosowana i ma bezpośredni wpływ na ryzyko rynku. Problem ten był omawiany wcześniej.

Analizując całościową politykę państwa w sektorze trzeba wyraźnie podkreślić, że jej obecność jest niezbędną, ale musi być ona realizowana z umiarem. Powinna być też cały czas monitorowana pod kątem zasadności realizowanych celów i jej efektywności. Wieloletnie doświadczenia w tym zakresie pokazują negatywne skutki zarówno braku, jak też przeregulowania sektora, a zwłaszcza wprowadzania nieprzemyślanych regulacji ad hoc. Państwo może być istotnym czynnikiem ograniczania ryzyka i stabilizacji sektora, może też być czynnikiem generującym ryzyko. Dlatego polityka mieszkaniowa powinna być monitorowana przez banki posiadające duże portfele mieszkaniowych kredytów hipotecyjnych.

5

Budowa rynkowego sektora mieszkaniowego w Polsce
i polityka ostrożnościowa banków

Oceniając po 15 latach transformacji ogólny stan polskiego sektora mieszkaniowego i rynku mieszkaniowego jako jego regulatora można określić go jako zróżnicowany. Podobnie jak w pozostałych krajach transformujących gospodarkę, również i w Polsce nie udało się zbudować pełnego, sprawnego systemu zaspokajania potrzeb mieszkaniowych, umożliwiającego efektywną produkcję, alokację i eksploatację zasobu oraz pozytywnie oddziałującego na całą gospodarkę²². Najślabszym ogniwem okazała się polityka mieszkaniowa, choć jej znaczenie było kluczowe z uwagi na konieczność budowy nowego systemu od podstaw. Od początku transformacji brak było całościowej koncepcji funkcjonowania sektora opartej na doświadczeniach zagranicznych oraz uwzględniającej polską specyfikę. Przede wszystkim brakowało wizji struktury instytucjonalnej i regulacyjnej, a także planu działań w jej wdrożeniu. Zamiast niej realizowano cele cząstkowe oraz poszukiwano nie-realnych rozwiązań, mających bez nakładów finansowych i bez kosztów społecznych poprawić sytuację mieszkaniową ludności. Instytucje finansowe miały samoistnie generować nadwyżki kapitału, a wydatki budżetowe, wraz z mnożnikowym wzrostem, miały się zamieniać w nadwyżkę budżetową. Zmiany w sektorze były w zasadniczym stopniu powodowane czynnikami wobec niego zewnętrznymi (inflacja, deficyt budżetowy, reforma systemu bankowego) a polityka mieszkaniowa miała charakter działań doraźnych. Sektor mieszkaniowy był w znacznej mierze traktowany przez decydentów jako kumulator społecznych niepokojów i obszar walki politycznej. W konsekwencji unikano trudniejszych decyzji związanych z budową sprawnej, rynkowej struktury (podwyżki czynszów, eksmisja), składano obietnice polityczne w znacznej mierze bez pokrycia oraz prywatyzowano na zasadzie rozdawnictwa publiczny zasób mieszkaniowy. W podobny sposób, to jest bez analizy zarówno celowości decyzji, jak też efektywności przy realizacji założonych celów, prowadzono politykę subsydiowania sektora.

Analiza oficjalnych programów mieszkaniowych kolejnych rządów oraz podejmowanych przez nie praktycznych działań pokazuje, że polityka mieszkaniowa ostatnich kilkunastu lat jako cel stawiała budownictwo mieszkaniowe, a nie prawidłowe funkcjonowanie całego sektora. W związku z tym tworzono często nierealistyczne, obliczone jedynie na efekt polityczny programy budownictwa mieszkaniowego. W sferze realnej często forsowano budownictwo mieszkaniowe niezależnie od jego kosztów czy społecznej racjonalności. Jako główne narzędzie takiej polityki stosowano znaczne i dosyć przypadkowo udzielane subsydia. W pierwszej połowie lat 90. dominowały subsydia do spółdzielczości mieszkaniowej (tzw. stare kredyty). Subsydia do nowego budownictwa (tzw. ulgi budowlane) miały wtedy racjonalne podstawy, ponieważ w warunkach znacznej redukcji popytu w pewnym zakresie ograniczały tempo jego spadku. W drugiej połowie lat 90. wraz ze wzrostem popytu w dużych miastach pojawiły się bariery podażowe, a subsydia zostały w znacznym stopniu skapitalizowane w rencie gruntowej oraz cenach mieszkań. Na rynku budowlanym pojawiły się cykle powodowane w znacznej mierze słabo elastyczną podażą (dostęp do terenów budowlanych, długi okres budowy). Celu, jakim był znaczący wzrost rozmiarów budownictwa, nie udało się zrealizować. Dosyć chaotyczne zmiany skali i form subsydiów powodowały natomiast zaburzenia rynkowe, wpływając na przyspieszenie i pogłębienie załamania budownictwa w 2002 r. a potem boomu w 2005 r., co w konsekwencji spowodowało pogłębienie cykli.

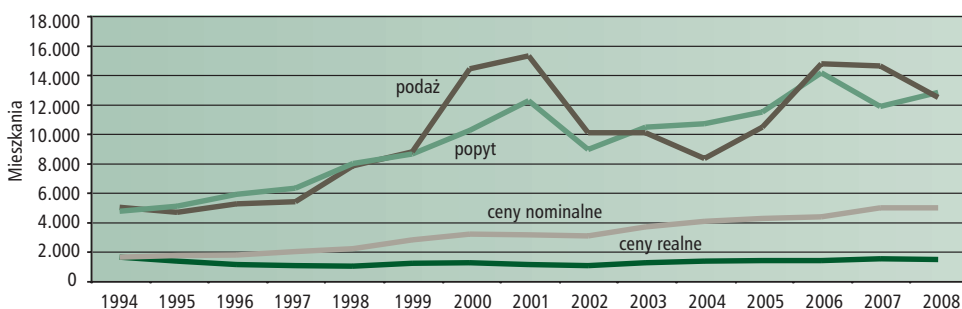
Relatywnie niski poziom finansowania rynku mieszkaniowego (tylko banki w ograniczonym zakresie, brak funduszy inwestycyjnych) powodował, że na razie nie działają na nim podstawowe mechanizmy transmisji znane z rynków rozwiniętych (wpływ stóp procentowych na ceny mieszkań).

²² Do podobnych wniosków można dojść, analizując politykę mieszkaniową w większości krajów podlegających transformacji. Por. badania i raporty MRI z Budapesztu.

Popyt jest natomiast dosyć elastyczny w funkcji ogólnych nastrojów konsumenckich oraz koniunktury i systematycznie, długookresowo rośnie. Coraz większą rolę zaczynają odgrywać kredyty hipoteczne. W największych miastach finansują one 60-80% nowego budownictwa. Do połowy pierwszej dekady XXI wieku nie pojawiały się też bąble spekulacyjne, znacznie zwiększające ryzyko banków. Szybki wzrost cen na rynku warszawskim oraz rynkach innych największych miast w 2005r. powodowany głównie sztywną podażą (ustawa o planowaniu przestrzennym) przy jednoczesnej wysokiej dynamice wypłat kredytów, jak też pojawieniu się pierwszych, zagranicznych funduszy inwestycyjnych chcących spekulować na krótkookresowym wzroście cen jest być może zapowiedzią zmiany sytuacji.

Wykres 1

Podaż i popyt na rynku budownictwa mieszkaniowego w Warszawie



*Prognoza sytuacji na rynku w Warszawie (budownictwo rynkowe, podatek VAT od 2007 r.)

Głównym problemem sektora jest zły stan techniczny zasobu, występują też lokalne dysproporcje pomiędzy popytem a jego podażą. Sytuacja mieszkaniowa ludności Polski jest natomiast adekwatna do poziomu zamożności. W tej sytuacji racjonalna polityka mieszkaniowa powinna być ukierunkowana na wspieranie podaży mieszkań, rozwój rynku (uelastycznienie zasobu) oraz remonty. Istotnym elementem takiej polityki powinno być obniżenie poziomu ryzyka sektorowego, który wciąż jest wysoki. Jak wspomniano, ta racjonalizacja polityki mieszkaniowej zachodzi jednak bardzo powoli, co skutkuje wyższym poziomem ryzyka.

Istotną barierą rozwoju budownictwa jest nadal brak terenów budowlanych, powodowany w znacznym stopniu złą polityką gmin w tym zakresie oraz niedostosowaniem ustawy o planowaniu przestrzennym do realiów. Z kolei popyt jest ograniczony przez brak ustawy deweloperskiej i nadmierne ryzyko dla konsumentów związane z kupowaniem mieszkań u deweloperów. Ryzyko to przekłada się również na sektor bankowy, który unika finansowania mieszkaniowych inwestycji deweloperskich jako ryzykownych.

Zupełnie niezrozumiałe są też niezwykle restrykcyjne przepisy o ochronie lokatorów, spychające – poprzez znaczny wzrost ryzyka – w szarą strefę rynek mieszkań na wynajem i podnajem oraz blokujące rozwój rynku mieszkań na wynajem (popyt mieszkaniowy, ważny segment sektora mieszkaniowego uelastyczniający rynek, zwłaszcza gdy chodzi o rynek pracy i ograniczanie bezrobocia). Jednocześnie sygnały z rynku wskazują, że istnieją prywatni inwestorzy oraz banki, którzy byliby skłonni uczestniczyć w rozbudowywaniu tego segmentu rynku.

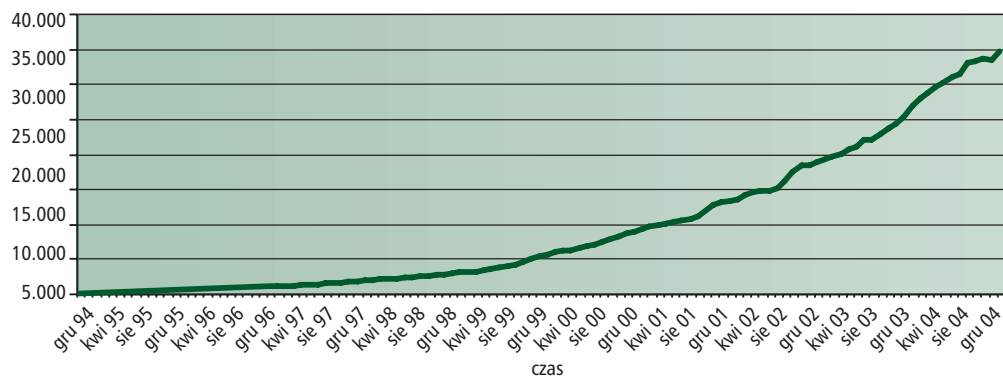
W okresie tym powstały również instytucje niezbędne dla rynku. Przede wszystkim pojawili się deweloperzy, a budownictwo deweloperskie jest obecnie podstawową formą budownictwa wielorodzinnego w dużych miastach. Budownictwo mieszkaniowe po silnym spadku w połowie lat 90. (efekt cofnięcia subsydiów przy nie rozwiniętym systemie kredytowym) odnotowuje umiarkowane, długookresowe tendencje wzrostowe. Głównym czynnikiem jest szybki rozwój kredytów hipotecznych oraz wyrównywanie dysproporcji strukturalnych (duże miasta).

Znaczne zmiany zaszły w sektorze bankowym, który rozwijał komercyjne kredyty hipoteczne z daleka od oficjalnej polityki mieszkaniowej, przy wsparciu organizacji międzynarodowych (USAID, Bank Światowy). Spadła inflacja i oprocentowanie kredytów, banki zaczęły ostro konku-

rować, tworząc wyspecjalizowane departamenty, pojawiły się banki wyspecjalizowane, banki hipoteczne, bank państwowy wspierający sektor (BGK) z Krajowym Funduszem Mieszkaniowym. Kredyty hipoteczne są obecnie najbardziej przyszłościowym i najszybciej rozwijającym się obszarem komercyjnym banków.

Wykres 2

Portfel kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 1994-2004 (w mln zł)



Pomimo wysokiej dynamiki rozwoju udział kredytów hipotecznych zarówno w aktywach bankowych, jak i w finansowaniu rynku jest wciąż niski, biorąc pod uwagę osiągnięty poziom rozwoju kraju, porównywalne kraje transformujące gospodarkę, nie wspominając o średniej europejskiej (tabela 1).

Tabela 1

Kredyty mieszkaniowe na tle podstawowych danych makroekonomicznych i sektorowych

Obroty i ich finansowanie											
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
Udział komercyjnych kredytów mieszkaniowych w PKB w %	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,9	1,3	1,8	2,6	3,6	
Wskaźnik zadłużenia zasobu mieszkaniowego w % jego wartości	0,05	0,06	0,08	0,10	0,17	0,24	0,30	0,42	0,63	0,87	
Udział komercyjnych kredytów mieszkaniowych w aktywach sektora bankowego w %	0,2	0,4	0,5	0,7	0,9	1,6	2,2	3,0	4,3	6,0	
Budownictwo mieszkaniowe na 1000 ludności	2,0	1,7	1,6	1,9	2,1	2,1	2,3	2,7	2,6	2,6*	
% nakładów na budownictwo mieszkaniowe sfinansowany przez kredyty komercyjne	9,5	9,4	9,7	8,0	9,0	15,0	16,0	21,0	26,0	36,4	
Transakcje na rynku wtórnym mieszkań na 1000 ludności	2,9	3,1	3,9	3,1	3,6	2,9	2,8	2,8	-	2,9	
% obrotów na rynku wtórnym mieszkań sfinansowany przez kredyty komercyjne	1,98	2,42	2,67	3,83	6,89	9,46	10,24	13,79	-	27,6	

Źródło: obliczenia własne na podstawie IGM, GUS, NBP.

*Bez „papierowego budownictwa” – efekt zmian prawa budowlanego.

System finansowania kredytów mieszkaniowych opiera się w zasadniczej mierze na bankach uniwersalnych i depozytach ludności. Z różnych powodów nie sprawdził się dotychczasowy system banków hipotecznych. W przyszłości niezbędne jest jednak jego przestawienie na finansowanie w większym stopniu z rynku kapitałowego.

Nie uniknięto też błędów w systemie finansowym. Jednym z przykładów może być program kas mieszkaniowych, który miał zapewnić tanie kredyty dla niezamożnej ludności. Objął on swoim zasięgiem głównie najbogatsze grupy społeczne, które skorzystały z wysokich subsydiów. Równocześnie kredyty udzielane w ramach tego programu są znacznie mniej dostępne od krytykowanego przez promotorów programu kredytów hipotecznych i nie rozwiązują żadnej istotnej kwestii społecznej. Błędy w regulacjach spowodowały, że stworzono system niepełny finansowo, w dodatku bez regulacji nadzorczych. Również państwo, które miało w początkowym okresie wspierać płynność kas, wycofało się z tego programu. W konsekwencji, o ile banki chętnie przyjmowały depozyty od klientów, o tyle w fazie kredytowania mnożą zaporowe regulacje, aby nie udzielać kredytów na warunkach opisanych w ustawie. Elementem pozytywnym jest niewielki zasięg programu (około 60 tys. osób) i związana z tym mała skala negatywnych zjawisk.

W całym omawianym okresie zupełnie sprawnie, uwzględniając utrudnienia prawne, brak systemu informacyjnego, nieuregulowany status pośrednika, ryzyko oraz ciągle słabe wsparcie ze strony systemu bankowego, funkcjonował rynek mieszkań, jakkolwiek system informacji, ich dostępność oraz jakość usług części pośredników mieszkaniowych mogły budzić wątpliwości. W omawianym okresie rozpoczęły działalność i okrzepły stowarzyszenia zawodowe pośredników nieruchomości, wzrosły ich kwalifikacje i jakość świadczonych usług. Obok konkurencji przyczyniła się do tego ustawa o nieruchomościach wprowadzająca licencjonowanie tej działalności i związane z tym wymogi kwalifikacyjne. Mankamentem jest ciągle brak ogólnokrajowego systemu informacji o nieruchomościach (MLS).

Na rynku na większą skalę pojawił się też rzeczoznawca majątkowy - istotny warunek profesjonalnych wycen nieruchomości oraz ograniczania ryzyka bankowego. Zawód ten, a zwłaszcza profesjonalizm rzeczoznawców, podobnie jak w przypadku pośredników, budzą jeszcze szereg emocji, ale należy liczyć się z tym, że licencjonowanie i konkurencja w niedługim okresie wymuszają odpowiednie standardy.

Prywatyzacja notariatów podniosła znacznie koszty aktów notarialnych, ale spowodowała, że dla konsumenta powstał prawdziwy rynek tych usług. Natomiast od kilkunastu lat ma miejsce bardzo niewielki postęp w zakresie systemu ksiąg wieczystych, zwłaszcza w największych miastach – podstawowego w gospodarce rynkowej gwaranta bezpieczeństwa obrotu nieruchomościami.

Czynnikiem, który w dłuższym okresie wywrze korzystny wpływ na profesjonalizację i lepsze otoczenie regulacyjne rynku oraz wzrost konkurencji na nim jest akcesja do UE i zachodzące tam bardzo powoli zjawiska unifikacji rynków nieruchomości i kredytowych. Zwiększy to profesjonalizację rynku i bezpieczeństwo jego uczestników, chociaż w dłuższym okresie niewątpliwie zwiąże rynek mieszkań z oddziaływaniem stóp procentowych. Z drugiej strony pojawi się też spekulacja na dużą skalę i związane z nią ryzyko. Raczej nie należy się spodziewać gwałtownych szoków, może za wyjątkiem budownictwa mieszkaniowego (VAT w 2008 r.). Popyt mieszkaniowy będzie powoli wzrastał, zaczną też rosnąć nakłady na remonty i modernizacje finansowane w większym stopniu z kredytów bankowych. Ich warunkiem jest jednak liberalizacja praw lokatorskich, ponieważ inaczej ludzie nie będą traktować mieszkań jak kapitału i inwestować w nie. W przeciwnym wypadku popyt mieszkaniowy w znacznym stopniu przepłynie na inne rynki (samochody, turystyka, elektronika) dając zatrudnienie w innych krajach.

Ten krótki przegląd sytuacji pokazuje, że pierwotnie sektor bankowy w Polsce narażony był głównie na znane ryzyko transformacji i ryzyko niedorozwoju rynku. Obecnie część z tych problemów została ograniczona, natomiast pojawiają się nowe, typowe dla tego rynku. Problemami podstawowymi były: inflacja i wysokie stopy procentowe, brak informacji o kredytobiorcach i nieruchomościach, nieuregulowany status prawny wielu nieruchomości, niesprawny system rejestracji,

wysokie ryzyko wartości rynkowej nieruchomości wobec kształtowania się rynku i masowej prywatyzacji zasobu publicznego oraz dochodów kredytobiorcy, brak uregulowań prawnych oraz przyzwolenia społecznego na egzekucję z nieruchomości i inne. Praktycznie nie był więc spełniony żaden z klasycznych warunków ograniczających ryzyko do poziomu umożliwiającego bezpieczne uruchomienie systemu kredytów hipotecznych (stabilizacja makroekonomiczna, niskie nominalne i realne stopy procentowe, realne stopy procentowe na depozytach, konkurencja pomiędzy bankami, sprawny system rejestracji nieruchomości, sprawny system windykacji należności). Po kilkunastu latach transformacji spełnione są w pełni dwa z tych warunków, tj. realne stopy procentowe na depozytach oraz konkurencja pomiędzy bankami komercyjnymi. W zasadzie można mówić o stabilizacji makroekonomicznej. Natomiast nie są spełnione w pełni podstawowe warunki związane są z ryzykiem kredytowym tj. sprawny system rejestracji i windykacji należności.

Obecnie znaczna część z wymienionych rodzajów ryzyka uległa znacznemu ograniczeniu (np. inflacja), częścią nich, wskutek zebrania odpowiednich doświadczeń, banki nauczyły się zarządzać (wartość rynkowa nieruchomości, informacja o kliencie), w przypadku jeszcze innej ich części ryzyko zostało przejęte przez sektor ubezpieczeń (niesprawny system rejestracji nieruchomości) lub praktycznie rozłożone pomiędzy bank i kredytobiorcę (ryzyko kursowe kredytów denominowanych).

Pozostało wysokie ryzyko inwestycji deweloperskich (brak odpowiednich regulacji) oraz bardzo wysokie ryzyko mieszkań na wynajem (ochrona lokatorów). W konsekwencji poziom finansowania inwestycji deweloperskich kredytami bankowymi jest bardzo niski, a budownictwo na wynajem nie ma szans na rozwój. Trudno jest też w pełni ocenić ryzyko eksmisji, zwłaszcza po wprowadzeniu przepisów o obowiązku dostarczenia lokalu zastępczego. Natomiast w całym omawianym okresie bardzo wysokie było ryzyko polityczne wynikające zarówno z przesłanek socjalnych, jak też polityki prosektorowej. To pierwsze przejawiało się zmianami ustawy o ochronie lokatorów oraz regulacjami dotyczącymi eksmisji. Przejawem drugiego były ciągłe zmiany form i skali subsydiów sektorowych oraz podatków, które destabilizowały sektor.

Rozwijający się rynek mieszkaniowy w coraz większym stopniu finansowany kredytami uległ znacznej dywersyfikacji. Od pierwszych lat XXI wieku pojawiły się cykle na rynku budowlanym w dużych miastach, a obserwując zaangażowanie spekulacyjne funduszy inwestycyjnych na tym rynku można spodziewać się pierwszych bąbli spekulacyjnych, czemu sprzyjają ograniczenia podażowe. W dalszym ciągu nie działa jednak cenowy kanał transmisji polityki pieniężnej na rynek mieszkań.

Zaledwie przed kilku laty dosyć powszechny był w systemie bankowym pogląd mówiący o dużym ryzyku oraz nieopłacalności kredytów hipotecznych. Obecnie na rynku tym panuje wysoka konkurencja. Wynika z tego, że banki z jednej strony dokładniej rozpoznały to ryzyko, natomiast z drugiej, że nauczyły się z nim żyć. Jest ono kompensowane relatywnie wysokimi marżami oraz ciągle niskim jeszcze stosunkiem kredytu do wartości nieruchomości (nie więcej przeciętnie niż 70%). Relatywnie niski poziom kredytowania hipotecznego spowodował, że na razie nie rozwinęły się bardziej zaawansowane badania i próby zarządzania omawianymi ryzykami. Banki koncentrują się głównie na ryzyku kredytowym i stosują dosyć konserwatywne wymogi związane z kredytami. Istnieje pewne zróżnicowanie omawianych wymogów, co związane jest ze strategią rynkową poszczególnych banków. Najczęściej jednak wymienia się następujące:

- dochody kredytobiorcy: udokumentowane stałe dochody z okresu minimum ostatnich 6 miesięcy. W warunkach większego ryzyka związanego z klientem banki mogą żądać udokumentowania dochodów za ostatni rok, a nawet dwa lata. Wysokość dochodów banki przyjmują zwykle jako co najmniej 1,5 przeciętnej płacy w kraju i nie mniej niż 0,5 przeciętnej płacy lub płaca minimalna na 1 członka rodziny, pozostającej po spłacie zobowiązań miesięcznych (z tytułu kredytu i innych stałych zobowiązań). Jako bezpieczny dla banku udział spłaty kredytu w dochodach kredytobiorcy stosuje się maksymalny udział 38% (MDR). Niektóre banki nie stosują wymogu minimalnej nadwyżki dochodu, kalkulując wskaźnik MDR na niskim 25% poziomie;
- zawód lub wykonywane zajęcie: w branżach/sektorach, których prognozy nie przewidują załamania pozytywnych trendów rozwoju;
- wiek: poniżej 50 roku życia, dla najdłuższych kredytów (ze względu na długoterminowość kredytu oraz stosowany w niektórych bankach wymóg ubezpieczenia na życie);

- miejsce zamieszkania/położenie kredytowanej nieruchomości: z uwagi na krótki okres rozwoju rynku nieruchomości, często niską płynność i ograniczenia w otrzymaniu rzetelnej informacji o transakcjach dla wyprowadzenia wartości, jak również brak społecznego przyzwolenia na ewentualną egzekucję z nieruchomości, banki ograniczają się na ogół do nieruchomości położonych w miastach;
- stosunek kredytu do wartości nieruchomości: bez dodatkowych zabezpieczeń banki akceptują w Polsce na ogół jako maksymalny stosunek 75-80%;
- zabezpieczenie: wpisane na pierwszej pozycji obciążenie hipoteczne na kredytowanej nieruchomości, do czasu jej ustanowienia inne znane bankowe formy zabezpieczeń, w tym ubezpieczenie kredytu w towarzystwie ubezpieczeniowym;
- wycena: banki stosują wycenę przez biegłych zlecaną na zewnątrz lub wykonują ją we własnym zakresie,
- minimalna wielkość opłacalnego kredytu hipotecznego: ze względu na brak pełnego rachunku kosztów nie stosuje się na ogół formalnych podziałów, część banków stosowała w różnych okresach minimalną kwotę 30 tys. zł.

Analiza polityki banków na przestrzeni ostatnich pięciu lat wykazuje dwie tendencje: jedną jest dążenie do formalizacji i standaryzacji wymogów, drugą pewna liberalizacja wymogów, zwłaszcza praktycznie egzekwowanych. Jest to wynikiem pewnego doświadczenia, pozwalającego na określenie rozmiarów ryzyka oraz przepływu wiedzy i *know-how* do banków. Zliberalizowane i racjonalizowane zostało zwłaszcza podejście do dochodów kredytobiorcy – obecnie banki akceptują również dochody z umów o dzieło i prac zleconych. Wymagają tylko udokumentowania długookresowości tych dochodów oraz stosują współczynniki ryzyka. Z drugiej strony znikły praktyki udzielania dużych kredytów mieszkaniowych na podstawie analizy dochodów kredytobiorców z ostatnich trzech miesięcy. O ile początkowo banki kredytowały 50-60% kosztów nieruchomości, obecnie bez dodatkowych zabezpieczeń kredytują nawet do 80% wartości nieruchomości, a niekiedy nawet 100% (z ubezpieczeniem górnych 20% wartości w tym samym banku), przy czym standardem staje się od pewnej wysokości kredytu wycena nieruchomości przez rzeczoznawców zewnętrznych lub bankowych. Konkurencja wymusiła odchodzenie banków od obligatoryjnego ubezpieczenia na życie z cesją na bank, obniżyła też prowizje i opłaty za rozpatrzenie wniosku kredytowego.

Można więc ocenić, że dostępność kredytów hipotecznych, patrząc pod kątem wymogów bezpieczeństwa banków, rośnie, ponieważ dotyczy już gospodarstw domowych o wysokich oraz średnich dochodach. Na rynku operują banki specjalizujące się w kredytach dla takich właśnie gospodarstw. Banki specjalizujące się w kredytach dla gospodarstw o średnich dochodach nie żądają hipoteki jako warunku kredytu oraz stosują niski wskaźnik TDR, z ewentualnym łagodnym warunkiem nadwyżki dochodów po spłacie kredytu. Niski, 25% wskaźnik TDR jest niekorzystny dla gospodarstw domowych o wysokich dochodach, dlatego banki specjalizujące się w dużych kredytach dla zamożnych gospodarstw domowych stosują ten wskaźnik na poziomie do 38%, eliminując mniej zamożnych klientów za pomocą wysokiego wskaźnika nadwyżki dochodu na członka gospodarstwa domowego, pozostałego po spłacie kredytu. Można przypuszczać, że wzrost konkurencji oraz dochodów ludności będzie sprawiał, że oferty banków będą coraz bardziej schodziły w głąb rynku. W tym kierunku powinna też zmierzać racjonalna, pośrednia interwencja państwa (gwarancje kredytowe dla gospodarstw o niższych dochodach, subsydia podmiotowe do kredytów).

W krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej portfele kredytów finansujących nieruchomości mieszkaniowe oraz komercyjne nierzadko osiągały poziom powyżej 30% całości aktywów bankowych. Jak pokazuje historia światowych kryzysów bankowych oraz tzw. kryzysów finansowych²³ ostatnich kilkunastu lat nieruchomości, a zwłaszcza nieruchomości komercyjne były często istotną przyczyną bądź katalizatorem tych kryzysów²⁴. W Polsce, z wyjątkiem kilku banków rozmiary portfeli kredytów nieruchomościowych nie osiągnęły jeszcze poziomu mogącego zagrozić poszczegół-

²³ Szerzej: Lea (1999b) oraz *Russian Economy: Trends and Perspectives* (2000).

²⁴ Handorf (1997).

nym bankom czy systemowi bankowemu. Osiągnięcie tych rozmiarów jest już jednak bardzo blisko. Również jakość portfeli jak na razie nie odbiega znacząco od zagranicznych standardów charakteryzujących kraje rozwinięte i prawidłowo działających sektorów nieruchomości oraz finansowego. Nie ma jednak żadnych gwarancji, że sytuacja ta nie ulegnie gwałtownemu pogorszeniu. Czynnikiem wymuszającym lepszą kontrolę ryzyka mogą też okazać się wymogi ostrożnościowe nadzoru bankowego. W Polsce nadzór bankowy w bardzo podstawowym zakresie kontroluje ryzyko, na jakie jest nastawiony system bankowy w sektorze nieruchomości, ale wraz ze wzrostem skali finansowania hipotecznego sytuacja na pewno będzie ulegać zmianie. Z drugiej strony należy się spodziewać dalszego wzrostu złożoności rynku i pojawiania się nowych rodzajów ryzyka.

6 Podsumowanie

Wnioski końcowe:

1. Nieruchomości odgrywają bardzo ważną rolę w działalności gospodarczej człowieka. Wysoka wartość oraz długowieczność nieruchomości powodują, że są one przedmiotem finansowania bankowego na dużą skalę. Najważniejsze ekonomicznie (wartość zasobu i wolumen transakcji) rynki nieruchomości to rynki nieruchomości mieszkaniowych, rynki terenów budowlanych oraz nieruchomości komercyjnych (biura, sklepy, hotele, magazyny). Na rynkach tych występuje też koncentracja działalności bankowej w sektorze i w konsekwencji – główne rodzaje ryzyka.

2. Doświadczenia zarówno zagraniczne, jak i historyczne, pokazują, że cykliczny rozwój oraz kryzysy nieruchomościowe są trwałym elementem gospodarki. Ich przyczyny są na ogół bardzo zróżnicowane i często mają cechy specyficzne dla konkretnych rynków i czasu. Występują też często przyczyny wspólne, do których zalicza się zmienny popyt przy sztywnej krótkookresowo podaży, wpływ zmian stóp procentowych na rynkach pieniężnych i kapitałowych oraz ogólnej koniunktury w gospodarce, silne zaangażowanie sektora bankowego i jego polityka czy wreszcie wpływ polityki państwa. Kumulacja negatywnych zjawisk może prowadzić do przekształcenia się normalnych na tym rynku cykli czy wahań koniunkturalnych w kryzysy bankowe o szerszym wymiarze. Niezależnie od zjawisk kryzysowych mających swoje źródło w sektorze, czynnik nieruchomościowy jest też często elementem kryzysów ekonomicznych mających swoje źródło poza sektorem.

3. Podmiotami, które z reguły ponoszą konsekwencje omawianych zjawisk są banki. Wynika to z faktu, że większość transakcji w sektorze dokonuje się z wykorzystaniem finansowania bankowego. Jak pokazuje praktyka środki bankowe są też wykorzystywane do finansowania na znaczną skalę spekulacji na tym rynku. Również władza polityczna chętnie obciąża banki kosztami kryzysów. Szczególna wrażliwość sektora bankowego na kryzysy nieruchomościowe uwidacznia się również w specyficznych, grupowych zachowaniach banków pogłębiających amplitudy wahań cen na rynku poprzez znaczne i skumulowane w krótkim okresie oddziaływanie na popyt.

4. Czynnikiem komplikującym analizę współczesnych rynków nieruchomościowych pod kątem ich ryzyka jest znaczna i postępująca komplikacja zarówno ich struktury regulacyjno-instytucjonalnej, jak i mechanizmu działania. Współczesny kształt rynków nieruchomości mieszkaniowych z ich złożoną strukturą instytucjonalną oraz wzajemnymi powiązaniem każą więc patrzeć na kwestię ryzyka rynkowego znacznie szerzej, niż tylko poprzez czynniki wpływające bezpośrednio na popyt, podaż i ceny (podejście klasyczne), ale też poprzez ryzyko systemowe, a zwłaszcza ze względu na ścisłe powiązanie z rynkiem finansowym oraz pozostałymi rynkami i na wzajemne z nimi interakcje.

5. Przy analizie rynków nieruchomości mieszkaniowych istotnym czynnikiem mogącym oddziaływać bardzo silnie na jego stabilność zarówno w pozytywnym, jak i negatywnym znaczeniu jest polityka państwa na szczeblu makroekonomicznym (regulacje ogólnokrajowe) oraz na poziomie lokalnym (polityka samorządów lokalnych). Wpływa ona i na stronę popytową (polityka socjalna, wspierania sektora, rozwiązania dotyczące sektora finansowego), i potażową (polityka podatkowa, planowanie przestrzenne, regulacje dotyczące terenów budowlanych oraz ochrony lokatorów) oraz może oddziaływać w długim (kształtując system rynkowy) i w krótkim (poprzez zmiany przepisów czy polityki i związane z tym szoki) okresie czasu.

6. Rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce pomimo dynamicznego rozwoju w znacznym stopniu odbiega od poziomu osiągniętego przez rynki krajów rozwiniętych. Dotyczy to zwłaszcza sektora finansowego. Jest to wynikiem utrzymywania przez długi okres części restrykcji i powiązań charakterystycznych dla socjalizmu oraz niedorozwoju podstawowej infrastruktury

regulacyjnej i instytucjonalnej. Dynamiczny rozwój finansowania bankowego w okresie ostatnich kilku lat jest w znacznie większym stopniu wynikiem spadającej inflacji i rosnącej w związku z tym dostępności kredytów oraz przyzwyczajeniem się banków do istniejącego ryzyka niż efektem jego ograniczania. Natomiast rosnąca skala zjawiska sprawia, że zaczynają się pojawiać nowe rodzaje ryzyka charakterystyczne dla rynków rozwiniętych.

7. Pomimo tego, że obecnie skala zjawiska jest jeszcze relatywnie niewielka (kryzys sektora nie jest w stanie zagrozić stabilności sektora bankowego), to wysoka dynamika portfeli hipotecznych nakazuje podjęcie przez sektor bankowy szybkich działań w kierunku lepszej identyfikacji ryzyka i zarządzania nim.

7

Bibliografia

Raporty, materiały robocze, czasopisma, pozycje książkowe:

1. K. Aoki, J. Proudman and G. Vlieghe (2002): *House prices, consumption and monetary policy: a financial accelerator approach*. Bank of England, Working Paper No. 169.
2. ECB (2003): *Structural factors in the EU housing markets*. European Central Bank, Frankfurt.
3. Y. Friedman (1976): *Comment habiter la terre*. Paris-Vancouver.
4. J. Goryński (1981): *Ekonomika budownictwa*. PWE, Warszawa.
5. J. Guttentag, R. Herring (grudzień 1984): *Credit Rationing and Financial Disaster*. „Journal of Finance”; oraz R. Herring, S. Wachter (1998): *Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective*. Tokyo.
6. W.C. Handorf (1997): *Regulacje i nadzór finansowania hipotecznego*. USAID/Abt Associates.
7. *Housing Finance in Developed Countries. An International Comparison of efficiency*. „Journal of Housing Research”, Vol. 3, ls. 1, Special Is.
8. M. Lea, D.B. Diamond (1995): *Sustainable Financing for Housing. A Contribution To Habitat II*. Fannie Mae Office of Housing Research.
9. M. Lea (1999a): *Global Models for Funding Housing: What is the best Model for Poland*. Urban Institute, Washington.
10. M. Lea (1999b): *Bankowość międzynarodowa i kryzysy w sektorze nieruchomości – wnioski dla Polski*. Cardiff Consulting Services, Warszawa; oraz *Russian Economy: Trends and Perspectives*. Institute for the Economy in Transition, Moscow, „Monthly Bulletin”, styczeń 2000.
11. S. Malpezzi, S.K. Mayo, D.J. Gross (1985): *Housing demand in developing countries*. World Bank Staff Working Papers No. 733, The World Bank, Washington.
12. S. Mayo (kwiecień 1999): *Mieszkalnictwo a gospodarka*. Aneks A do: *Mieszkalnictwo a gospodarka: reforma podatkowa oraz alternatywne strategie dotowania mieszkalnictwa*. Urban Institute Consortium.
13. B. Renaud (1997): *The 1985 to 1994 Global Real Estate Cycle: An Overview*. „Journal of Real Estate Literature” No. 5.
14. H.J. Seraphin (1955): *Das eigenheim, eine Volkswirtschaftliche Analise*. Koln-Braunfeld.
15. R.J. Struyk (2000): *Costly Populism*. The Urban Institute, Washington.
16. R.J. Struyk (2000): *Costly Populism*. The Urban Institute, Washington.
17. J. Su i J. Kelly (czerwiec 1995): *Property Cycles in European Office Markets*. Jones Lang Wootton Research, London.
18. WB (listopad 1991): *Housing: Enabling Markets to Work*. World Bank Policy Paper.

Materiały statystyczne:

Materiały CMHC oraz Fannie Mae.

Materiały *Urban and Housing Indicator Program, a Joint Program* of the United Nation Center for Human Settlement and The World Bank. Nairobi Kenya 1982-1984.

Materiały *The Housing Indicator Program, a Joint Program* of the United Nation Center for Human Settlement and The World Bank. Nairobi Kenya 1981-1983.