

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 238

Euro a ryzyko bąbli na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Jacek Łaszek, Hanna Augustyniak, Marta Wiślak

Warszawa, lipiec 2009 r.

Projekt badawczy zrealizowany w ramach współpracy z Biurem ds. Integracji ze Strefą Euro, stanowiący część przygotowanego w Narodowym Banku Polskim *Raportu na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*.

Projekt graficzny:
Oliwka s.c.

Skład i druk:
Drukarnia NBP

Wydał:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. 022 653 23 35, fax 022 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2009

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie.

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

Spis treści

Spis rysunków i tabel	4
Spis wykresów	5
Wprowadzenie	9
1. Oddziaływanie sektora finansowego na sektor nieruchomości mieszkaniowych	11
2. Ryzyko cyklu i kryzysu na rynkach nieruchomościowych	15
3. Akcesja do strefy euro a stopy procentowe, ekspansja kredytowa i ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych – doświadczenia wybranych krajów Unii Europejskiej	22
4. Współczesne doświadczenia USA	32
5. Cykle i kryzysy na polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych	38
6. Ocena rozwoju sytuacji w sektorze mieszkaniowym w Polsce po 2003 r.	43
7. Cykl na warszawskim rynku mieszkaniowym – próba prognozy z punktu widzenia przyjęcia euro	52
8. Sytuacja w polskim sektorze mieszkaniowym – próba oceny ogólnej	55
9. Próba szacunku oddziaływania kanału kredytowego na rynek mieszkaniowy	58
10. Odchylenia stóp procentowych od poziomu stóp równowagi a ich wpływ na ceny nieruchomości	65
Wnioski końcowe	69
Bibliografia	73
Załącznik 1	76
Załącznik 2	80
Załącznik 3	84
Załącznik 4	86

Spis rysunków i tabel

Rysunek 1. Model rynku nieruchomości	12
Tabela 1. Rynek mieszkaniowy – podstawowe czynniki kształtujące popyt i podaż.	13
Tabela 2. Narodowe zróżnicowanie rynków europejskich w 2000 r.	23
Tabela 3. Portfele hipoteczne według rodzajów instytucji finansowych w wybranych krajach europejskich w 2001 r.	23
Tabela 4. Zróżnicowanie instytucjonalne wybranych narodowych rynków hipotecznych	24
Tabela 5. Zmiany liczby ludności i gospodarstw domowych w 15 krajach Unii Europejskiej.	25
Tabela 6. Sytuacja mieszkaniowa i ekonomiczna w wybranych państwach Unii Europejskiej.	29
Tabela 7. Wybrane proporcje sektora mieszkaniowego w Polsce	38
Tabela 8. Popyt i podaż na warszawskim rynku nieruchomości.	41
Tabela 9. Warianty wzrostu dochodów i akcji kredytowej	52
Tabela 10. Wyniki symulacji dynamiki zmian dostępności kredytowej mieszkania, salda kredytów mieszkaniowych i cen mieszkań – scenariusz I.	64
Tabela 11. Wyniki symulacji dynamiki zmian dostępności kredytowej mieszkania, salda kredytów mieszkaniowych i cen mieszkań – scenariusz II	64
Tabela 12. Funkcja ACF i PACF poziomów zmiennej $\log(d(saldo_sa))$	77
Tabela 13. Funkcja ACF i PACF pierwszych różnic zmiennej $\log(d(saldo_sa))$	78
Tabela 14. Funkcja ACF i PACF poziomów zmiennej $\log(dost_sa)$	78
Tabela 15. Funkcja ACF i PACF pierwszych różnic zmiennej $\log(dost_sa)$	78
Tabela 16. Testowanie stacjonarności zmiennych, test ADF, Philipsa Perrona i KPSS	79
Tabela 17. Wyniki estymacji wektora kointegrującego	79
Tabela 18. Testowanie stacjonarności reszt modelu.	79

Spis wykresów

Wykres 1. Ilość cykli mieszkaniowych w wybranych państwach w okresie I kw. 1997 – IV kw. 1997	16
Wykres 2. Realne ceny mieszkań w wybranych państwach w latach 1970–2005	20
Wykres 3. Ewolucja cen mieszkań w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 1990–2006 (1990=100)	24
Wykres 4. Liczba ludności i gospodarstw domowych w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 1998–2006	25
Wykres 5. Zmiana liczby ludności w wybranych krajach Unii Europejskiej, w tysiącach, narastająco od 1997 r.	26
Wykres 6. Produkt krajowy brutto na głowę mieszkańca, w latach 1997–2006 (w euro)	26
Wykres 7. Liczba mieszkań na 1000 ludności, których budowę rozpoczęto w latach 1997–2006	27
Wykres 8. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania na 1000 ludności w latach 1997–2006	27
Wykres 9. Istniejący zasób mieszkaniowy na 1000 ludności w wybranych krajach UE w latach 1997–2006	28
Wykres 10. Zawarte transakcje mieszkaniowe na 1000 ludności w wybranych krajach UE w latach 1997–2006	28
Wykres 11. Kredyt mieszkaniowy w wybranych krajach UE w latach 1997–2006 – dynamika względem 1997 r.	29
Wykres 12. Kredyt mieszkaniowy na głowę mieszkańca w wybranych krajach UE w latach 1997–2006	30
Wykres 13. Udział kredytu mieszkaniowego w PKB w wybranych krajach UE w latach 1997–2006	30
Wykres 14. Stopa procentowa kredytów mieszkaniowych w wybranych krajach UE w latach 1997–2006	31
Wykres 15. Kredyty z zabezpieczeniem hipotecznym w USA, wg wielkości i rodzaju, w okresie 1995–2005 (mld USD)	33
Wykres 16. Sprzedaż nowych domów w USA w latach 1963–2008	34
Wykres 17. Indeks zmiany cen domów kupowanych w USA (r/r)	34

Wykres 18. Straty banków w USA (windykacje hipoteczne) w okresie 01.2005–04.2007	35
Wykres 19. Budownictwo mieszkaniowe w tworzeniu PKB, budownictwo mieszkaniowe na 1000 mieszkańców w Polsce w latach 1950–2001 . . .	39
Wykres 20. Ceny do płacy i ceny rynkowe w Warszawie, budownictwo w Warszawie od 1990	39
Wykres 21. Mieszkania oddane do użytkowania na 1000 ludności w największych miastach Polski w latach 1995–2007	40
Wykres 22. Warszawski pierwotny rynek mieszkań w latach 1994–2008	41
Wykres 23. Porównanie popytu i podaży na rynku nieruchomości w siedmiu największych miastach Polski w latach 2000–2007	42
Wykres 24. Saldo kredytów mieszkaniowych i ich średnie oprocentowanie . . .	44
Wykres 25. Kwartalne zmiany należności od gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych.	44
Wykres 26. Stopy procentowe rynku pieniężnego i kredytu mieszkaniowego . .	45
Wykres 27. Przeciętne ceny mieszkań w Polsce (w zł za m ²)	45
Wykres 28. Przeciętna dostępność mieszkania w Polsce (w m ²)	46
Wykres 29. Przeciętna dostępność kredytu złotowego w Polsce (w tys. zł) . . .	46
Wykres 30. Przeciętna dostępność kredytu we franku szwajcarskim w Polsce (w tys. zł)	46
Wykres 31. Przeciętna kredytowa (kredyt złotowy) dostępność mieszkania w Polsce (w m ²)	47
Wykres 32. Przeciętna kredytowa (kredyt frankowy) dostępność mieszkania w Polsce (w m ²)	47
Wykres 33. Koszt budowy m ² mieszkania na wybranych rynkach w Polsce. . .	48
Wykres 34. Warszawa – elementy przeciętnej ceny m ² mieszkania.	48
Wykres 35. Przeciętne marże bankowe dla kredytów mieszkaniowych	49
Wykres 36. Ocena ryzyka kredytowego przez banki (oprocentowanie kredytu minus oprocentowanie obligacji)	49
Wykres 37. Oczekiwana cena m ² mieszkania wg ceny najmu	50
Wykres 38. Wskaźnik ceny przeciętnego mieszkania do dochodu rozporządz. (w latach)	50
Wykres 39. Warianty popytu mieszkaniowego w Warszawie	52
Wykres 40. Warianty poziomu budownictwa mieszkaniowego w Warszawie . .	53
Wykres 41. Warianty poziomu cen nowych mieszkań w Warszawie	53

Wykres 42. Stopy procentowe rynku pieniężnego w Polsce i Unii Europejskiej . . .	58
Wykres 43. Potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych a zmiana salda kredytów mieszkaniowych (mld zł)	61
Wykres 44. Potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych – stan i prognoza warunkowa	61
Wykres 45. Saldo należności z tytułu udzielonych kredytów mieszkaniowych, stan i prognoza warunkowa – scenariusz I	62
Wykres 46. Średnia cena mieszkań (7 głównych rynków miejskich), stan i prognoza warunkowa – scenariusz I	62
Wykres 47. Saldo należności z tytułu udzielonych kredytów mieszkaniowych, stan i prognoza warunkowa – scenariusz II	63
Wykres 48. Średnia cena mieszkań (7 głównych rynków miejskich), stan i prognoza warunkowa – scenariusz II	63
Wykres 49. Dysparytet stopy procentowej i okresy aprecjacji cen nieruchomości w wybranych krajach	66
Wykres 50. Wybrane kraje. Dysparytet stopy procentowej i kredyty mieszkaniowe (różnica narastająco w okresie III kw. 2001 r. – IV kw. 2006 r.) . . .	67
Wykres 51. Wybrane kraje. Dysparytet stopy procentowej i inwestycji mieszkaniowych (różnica narastająco w okresie III kw. 2001 r. – IV kw. 2006 r.)	67
Wykres 52. Wybrane kraje. Dysparytet stopy procentowej i cen mieszkań (różnica narastająco w okresie III kw. 2001 r. – IV kw. 2006)	67
Wykres 53. Dysparytet stopy procentowej a kwartalny przyrost salda kredytów mieszkaniowych w Polsce	68
Wykres 54. Dysparytet stopy procentowej a zmiany udziału kredytów denominowanych w Polsce	68
Wykres 55. Dysparytet stopy procentowej a dynamika cen mieszkań na rynku warszawskim	68
Wykres 56. Saldo kredytów mieszkaniowych i potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych	76
Wykres 57. Przyrost salda kredytów mieszkaniowych (lewa oś) a potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych (prawa oś)	76
Wykres 58. Relacja przyrostu salda i zdolności kredytowej w latach 1997–2007	77
Wykres 59. Logarytmy zmiennych przyrost salda i zdolność kredytowa	77
Wykres 60. Zasób mieszkaniowy w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2000 r.	80

Wykres 61. Struktura własności mieszkań w krajach Unii Europejskiej pod koniec lat 90..	81
Wykres 62. Dynamika cen mieszkań segmentu apartamentowego w Wiedniu . . .	84
Wykres 63. Dynamika cen mieszkań segmentu apartamentowego w Austrii . . .	84
Wykres 64. Długookresowe stopy procentowe w Austrii	85
Wykres 65. Stopa bezrobocia w Austrii.	85
Wykres 66. Austria – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008. . . .	86
Wykres 67. Belgia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1992–2007. . . .	87
Wykres 68. Finlandia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008 . . .	87
Wykres 69. Francja – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2001–2008. . . .	87
Wykres 70. Niemcy – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2007 . . .	88
Wykres 71. Grecja – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1994–2008	88
Wykres 72. Hiszpania – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008. . .	88
Wykres 73. Holandia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1996–2008 . . .	89
Wykres 74. Irlandia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1997–2008 . . .	89
Wykres 75. Luksemburg – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2004–2008	89
Wykres 76. Portugalia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2002–2008. . .	90
Wykres 77. Włochy – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2007. . . .	90
Wykres 78. Wielka Brytania – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008.	90
Wykres 79. Polska – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2001–2007	91

Wprowadzenie

Celem opracowania jest analiza konsekwencji, jakie dla polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych będzie miało wprowadzenie jednolitej waluty Unii Europejskiej. Wprowadzenie euro jest dużą operacją ekonomiczną, która nie odbywa się modelowo, lecz zachodzi w konkretnych warunkach ekonomicznych. Ponadto ma charakter szoku dla gospodarki, na który nakładają się inne zaburzenia. Dlatego analiza, oprócz zagadnień teoretycznych, musi uwzględniać doświadczenia praktyczne i konkretny kontekst gospodarczy.

W krajach rozwiniętych z gospodarką rynkową sektor nieruchomości, zwłaszcza mieszkaniowych, ze względu na swoją wielkość i wielorakie powiązania, silnie oddziałuje na gospodarkę, a przede wszystkim na sektor finansowy. Występuje też silna zależność odwrotna, szczególnie pomiędzy polityką gospodarczą, sektorem finansowym a sektorem nieruchomości. Nie wszystkie powiązania występują w Polsce. Biorąc pod uwagę konsekwencje przyjęcia wspólnej waluty dla Polski, szczególnie istotne wydaje się oddziaływanie na równowagę makroekonomiczną poprzez politykę monetarną, kanał kredytowy oraz czynszów imputowanych.

Światowe rynki nieruchomości znajdują się obecnie w punkcie zwrotnym, co jest konsekwencją nie tylko kumulacji na dużą skalę dobrze znanych zjawisk, ale też wpływu nowych czynników. Odwołanie się w analizach do rynków światowych – pomimo historycznie narodowego charakteru sektora mieszkaniowego – wynika zarówno z nowych zjawisk na tym rynku i w konsekwencji możliwości ich wpływu na polski sektor mieszkaniowy, jak i z niewielkiego doświadczenia związanego z kryzysami, spekulacją i cyklicznością rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Dużą niewiadomą jest zwłaszcza możliwy mechanizm synchronizacji załamania na rynkach nieruchomości, symetryczny do pierwszej w świecie synchronizacji cykli.

Analiza obecnego stanu polskiego sektora nieruchomości mieszkaniowych ujawnia znaczne napięcia. Powstaje więc pytanie o konsekwencje tych napięć w najbliższej przyszłości oraz o skutki ich potencjalnej kumulacji w kontekście przyjęcia wspólnej waluty. Szczególnie zasadne wydaje się pytanie, jakie powinny być kierunki polityki gospodarczej, aby te negatywne zjawiska mogły być neutralizowane.

W konsekwencji problem wzrostu ryzyka rynkowego związanego z wprowadzaniem wspólnej waluty europejskiej w Polsce należy rozpatrywać w co najmniej pięciu kontekstach:

- skutków bezpośrednich i krótkookresowych dla rynku, generowanych poprzez kanały transmisji monetarnej, w tym ryzyka wystąpienia baniek cenowych;
- skutków średniookresowych, w tym modyfikacji cykli na tym rynku;
- zmiany poziomu ryzyka kryzysu nieruchomościowego, będącego konsekwencją oddziaływania wymienionych wyżej dwóch czynników oraz otoczenia zewnętrznego;
- konsekwencji dostosowania długookresowego, tj. zmiany ilości zasobu mieszkaniowego, popytu restytucyjnego i wydatków gospodarstw domowych oraz renty miejskiej;
- możliwości neutralizacji potencjalnych negatywnych zjawisk poprzez politykę gospodarczą.

Odpowiedź na postawione na wstępie pytanie wymaga zatem, oprócz analizy teoretycznej, analizy empirycznej sektora nieruchomości mieszkaniowych w Polsce zarówno z punktu widzenia występujących w nim napięć, jak też zależności. Konieczne jest również przybliżenie doświadczeń krajów członkowskich Unii Europejskiej związanych z oddzia-

tywaniem unii monetarnej na sektor mieszkaniowy, a także opisanie zjawisk cykliczności rozwoju rynków mieszkaniowych i baniek spekulacyjnych oraz kryzysów nieruchomościowych, zwłaszcza ostatniego kryzysu w USA.

Omawiane problemy znalazły swoje odzwierciedlenie w strukturze opracowania.

Rozdział pierwszy omawia zależności pomiędzy sektorem nieruchomości mieszkaniowych a gospodarką, a szczególnie sektorem finansowym. Rozdział ten ma w znacznej mierze charakter teoretyczny.

W rozdziale drugim podjęto próbę uporządkowania i zdefiniowania niektórych pojęć używanych potocznie i w szerokim znaczeniu, takich jak: cykle na rynku, bańki spekulacyjne, kryzysy nieruchomościowe.

W rozdziale trzecim opisano rzeczywiste efekty wprowadzania wspólnej waluty dla rynków nieruchomościowych wybranych krajów Unii Europejskiej. Wybór krajów podyktowany był, w znacznej mierze, dostępnością danych.

W rozdziale czwartym omówiono współczesne doświadczenia USA. Doświadczenia te mają szczególne znaczenie ze względu na ich dydaktyczny oraz ostrzegawczy charakter, a także z powodu możliwości oddziaływania skutków sytuacji w USA na polski sektor nieruchomości

W rozdziałach piątym i szóstym omówiono sytuację w polskim sektorze mieszkaniowym, natomiast w siódmym dokonano próby prognozy cykli nieruchomościowych w perspektywie akcesji do strefy euro. Analizę perspektywy polskiego sektora nieruchomości zawiera podsumowanie, które zaprezentowano w rozdziale ósmym.

Pracę zamyka próba ilościowego określenia siły oddziaływania kanału kredytowego związanego z wprowadzeniem wspólnej waluty (rozdział dziewiąty) oraz analiza wpływu niedopasowania stóp procentowych w polskim sektorze mieszkaniowym na ekspansję kredytową (rozdział dziesiąty). Wpływ kanału kredytowego może być jednorazowy, choć znacznie rozłożony w czasie, natomiast drugi wspomniany czynnik będzie w sposób ciągły oddziaływał na sektor, powodując napięcia.

Opracowanie zakończono przedstawieniem najważniejszych wniosków z przeprowadzonych analiz.

1

Oddziaływanie sektora finansowego na sektor nieruchomości mieszkaniowych

1

Sektor nieruchomości mieszkaniowych, odgrywający w sektorze nieruchomości rynkowych kluczową rolę ze względu na swoją wielkość (70–80% wartości majątku nieruchomości) oraz wielostronny charakter powiązań z gospodarką, silnie reaguje na zmiany stopy procentowej zarówno w krótkim, jak też długim okresie. W konsekwencji zmiany te przenoszą się na całą gospodarkę, wpływając na agregaty makroekonomiczne, takie jak: oszczędności, konsumpcja, inwestycje, globalny popyt, a także na sektor finansowy oraz lokalne rynki. Mimo że zależności te zmieniają się w czasie oraz są silnie zróżnicowane w państwach narodowych, to jednak można mówić o nich bardziej ogólnie. Szczególnie w ostatnich latach mamy do czynienia z wieloma nowymi i niepokojącymi zjawiskami dotyczącymi zwłaszcza sektora bankowego. Aktywa hipoteczne osiągają poziom 30–40% aktywów bankowych i ponad 100% PKB, stając się istotnym elementem wpływającym na bezpieczeństwo systemu bankowego. Ich udział może być zróżnicowany w zależności od poziomu rozwoju rynku, realizowanej polityki mieszkaniowej i systemu finansowania nieruchomości. W konsekwencji kredyt hipoteczny jest podstawą popytu na tym rynku, a zadłużenie zasobu może przekraczać 30–40% jego wartości. W efekcie stopa procentowa staje się istotnym czynnikiem kształtującym cenę mieszkania i koniunkturę w sektorze, a ze względu na skalę sektora i wielkość zadłużenia odgrywa znaczącą rolę w całej gospodarce.

Badania ostatnich lat, inspirowane wydarzeniami na rynku amerykańskim oraz tendencjami do synchronizacji cykli nieruchomościowych w skali globalnej, pokazały też inną, istotną zależność makroekonomiczną działającą odwrotnie do opisanej. **Nierównowaga wywołana zbyt niskimi stopami procentowymi w gospodarce i nadmiernym popytem przepływa kanałem kredytowym na rynki nieruchomościowe i przez ekspansję kredytów powoduje szybki wzrost cen nieruchomości.** Podobnie oddziałują też innowacje produktowe, zwłaszcza kredytowe, zwiększające dostępność kredytów za cenę wzrostu ryzyka (Ahrend, Cournede, Price 2008).

Zakres i skala oddziaływań jest nie tylko bardzo silnie uwarunkowana rozwiązaniami lokalnymi, ale też ulega zmianom w czasie. Kanały transmisji polityki monetarnej mają w znacznej mierze specyficzny charakter na konkretnych rynkach i są przedmiotem wielu badań (Aoki, Proudman, Vlieghe 2002). Jako najbardziej typowe wskazuje się następujące mechanizmy wpływu (European Central Bank 2003):

1. Przez stopę procentową na ceny nieruchomości i tym samym na koniunkturę w sektorze (przez rozmiary budownictwa i inwestycji modernizacyjnych).
2. Przez stopę procentową na koszt kredytu i jego dostępność dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorców i w konsekwencji na popyt na przestrzeń.
3. Przez stopę procentową na koszty obsługi istniejącego zadłużenia i związany z tym popyt konsumpcyjny.
4. Przez ceny nieruchomości na efekt majątkowy gospodarstw domowych i tym samym na ich skłonność do konsumpcji, a w konsekwencji na koniunkturę w całej gospodarce.
5. Przez cenę nieruchomości na wartość zastawu i związane z tym możliwości finansowania konsumpcji kredytem zaciągany pod zastaw rosnącej wartości (tzw. wyciąganie kapitału z nieruchomości).
6. Przez stopę procentową na bezpieczeństwo sektora bankowego i politykę kredytową banków, a tym samym na sektor i gospodarkę.

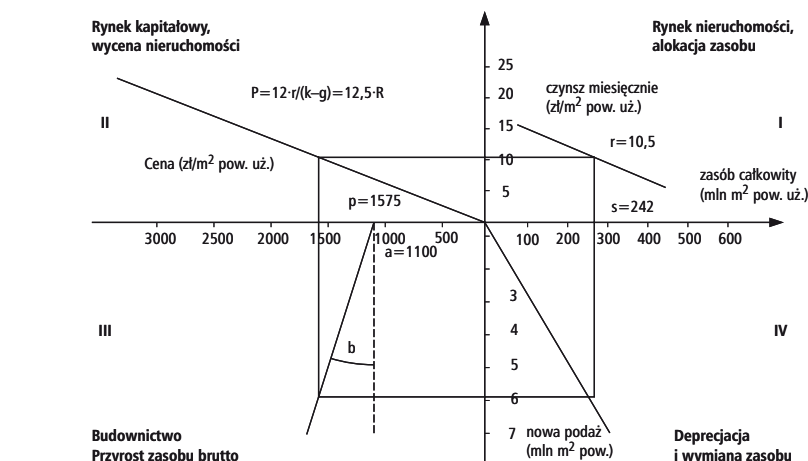
Kanały 1 i 2 oddziałują bezpośrednio na sektor, podczas gdy kanały 3,4,5 i 6 wpływają na całą gospodarkę i pośrednio też na sektor mieszkaniowy. Przedmiotem dalszych rozważań będą zatem kanały 1 i 2.

Ad 1. W klasycznym modelu rynku nieruchomości zarówno mieszkaniowych, jak też komercyjnych (rysunek 1) stawka najmu przestrzeni, rozumiana jako opłata za strumień usług, jest funkcją jej określonej historycznie podaży oraz popytu. Wartość zasobu nieruchomości jest zatem określana przez stopę procentową w gospodarce. Ze względu na trwałość i długowieczność inwestycji nieruchomościowych, jak też niską ich płynność rynkową, stosuje się zwykle długie stopy z rynku obligacji skarbowych, skorygowane o premię za ryzyko. Popyt na rynku nieruchomości komercyjnych ma charakter pochodny i wiąże się z popytem na dobra i usługi na innych rynkach, co jest w znacznej mierze funkcją koniunktury gospodarczej. **Popyt na rynku mieszkaniowym jest znacznie bardziej złożony i zależny od czynników fundamentalnych** dla tego rynku (potrzeby mieszkaniowe, będące funkcją dochodów i zmian demograficznych oraz dostępność kredytów), **polityki państwa** (bezpośrednie subsydia oraz regulacje kształtujące poziom ryzyka w sektorze oraz wpływające na koszty i dochody podmiotów gospodarczych) oraz **spekulacji** związanej z oczekiwaniem dalszych wzrostów cen.

Podstawowym problemem tego rynku jest krótkookresowa zmienność popytu połączona ze sztywną podażą, niską płynnością nieruchomości oraz brakiem kompleksowości polityki mieszkaniowej, która oddziałując w wybranych wycinkach i na wybrane podmioty, często jest sprzeczna wewnętrznie. Podstawowe czynniki fundamentalne kreujące popyt i podaż na tym rynku prezentuje tabela 1.

W modelu podstawowym zakłada się, że spadek stóp procentowych wywołuje wzrost cen nieruchomości i boom w budownictwie (nachylna krzywa podaży, koszty wejścia to koszty terenu), natomiast ich wzrost powoduje zjawiska odwrotne. Boom w budownictwie ze względu na niską kapitałochłonność stosowanych technik produkcji (co najmniej 60% kosztów to koszty siły roboczej) poprzez efekt mnożnikowy oddziałuje na globalny popyt konsumpcyjny i w konsekwencji na koniunkturę w gospodarce.

Rysunek 1
Model rynku nieruchomości



p – cena nieruchomości w zł/m² pow. uż. ($p = 1575$)
 r – czynsz miesięczny w zł/m² pow. uż. miesięcznie ($r = 10,5$)
 R – czynsz roczny w zł/m² pow. uż. ($R = 126$)
 g – przewidywana stopa wzrostu czynszów
 k – skorygowana o ryzyko stopa zwrotu dla inwestorów ($k = 8\%$)
 a – koszty wejścia na rynek nieruchomości ($a = 110$ zł/m²)
 s – popyt na zasób przy danym poziomie czynszów ($s = 242$ m² pow. uż.)
 c – deprecjacja oraz wymiana zasobu określająca rozmiary budownictwa mieszkaniowego
 Źródło: Renaud (1997).

Tabela 1

Rynek mieszkaniowy – podstawowe czynniki kształtujące popyt i podaż

Czynniki kształtujące popyt mieszkaniowy	Czynniki kształtujące podaż mieszkań
1. Dochody	1. Istniejący zasób
• dochody własne	2. Remonty, modernizacje
• transfery	3. Ubytki, zmiany przeznaczenia
• kredyty	4. Budownictwo mieszkaniowe
2. Ceny	• ceny
• czynsze	• koszty
• ceny mieszkań	• tereny
• stopy procentowe	• regulacje
3. Preferencje	
• model konsumpcji	
• poziom zaspokojenia potrzeb	
• sytuacja mieszkaniowa	
• migracje zewnętrzne	
• migracje wewnętrzne	
• czynniki demograficzne	
• przyrost naturalny	
• przyrost ilości gospodarstw domowych	

Źródło: opracowanie własne.

Rzeczywisty mechanizm oddziaływania zmiany stóp procentowych na kształtowanie się wartości mieszkań **zależy od poziomu rozwoju rynku** i związanej z tym **świadomości ekonomicznej**. W przypadku mieszkań na wynajem mechanizm jest oczywisty, jednak w przypadku mieszkań własnościowych jego działanie będzie uzależnione od tego, czy istnieje dobrze rozwinięty system kredytów mieszkaniowych oraz konkurencyjny segment mieszkań na wynajem, jak również czy są przepływy pomiędzy tym segmentem a segmentem mieszkań własnościowych, wyrównujące ceny i czynsze. Dopiero spełnienie tych warunków nie tylko wywołuje przepływy wyrównujące pomiędzy zasobami, ale też powoduje, że konsumenci zaczynają kalkulować w kategoriach kosztu alternatywnego. Jednak nawet w krajach, gdzie istnieje płynny i konkurencyjny rynek mieszkań na wynajem, wzajemna relacja pomiędzy tymi segmentami sektora nie jest tak prosta, jak w ujęciu modelowym. Oznacza to, że siła oddziaływania tego kanału wymaga odrębnych badań.

W Polsce w latach 90. mechanizm oddziaływania stóp procentowych nie działał. Obecnie działa on w ograniczonym zakresie, powodując, że czynsze w wielu miastach rosną wolniej w porównaniu do cen mieszkań własnościowych. Może to też oznaczać, że popyt fundamentalny nie jest na tych rynkach zbyt duży, a znacznej części zakupów mieszkań własnościowych dokonano, kierując się motywem przyszłego wzrostu wartości.

Długookresową reakcją na zmiany stóp procentowych są powolne dostosowania podaży. Przy spadku stóp i wzroście cen rozmiary budownictwa rosną, powodując przyrost zasobu i spadek cen, aż do momentu osiągnięcia poziomu długookresowych kosztów produkcji. Równowaga jest więc osiągana przy wyższym poziomie zasobu. Przy wzroście stóp dostosowania następują przez deprecjację zasobu, a równowaga długookresowa jest osiągana przy niższym poziomie zasobu. W rzeczywistości zmiany stóp następują szybciej niż dostosowania podaży i dominują dostosowania krótkookresowe. Jak wskazują badania międzynarodowe, długookresowa równowaga na rynku w warunkach elastycznej podaży i przy rozwiniętym systemie kredytowym pojawia się wtedy, gdy cena przeciętnego mieszkania kształtuje się na poziomie około 3,5- do 4-krotności rocznych dochodów przeciętnego gospodarstwa domowego.

Ad 2. **Kanał kredytowy działa niezależnie od stopnia rozwoju rynku.** Kredyt długookresowy o relatywnie niskim oprocentowaniu jest podstawą popytu na tym rynku, ze względu na kapitałochłonność i trwałość mieszkania. Brak finansowania tego rodzaju oznacza istotne ograniczenie popytu, gdyż gospodarstwa domowe finansują zakup i budowę mieszkań z transferów rodzinnych oraz z bieżących oszczędności (kilkunastoletni cykl budowy domów jednorodzinnych). Generalnie dostępność kredytu jest funkcją następujących zmiennych:

- poziomu dochodów gospodarstw domowych;
- poziomu nominalnych i realnych stóp procentowych;
- ryzyka sektorowego, norm ostrożnościowych i polityki kredytowej banków;
- stosowanych instrumentów kredytowych, co ma związek z poprzednim punktem.

Długi okres zapadalności kredytów hipotecznych powoduje, że ich dostępność jest szczególnie silnie uzależniona od poziomu realnych i nominalnych stóp procentowych. Wprowadzenie sposobem na zmniejszenie ograniczeń ich dostępności związanych z inflacją może być zastosowanie indeksacji (pojedynczej lub podwójnej), to jednak metoda ta powoduje ogólny wzrost ryzyka i dlatego jest rzadko stosowana. Z tego punktu widzenia nie ma natomiast znaczenia, czy stosowane są instrumenty o stałych czy zmiennych stopach procentowych.

Spadek stóp procentowych wywołuje wzrost dostępności kredytu przy danym dochodzie i regulacjach bankowych, a w konsekwencji wzrost popytu. Szytwna krótkookresowo podaż powoduje, że wzrost ten przekłada się na wzrost cen. W realnej gospodarce procesy te są bardziej złożone i zróżnicowane. Rosnące ceny mieszkań powodują, że banki chętniej i na lepszych warunkach udzielają kredytów zabezpieczonych hipotecznie, jako mniej ryzykownych. Dopóki wzrost cen jest proporcjonalny do spadku stóp procentowych, dostępność kredytowa mieszkań nie ulega zmianie, a często nawet wzrasta, gdy jako skutek ożywienia zaczynają rosnąć dochody. Jednocześnie banki, pod wpływem konkurencji i optymizmu społecznego, obniżają marże, zmniejszają wymogi ostrożnościowe, wprowadzają także innowacyjne, korzystniejsze dla klientów produkty. Mechanizm ten oddziałuje również wtedy, gdy w wyniku wzrostu cen dostępność kredytu zaczyna się zmniejszać. Podstawą popytu stają się wtedy przewidywane dochody ze wzrostu wartości nieruchomości i zaczyna działać tzw. model kasyna, opierający się na spekulacji, a nie czynnikach fundamentalnych. Opisuje on lepiej działanie rynku w krótkim i średnim okresie (gdy są bariery po stronie podaży), przy rozwiniętym systemie kredytowym i działaniach spekulacyjnych. W Polsce na przykład zdolność kredytowa gospodarstw domowych kwalifikujących się do kredytów hipotecznych wynosi około 412 miliardów złotych (przy założeniu przestrzegania konserwatywnych standardów bankowych), a **całkowite zadłużenie w 2007 r. wynosiło około 116 miliardów złotych** (ponad 141 mld zł na koniec lipca 2008 r.). Przy szytwniej krótkookresowo podaży oznacza to, że ceny mieszkań będą kształtowały się na takim poziomie, na jakim konsumenci przewidują, że będą się kształtowały. Wzrost stóp procentowych działa ograniczająco na popyt przez spadek zdolności kredytowej konsumentów oraz wzrost kosztu mieszkania kupowanego na kredyt. Zdolność kredytowa konsumentów jednak znacząco przekracza podaż, dlatego popyt może nie ulec redukcji, zwłaszcza gdy rynek przewiduje dalsze wzrosty cen.

Mechanizm dostosowania długookresowego jest analogiczny jak w przypadku kanału czynszów imputowanych.

2

Ryzyko cyklu i kryzysu na rynkach nieruchomościowych

Rynki nieruchomości, w tym mieszkaniowych, rozwijają się cyklicznie. Oznacza to, że podstawowe wskaźniki ekonomiczne opisujące te rynki, takie jak: ceny, transakcje, budownictwo czy produkcja budowlano-montażowa poddane są, mniej lub bardziej regularnym, zmianom w funkcji czasu. Najczęściej czynnikiem powodującym cykl były opóźnienia pomiędzy reakcją podaży, którą reprezentowało budownictwo mieszkaniowe a zmianami popytu. Przyrost popytu wywoływany głównie migracjami, wzrostem ilości gospodarstw domowych, przyrostem naturalnym oraz zwiększeniem dochodów mógł dosyć szybko się zmieniać, podczas gdy budowa mieszkań mogła trwać nawet kilka lat. Skala przyspieszenia budownictwa była również z reguły ograniczona. W konsekwencji rosły ceny i renta gruntowa, co powodowało szukanie oszczędności w kosztach budowy oraz większej gęstości zabudowy. Skutkiem tych działań był dalszy wzrost renty. Zjawisko to trwało do momentu dojścia do bariery popytu i wzrostu rozmiarów budownictwa. Dopasowania miały charakter raczej ilościowy niż cenowy, mogły jednak trwać nawet kilka lat. Konsekwencją zmniejszenia ilości transakcji był łagodny spadek cen i wyhamowanie budownictwa mieszkaniowego.

Stopniowy rozwój systemu finansowego, w tym bankowego, był warunkiem dostępności mieszkań, ale też dodatkowym czynnikiem potencjalnie zwiększającym dysproporcje pomiędzy popytem a reakcją podaży. W początkowym okresie banki były jednak słabe i ostrożnie angażowały się w sektor. Później również systemy finansowania mieszkań powstawały głównie z pomocą państwa i w związku z tym były bardzo konserwatywnie regulowane, miały też narodowy i specjalistyczny charakter. W konsekwencji były one często odcięte od krajowych rynków kapitałowych i konkurencji oraz opierały się na środkach gwarantowanych ustawowo. Miały też formalne zakazy prowadzenia działalności poza granicami kraju oraz konserwatywnie określone wymogi bezpieczeństwa. Realizowały również funkcje społeczne w ramach programów rządowych, udzielając kredytów na zasadach oderwanych od rynku. Ograniczało to możliwości działań spekulacyjnych i generowania dodatkowych wahań popytu w oparciu o kredyt bankowy i jednocześnie było przyczyną dużego zróżnicowania struktury instytucjonalno-regulacyjnej systemu finansowego. Konsekwencją było znaczne narodowe zróżnicowanie instrumentów kredytowych.

Wraz z rozwojem sektora bankowego i stopniową jego deregulacją rósł jego wpływ na kreowanie zmian popytu na rynku mieszkaniowym. Tradycyjne cykle na rynku były wprawdzie powiązane stroną popytową z koniunkturą gospodarczą, to jednak zależność ta nie oddziaływała w sposób dominujący. Większy rozwój sektora finansowego wprowadził nową zmienną – stopę procentową – jako parametr zewnętrzny wobec sektora mieszkaniowego, ale jednocześnie bardzo silnie na ten sektor oddziałujący, na przykład przez politykę monetarną banku centralnego powiązaną z koniunkturą gospodarczą. Państwo wpływało też silnie na ten sektor za pomocą polityki mieszkaniowej, tworząc instytucje i regulacje oddziałujące zarówno na popyt, jak też na podaż. Istotny wpływ miały również zachowania samych podmiotów na tym rynku, nazywane często zachowaniami zbiorowymi.

Tradycyjnie rynki nieruchomości miały lokalny i narodowy charakter, natomiast silnie zróżnicowana polityka mieszkaniowa wspierająca sektor, oprócz zróżnicowania sektora finansowego, powodowała również powstawanie odmiennych struktur inwestorskich i własnościowych w poszczególnych krajach, a w konsekwencji powstanie różnych efektów

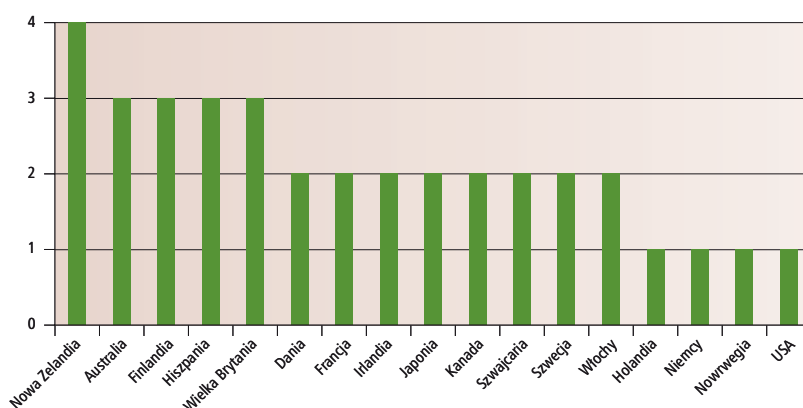
zewnętrznych i reakcji na szoki gospodarcze. Powodowało to nie tylko znaczące różnice w długości i kształcie cykli, ich powtarzalności, ale też w ich mechanizmach. Z tego powodu w literaturze często wyodrębnia się cykle popytowe, podażowe czy też cykle związane z rynkiem terenów budowlanych.

Zróznicowane i często skomplikowane były też systemy rejestracji nieruchomości i związane z nimi prawo. W konsekwencji bezpośrednie, transgraniczne inwestycje w nieruchomości, zwłaszcza mieszkaniowe, wiązały się ze znacznym ryzykiem, co ograniczało spekulację międzynarodową na tym rynku.

W rezultacie cykle na rynku mieszkań były powodowane w znacznym stopniu przez czynniki wewnętrzne oraz czynniki uznawane za fundamentalne, tj. zmiany podaży (mało elastycznej i reagującej z opóźnieniem) oraz popytu (dochody, czynniki demograficzne, preferencje, polityka państwa). W ograniczonym stopniu oddziaływała też polityka monetarna, zwłaszcza przez kanał kredytowy. W krajach europejskich mieszkanie było powszechnie uznawane za dobro konsumpcyjne i w pewnym zakresie stabilną lokatę oszczędności.

Wykres 1

Ilość cykli mieszkaniowych w wybranych państwach w okresie I kw. 1997 – IV kw. 1997



Źródło: OECD.

Duża skala zaangażowania sektora bankowego w sektor mieszkaniowy oraz duża skala omawianych zjawisk powodują, że cykl na rynku może przerodzić się w kryzys nieruchomościowy, co z kolei wywołuje znaczące i długookresowe skutki makroekonomiczne. Może też nastąpić kumulacja negatywnych zjawisk w sektorze oraz w całej gospodarce. Konsekwencje ponosi wtedy, poza deweloperami, głównie sektor finansowy, przy czym mogą one w różnym stopniu dotyczyć poszczególnych instytucji, w zależności od kształtu sektora i miejsca, gdzie koncentruje się ryzyko. Najczęściej są to: sektor bankowy, instytucje ubezpieczeniowe (jeżeli system opiera się na ubezpieczeniach kredytowych), fundusze inwestycyjne etc. **Kryzysy nieruchomościowe w skali globalnej są dosyć częstym zjawiskiem, w skali kraju występują zwykle raz na pokolenie, gdyż tyle czasu potrzeba, aby zapomnieć o złych doświadczeniach z przeszłości.** Dotychczasowe kryzysy nieruchomościowe dotyczyły lokalnych, krajowych rynków nieruchomościowych oraz lokalnych, często silnie regulowanych, systemów finansowania sektora. Dlatego na ogólne zależności i mechanizmy kryzysu zazwyczaj nakładają się ryzyka i mechanizmy specyficzne dla danego rynku, takie jak: złe regulacje i źle zarządzane instytucje, ryzykowne instrumenty oraz niewłaściwa reakcja polityki gospodarczej. Doświadczenia pokazują, że zwłaszcza ten ostatni czynnik ma szczególne znaczenie, które nadal rośnie. Ponadto w zasadzie nie ma systemów w pełni odpornych na błędy i samoregulujących się. Historyczna ewolucja rozwiązań pokazuje, że – abstrahując od podręcznikowych błędów

– rozwiązując jeden problem, tworzymy z reguły ryzyko w innym miejscu. Na przykład regulując system (np. zamknięty system kontraktowy), ograniczamy wprowadzić niepożądane, przewidywane przez nas zachowania, ale usztywniamy go i wystawiamy na ryzyko nieprzewidywalnych zmian, wprowadzając sekurytyzację, ograniczamy ryzyko sektora bankowego, ale zwiększamy jego skalę i pogarszamy jakość zarządzania (problem agencji), opierając system na ubezpieczeniach, zwiększamy ryzyko hazardu moralnego i skutki wydarzeń katastroficznych. Dlatego nie da się uniknąć obserwacji i kontroli (tzw. monitoringu) sektora oraz nie można obejść się bez dobrej polityki gospodarczej, pomimo że czynnik ten najczęściej zawodzi.

W kryzysie meksykańskim lat 80. na rosnącą konkurencję i niedostateczny nadzór nałożył się problem instrumentu kredytowego – kredytu indeksowanego. Kredyt ten został wprowadzony ze względu na wieloletnią, wysoką inflację, która poprzez *payment tilt* praktycznie uniemożliwia długoletnie kredytowanie. Zastosowano technikę kapitalizacji odsetek jako remedium na stopy inflacyjne oraz indeksację płacy nominalną jako odpowiedź na problem nierównomiernego rozkładu w czasie płacy realnej. Taka konstrukcja kredytu zakłada jego kalkulację w momencie udzielania, uwzględniającą przyszłą realną stopę procentową oraz płacę minimalną. Ze względu na kapitalizację odsetek system wymaga stałego monitoringu (kontroli) działającego na podstawie specjalnych statystyk. System początkowo został uruchomiony na środkach publicznych, z czasem zaczęły do niego wchodzić środki prywatne. Konsekwencją rosnącej konkurencji były coraz bardziej liberalne kalkulacje kredytów, ograniczono też jego sprawdzanie. Jednocześnie rząd ze względów politycznych (obawa przed bezrobociem) nie podnosił płacy minimalnej proporcjonalnie do inflacji. W konsekwencji banki poniosły znaczne straty, a nawet zdarzały się bankructwa, gdyż nie było szans, aby odzyskać kapitalizowane odsetki.

Pierwszy kryzys amerykański był klasycznym kryzysem płynności rynku nieruchomości i rynku kredytowego, będącym konsekwencją stosowanych systemów (zamknięty system oszczędzania) i instrumentów (kredyty balonowe).

Drugi kryzys amerykańskich triftów spowodowany był omawianymi klasycznymi czynnikami, na które nałożyło się ryzyko stopy procentowej i polityki gospodarczej. Amerykańskie kasy oszczędnościowo-kredytowe, mimo że finansowały się z oszczędności gospodarstw domowych, z powodu konkurencji udzielały kredytów o stałych stopach procentowych. Gdy w wyniku mało restrykcyjnej polityki monetarnej inflacja i związane z nią stopy procentowe znacząco wzrosły, instytucje te utraciły wypłacalność. Problem usiłowało rozwiązać, deregulując system i umożliwiając kasom wejście na rynki nieruchomości komercyjnych, na których panowała dobra koniunktura, aby odrobiły straty. W konsekwencji na rynku powstały bańki cenowe i po korekcie straty kas uległy zwielokrotnieniu, co doprowadziło do licznych bankructw.

Kryzys i upadek angielskiego systemu *buildings societies* związany był ze stosowaniem zbyt ryzykownych instrumentów, niedoszacowaniem ryzyka kredytowego, w tym przypadku związanego z wiarygodnością kredytobiorcy, oraz ryzyka rynku. Banki chętnie udzielały kredytów typu *home equity* we wzrostowej fazie rynku, nie weryfikując kredytobiorców. Na osłabienie koniunktury nałożyły się problemy kredytobiorców, których domy wystawiane na przetarg przyspieszyły spadek cen i pogłębiły kłopoty, doprowadzając *de facto* do upadku systemu.

Prawie podręcznikowy charakter miał kryzys japoński lat 90. Przy niskim poziomie stóp procentowych banki weszły na dużą skalę w sektor mieszkaniowy powodując, poprzez kanał kredytowy, powstanie baniek cenowych, które pękły po podwyżkach stóp. Konsekwencje kryzysu Japonia odczuwa do dzisiaj.

W nowo uprzemysłowionych krajach Azji boom na rynkach nieruchomościowych był na ogół konsekwencją ogólnego przegrzania gospodarki. Na klasyczne mechanizmy kryzysowe nałożyły się tam dodatkowo problemy ryzyka płynności oraz ryzyka kursowego.

Problemy rynku niemieckiego związane były z liberalizacją kryteriów udzielania kredytów przez niemieckie banki, a bezpośrednim czynnikiem były subsydia rządowe dla wschodnich landów, które wywołały boom na rynku nieruchomości, wpływając na ceny domów i mieszkań.

Podobnie jak kryzysy nieruchomościowe, również **bańki cenowe na rynkach nieruchomości mają długą historię**, jakkolwiek bardziej znane są te z rynków nieruchomości komercyjnych. Jedną z najbardziej znanych jest bańka powstała na Florydzie w latach 20. W krótkim okresie ceny domów wzrosły tam czterokrotnie, aby następnie spaść do pierwotnego poziomu. Sytuację pogorszył huragan, który zniszczył wiele domów. Bańki miały z reguły lokalny charakter i towarzyszyły kryzysom nieruchomościowym, będąc jedną z ich przyczyn. W ostatnich latach, ze względu na skalę i zakres, stały się fenomenem na skalę światową. Pomimo że są źródłem problemów w praktyce, w teorii ekonomii nie zostały dotychczas poprawnie zinterpretowane. Przedstawiciele szkoły chicagowskiej (Alan Greenspan), negujący w ogóle zjawisko baniek spekulacyjnych, podkreślają, że zwłaszcza rynek mieszkań nie jest na nie narażony ze względu na wysokie koszty transakcyjne. Szkoła austriacka podkreśla znaczenie oczekiwań i zachowań zbiorowych w powstawaniu baniek spekulacyjnych, zaś neoklasyści oderwanie tego pojęcia od fundamentów ekonomicznych. Te dwa czynniki wydają się być kluczem do zrozumienia zjawiska. Podobnie niezadowolające, zwłaszcza w świetle najnowszych doświadczeń i skali problemu, było stanowisko dotyczące reakcji polityki gospodarczej, a zwłaszcza monetarnej, na powstawanie baniek spekulacyjnych, zalecające ich ignorowanie bądź reakcję dopiero po pęknięciu. Miętko sformułowane były również wskazania dotyczące polityki nadzorczej. Konsekwencjami ekonomicznymi baniek są straty związane ze złą alokacją czynników produkcji oraz straty sektora finansowego, który zwykle finansuje bańki i ponosi koszty ich pęknięcia, jak również konsekwencje kryzysu finansowego. Koszty są oczywiście zależne od skali zjawiska.

Globalizacja i związane z nią zjawiska, takie jak rewolucja w dostępie do informacji czy liberalizacja systemów finansowych i rynku kapitałowego, **powodują dalsze zmiany w systemach finansowania nieruchomości**. Ulegają one większej liberalizacji, pojawiają się nowe produkty, często o trudnym do określenia ryzyku. Znacząco zwiększył się też strumień środków finansowych płynących na ten rynek. W krajach europejskich wzrasta znaczenie banków uniwersalnych, które otrzymały możliwość emisji listów zastawnych jako źródła finansowania kredytów, zastrzeżoną dotychczas dla banków specjalistycznych i rynku kapitałowego. Obok szybko rozwijającej się sekurytyzacji rośnie znaczenie tradycyjnych listów zastawnych (*covered bonds*). W niektórych krajach pojawił się sektor *sub-prime*, w innych (np. w USA) znacząco wzrosły jego rozmiary. Generalnie mamy do czynienia z istotną liberalizacją wymogów ostrożnościowych, zwłaszcza w zakresie limitów dopuszczalnego obciążenia obsługą kredytu oraz wysokości kredytu do wartości zabezpieczenia. Pojawiają się na większą skalę tzw. kredyty spekulacyjne, tj. instrumenty łączące podwyższone ryzyka lub mające szansę na regularną obsługę tylko w przypadku pojawienia się dochodów spekulacyjnych. Istotną przyczyną większej skłonności do absorpcji ryzyka jest nadmierna, bo słabo zweryfikowana w załamaniach rynku, ufność w rozwój technik scoringowych przy ocenie klientów kredytowych oraz ratingu przy ocenie papierów wartościowych. Sprzyja temu powszechne i błędne przekonanie, że kredyty mieszkaniowe są zawsze bezpieczne. Wynika to z braku spojrzenia historycznego, analizy fundamentalnej oraz z oparcia się tylko na empirycznych doświadczeniach ostatnich lat.

Absorpcji ryzyka przez sektor finansowy w części krajów sprzyja hazard moralny, będący rezultatem przejścia banków z roli instytucji zarządzających ryzykiem do roli pośredników transferujących ryzyko na zewnątrz sektora za pomocą mechanizmu sekurytyzacji. Równocześnie rozwój funduszy inwestycyjnych i nadpłynność powodują popyt na te aktywa. Na rynkach kapitałowych dominowała opinia o niskim ryzyku instrumentów opartych na wierzytelnościach hipotecznych, nawet tych ze słabszą jakością zabezpieczeń gwa-

rancjami, ubezpieczeniem czy technikami konstrukcji *poolu*¹. W konsekwencji tych zjawisk na najważniejszych rynkach światowych do 2007 r. szybko rosły ceny, zadłużenie sektora i jego wrażliwość na oddziaływanie stóp procentowych.

Rynek mieszkań również staje się coraz bardziej otwarty i podatny na spekulację, ale jest to w większym stopniu skutkiem rosnącej skłonności do ryzyka niż unifikacji tych rynków. Zmienił się też charakter mieszkania jako dobra – w znacznie większym stopniu jest ono postrzegane jako dobro kapitałowe. Sprzyja temu rozwój instrumentów umożliwiających finansowanie jego zakupu (również w celach spekulacyjnych), wyciąganie kapitału, jak też użytkowanie mieszkań w bardziej złożonych formach prawnych, znacząco zwiększających jego płynność, zwłaszcza przy dobrej koniunkturze. Natomiast rozwój funduszy inwestycyjnych spowodował bezpośrednio i pośrednio znaczący wzrost spekulacji mieszkaniem, czemu sprzyja charakter tego rynku.

Konsekwencją omawianych nowych zjawisk w ostatnich latach jest synchronizacja cykli w najważniejszych krajach oraz bardzo silna aprecjacja nieruchomości mieszkaniowych. Zjawiska takie występują na rynku amerykańskim oraz przede wszystkim w Wielkiej Brytanii, Irlandii, Hiszpanii czy Francji. Stabilizacja występuje tylko w krajach borykających się jeszcze z konsekwencjami poprzednich kryzysów (Niemcy, Szwajcaria, Japonia). W konsekwencji traci na skuteczności dywersyfikacja aktywów hipotecznych, jedna z podstawowych dotychczas metod zarządzania ryzykiem.

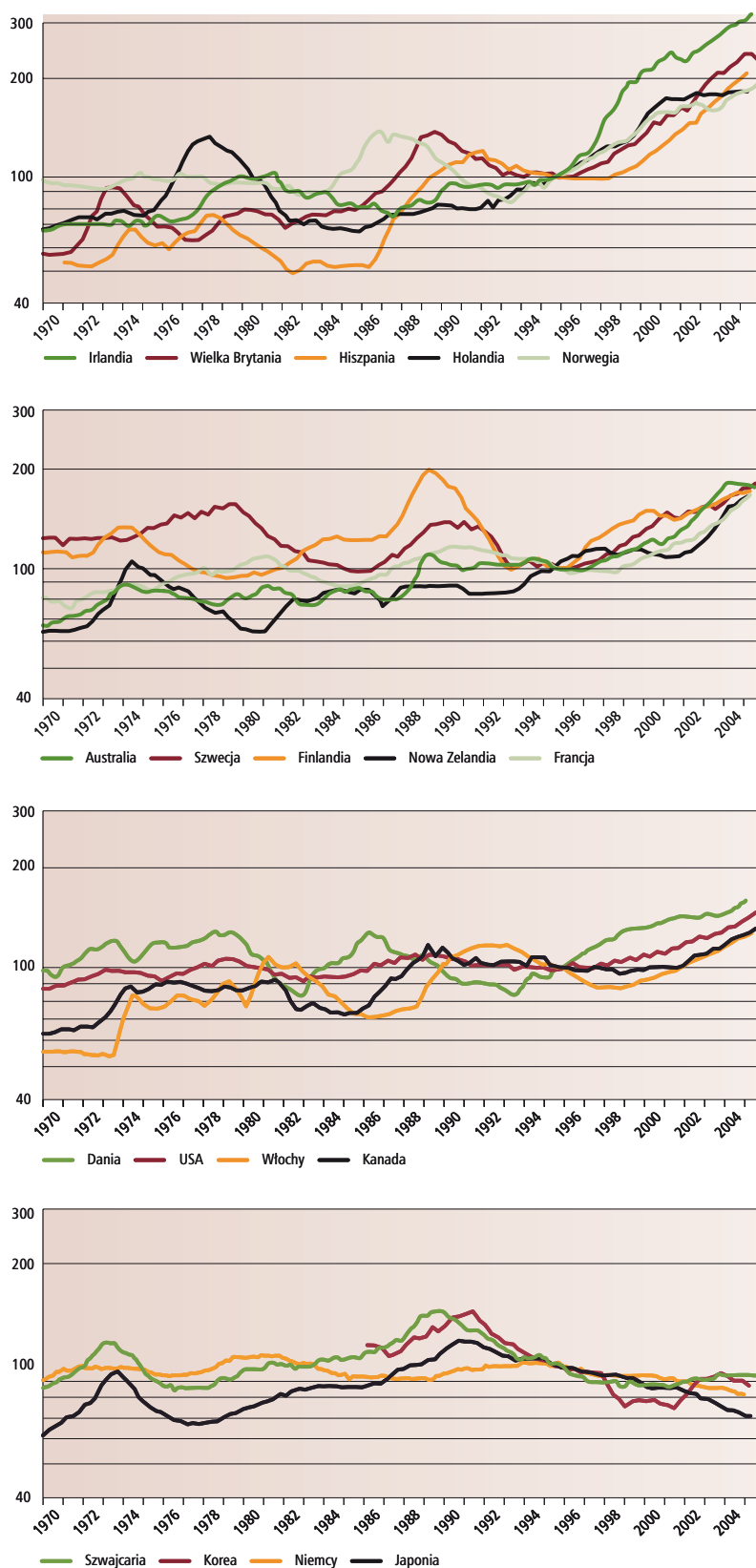
Podobnie jak w przypadku poprzednio omawianych zjawisk tego typu przyczyną jest zwykle splot czynników wewnętrznych, m.in. związanych z fundamentami rynku, ograniczeń podażowych, spekulacji oraz popytu zewnętrznego. Silnie oddziałują zwłaszcza niskie stopy procentowe w strefie euro i dolarowej, wzrost konkurencji w sektorze bankowym i rozluźnienie polityki nadzorczej, powodujące wzrost dostępności kredytów zarówno tradycyjnych, jak też o podwyższonym ryzyku, udzielanych często w celach spekulacyjnych. Generalnie jednak ogólny mechanizm cyklu jest cały czas podobny – w fazie wzrostowej można obserwować niskie stopy i nadpłynność, liberalizację nadzoru, innowacje finansowe i nowe kanały finansowania sektora, ograniczenia podażowe, subsydia, spekulację i zachowania zbiorowe. Do fazy załamania dochodzi zwykle po podwyżkach stóp procentowych, w wyniku nadmiernego wzrostu rozmiarów budownictwa oraz cen. Opóźnione reakcje ostrożnościowe banków i nadzoru bankowego oraz inwestorów powodują załamanie popytu, a następnie cen. Zjawisko to, dotyczące głównie budownictwa mieszkaniowego, przenosi się następnie na rynek mieszkań używanych. Presję na spadek cen wywołują zwykle niesprzedane a finansowane kredytem bankowym zapasy mieszkań u deweloperów, mieszkania nabyte w celach spekulacyjnych oraz mieszkania przejęte przez banki i sprzedawane na rynku.

W ekspertyzach często pojawia się pogląd, że **podstawowe znaczenie dla obecnej aprecjacji nieruchomości**, zwłaszcza w USA, **miała polityka monetarna**, która przez niskie stopy procentowe, liberalizację procedur nadzorczych oraz innowacje produktowe, po stronie kredytowej i pasywnej, zasilala sektor nieruchomości nadwyżkową płynnością. Napływ środków kredytowych oraz ograniczenia podażowe oddziałujące z różną siłą w poszczególnych krajach (lokalne regulacje) spowodowały aprecjację cen nieruchomości i uruchomiły, znane z innych kryzysów, zachowania zbiorowe i spekulację na dużą skalę. Kumulacja tych czynników wywołała powstanie baniek spekulacyjnych i związany z tym znaczący wzrost ryzyka wszystkich wierzytelności mieszkaniowych w przypadku pęknięcia bańki. Przyczyną tak prowadzonej polityki gospodarczej była chęć przedłużenia fazy wzrostu gospodarczego i niedopuszczenia do naturalnego osłabienia koniunktury. Sektor nieruchomości stał się z tego powodu ofiarą zbyt ekspansywnej polityki.

¹ *Pool* – zbiór jednorodnych, ze względu na przedmiot, kredytów o wystandaryzowanym ryzyku będący podstawą tworzenia przepływowych papierów wartościowych (*securities*), zabezpieczanych na kredytach lub ich przepływach finansowych.

Wykres 2

Realne ceny mieszkań w wybranych państwach w latach 1970–2005



Źródło: Hypostat (2006).

Mechanizmy te zadziałały nie tylko na najbardziej spektakularnym rynku amerykańskim, ale też na innych rynkach, zwłaszcza w Europie, gdzie wystąpiły dodatkowo różne narodowe czynniki. Sektor *subprime* rozwinął się szczególnie silnie w Wielkiej Brytanii, przy relatywnie wysokich stopach procentowych. Wystąpiły tam również bąble spekulacyjne. Kanał kredytowy wraz z ograniczeniami podaźowymi i migracją spowodowały szybki wzrost cen i boom budowlany w Hiszpanii. Do znacznej aprecjacji cen doszło też we Francji, zwłaszcza w okolicach Paryża. Szybki wzrost cen wystąpił również w niektórych państwach pozaeuropejskich, takich jak Australia, Nowa Zelandia czy kraje Afryki Południowej.

Wzrost znaczenia finansowania wierzytelności hipotecznych przez rynek kapitałowy, a zwłaszcza rozwój instrumentów pochodnych, w znacznym stopniu rozprasza ryzyko, odsuwając je od sektora bankowego, wcześniej tradycyjnego emitenta kredytów i podmiot trzymający je w swoim portfelu. Nie wiadomo jednak, jak ryzyko to rozkłada się wewnątrz systemu finansowego, co ogranicza przewidywalność rynków, zwłaszcza w warunkach wysokiej nierównowagi i możliwości szoków na rynku mieszkań i kredytów mieszkaniowych.

Kolejnym problemem jest znacznie większy potencjał środków, którymi dysponuje sektor finansowy, zwłaszcza w porównaniu do tradycyjnego systemu hipotecznego, co przy sztywnej podaży nieruchomości znacząco zwiększa amplitudę wahań cen mieszkań i ryzyko kryzysów, zwiększając jednocześnie skalę zwrotnego oddziaływania na sektor finansowy.

Instytucje nadzorcze i polityka nadzorcza albo nie reagowały na te zjawiska, albo ich reakcja była słaba. Było to spowodowane częściowo przyczynami politycznymi i chęcią przedłużenia boomu, częściowo faktem, że nowe techniki i instrumenty pozostawały poza sferą oddziaływania nadzorów bankowych, pomimo że pośrednio, a często i bezpośrednio, miały one wpływ na stabilność sektora. Pewien wpływ, zwłaszcza w USA, miała też doktryna leżąca u podstaw polityki monetarnej, zakładająca, że nie reaguje się na ruchy cen aktywów, tylko amortyzuje ewentualne skutki załamania na rynkach kapitałowych.

Oceniając omawiane najnowsze tendencje z punktu widzenia makroekonomicznego można stwierdzić, że spowodowały one dalszy wzrost dostępności kredytów mieszkaniowych. Jednak ceną był na ogół znaczący wzrost cen mieszkań, rosnące ryzyko rynkowe i kredytowe wierzytelności hipotecznych i w konsekwencji silniejsze amplitudy wahań cyklicznych. **Obecna globalna faza wzrostowa, pomimo problemów na rynku amerykańskim, nie uległa jeszcze załamaniu, tak więc dopiero za kilka lat będzie można dokonać pełniejszego rachunku zysków i strat nowego etapu rozwoju rynku.**

3

Akcesja do strefy euro a stopy procentowe, ekspansja kredytowa i ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych – doświadczenia wybranych krajów Unii Europejskiej

Analizę skutków wpływu akcesji do strefy euro na rynek nieruchomości mieszkaniowych przeprowadzono na podstawie danych z 11–15 państw europejskich. W analizie ujęto dane z lat 1997–2006, uwzględniające bezpośrednie skutki akcesji, posiłkowano się też danymi z lat 90., gdy widoczny był wpływ mechanizmu ERM na stopy procentowe krajów europejskich i w konsekwencji na oddziaływanie kanału kredytowego. Trzeba jednak podkreślić daleko posuniętą odrębność rynków mieszkaniowych w poszczególnych krajach, w tym odrębności dotyczące systemu finansowania nieruchomości, co wpływa na działanie kanału kredytowego. Ponadto sytuacja poszczególnych państw była zróżnicowana zarówno sektorowo, jak też ogólnoeconomicznie.

Mimo to wyniki analizy są dosyć jednoznaczne. Pokazują one, że rozmiary budownictwa mieszkaniowego podążały za potrzebami restytucji zasobu i przyrostu demograficznego, nie nadążając za przyrostem dochodów. W konsekwencji w omawianym okresie miał miejsce wzrost cen mieszkań, jednakże jego skala znacząco wykracza poza przyrost dochodów i związany z tym przyrost popytu (długookresowa, dochodowa elastyczność popytu kształtuje się zwykle na poziomie 1 i trochę powyżej niego). Zestawienie rozmiarów budownictwa mieszkaniowego, ilości transakcji i wielkości popytu generowanego kredytem pokazuje, że to popyt generowany kredytem był czynnikiem wywołującym tak znaczną inflację na rynku mieszkaniowym. Stało się tak z powodu wzrostu dostępności kredytu, na który złożyły się: spadek stóp procentowych i niższe marże bankowe oraz przyrost dochodów gospodarstw domowych, przy czym czynnikiem oddziałującym mocniej był przyrost dochodów. Zwracają jednak uwagę znaczące różnice pomiędzy przyrostem kredytu, przyrostem podaży a przyrostem cen w poszczególnych krajach. Jest to skutek różnic narodowych (różne regulacje, instrumenty, fazy cyklu i zachowania) oraz prawdopodobnej substytucji kredytem własnych oszczędności. W konsekwencji w tych gospodarkach kredyt hipoteczny stał się istotną częścią aktywów bankowych, a obsługa zadłużenia hipotecznego istotnym, trwałym wydatkiem gospodarstw domowych.

Ocena tej sytuacji nie jest jednoznaczna. Rozmiary budownictwa mieszkaniowego nie wzrosły, wzrost dostępności kredytu został zdyskontowany w cenach mieszkań i cenach ziemi, wzrosło zadłużenie społeczeństwa, ryzyko systemu bankowego, natomiast zyskali posiadacze nieruchomości.

Na podstawie analizy sytuacji w krajach strefy euro można spróbować wyciągnąć wnioski dla Polski. Wzrost dochodów połączony z niższymi stopami procentowymi oraz migracją do dużych miast może wywołać skutki podobne do tych, które wystąpiły w omawianych krajach. Dodatkowo oddziaływać może dostęp do europejskiego rynku kapitałowego bez ryzyka kursowego. Biorąc pod uwagę obecne sztywności po stronie podaży, należy liczyć się z dalszym wzrostem cen nieruchomości i terenów budowlanych po akcesji, który po pewnym czasie może wpłynąć na rozmiary budownictwa i poprawę sytuacji mieszkaniowej ludności. Władza publiczna (rząd, Komisja Nadzoru Finansowego, bank centralny) może przeciwdziałać takiej sytuacji, uruchamiając narzędzia fiskalne (podatki od wartości i przyrostu wartości), przede wszystkim jednak poprawiając gminną politykę dotyczącą terenów budowlanych, ograniczając wszelkie programy subsydiowania sektora oraz zwiększając konkurencję na rynku deweloperskim. Równolegle może oddziaływać poprzez polity-

kę ostrożnościową, realizując dwa cele, tj. zwiększając bezpieczeństwo sektora bankowego i ograniczając presję inflacyjną w sektorze².

Narodowe zróżnicowania rynków kredytów mieszkaniowych pokazuje porównanie danych zebranych przez Europejską Federację Kredytu Hipotecznego około 2000 r. z najnowszymi danymi Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Tabela 2

Narodowe zróżnicowanie rynków europejskich w 2000 r.

Kraj	Cena zakupu w tys. euro	Wysokość kredytu w tys. euro	LTV w %	Zapadalność w latach
Dania	134	107	80	30
Niemcy	263	176	67	28
Grecja	95	45	47	15
Hiszpania	96	67	70	16
Francja	120	80	67	15
Irlandia	176	158	90	20
Włochy	150	75	50	10
Holandia	170	122	72	30
Szwecja	170	119	70	30
Wielka Brytania	165	114	69	25
Norwegia	155	108	70	

Źródło: European Mortgage Federation (2006).

Tabela 3

Portfele hipoteczne według rodzajów instytucji finansowych w wybranych krajach europejskich w 2001 r.

	Niemcy	Grecja	Hiszpania	Włochy	Holandia	Austria	Portugalia	Szwecja	W. Brytania	Norwegia
Banki uniwersalne		79,6	38	100	80,1	24,9	100	10	75,6	36
Kasy oszczędnościowe	37,3		51			29,6				48
Banki hipoteczne	23,3		1			8,6		90		2,5
Banki spółdzielcze	9,6		9			26,6				
Towarzystwa budowlane									15,6	
Inne specjalizowane instytucje		20,4				7,1			8,4	12
Kasy budowlane	22,7					3,6				
Towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	7				11					1,8
Pozostałe					8,9				0,4	

Źródło: European Mortgage Federation (2006).

Czynnikiem charakterystycznym dla rynku europejskiego jest różnicowanie się cen na poszczególnych rynkach narodowych, a następnie ich systematyczny wzrost w kategoriach realnych począwszy od 1996 r. Tendencje te już w sposób wyraźny są kontynuowane po 2000 r. Niestety dostępne dane dotyczące obydwu okresów nie pokrywają się, niemniej jednak można dokonać pewnych porównań. Wzrost po 2000 r. dotyczy w zasadzie wszystkich krajów europejskich za wyjątkiem Niemiec, Austrii i Szwajcarii (brak na wykresach), które doświadczyły kryzysów nieruchomościowych (Niemcy w 1998 r.). Szczególnie

² Działanie takie jest możliwe dzięki przeniesieniu GINB w struktury KNF.

dużą dynamikę odnotowano we Francji, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii. Tak znaczący wzrost nie miał swoich analogii historycznych, nawet gdyby wziąć pod uwagę lata 50. i 60., które charakteryzowały się dużą dynamiką demograficzną, wzrostową oraz szybkim rozwojem budownictwa mieszkaniowego.

Tabela 4

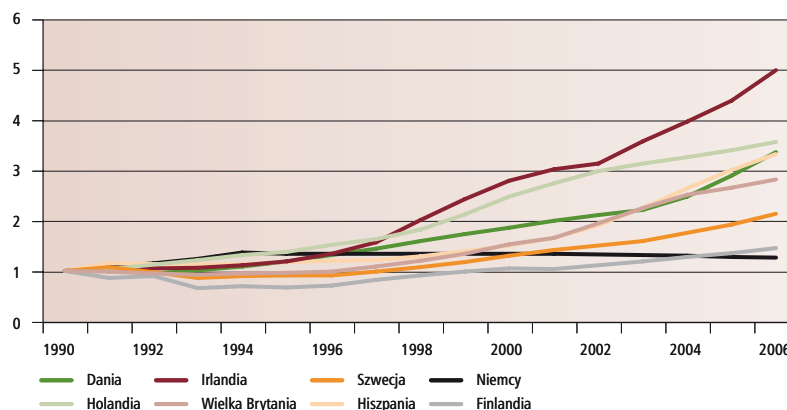
Zróżnicowanie instytucjonalne wybranych narodowych rynków hipotecznych

	Wydawanie kapitału z nieruchomości	Wcześniejsza (bezkosztowa) spłata kredytu	Przeciętne LTV, relacja kredytu do wartości nieruchomości	Przeciętny okres kredytowania	Emisja obligacji hipotecznych (% zadłużenia)	Emisja papierów wartościowych typu securities (MBS) (% zadłużenia)	Indeks rynku hipotecznego
Australia	tak	ograniczona	80	25	-	7,9	0,69
Austria	nie	nie	60	25	2,2	-	0,31
Belgia	nie	nie	83	20	-	1,9	0,34
Dania	tak	tak	80	30	58,5	0,1	0,82
Finlandia	tak	nie	75	17	2,6	-	0,49
Francja	nie	nie	75	15	1,6	1,0	0,23
Grecja	nie	nie	75	17	-	6,2	0,35
Hiszpania	ograniczone	nie	70	20	11,1	5,7	0,40
Holandia	tak	tak	90	30	0,7	4,6	0,71
Irlandia	ograniczone	nie	70	20	4,0	6,6	0,39
Japonia	nie	nie	80	25	-	4,7	0,39
Kanada	tak	nie	75	25	-	3,6	0,57
Niemcy	nie	nie	70	25	3,6	0,2	0,28
Norwegia	tak	nie	70	17	-	-	0,59
Szwecja	tak	tak	80	25	10,1	0,9	0,66
USA	tak	tak	80	30	-	20,1	0,98
Wielka Brytania	tak	ograniczona	75	25	0,9	6,4	0,58
Włochy	nie	nie	50	15	-	4,7	0,26

Źródło: European Central Bank (2003), Catte i inni (2004), Calza, Monacelli i Stracca (2007), Hypostat (2006).

Wykres 3

Ewolucja cen mieszkań w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 1990–2006 (1990=100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

W tym okresie omawiane kraje, z wyjątkiem Irlandii i Luksemburga, cechowały się: dosyć stabilnym i umiarkowanym tempem wzrostu PKB, w tym wzrostem PKB na głowę mieszkańca, oraz umiarkowanymi stopami przyrostu ludności. Związany z tym popyt ilościowy był zaspokajany przez raczej umiarkowane rozmiary budownictwa mieszkaniowego (3–5 mieszkań na 1000 ludności). Należy pamiętać, że przy bardzo wysokim w tych krajach standardzie mieszkaniowym (500 i więcej mieszkań na 1000 ludności) i relatywnie starym zasobie, budownictwo na poziomie 1–1,5 mieszkania/1000 ludności, zaspokaja *de facto* potrzeby restytucyjne.

Omawiane zjawiska w sposób analityczny zostały zaprezentowane w tabeli 5 oraz na wykresach 4–8.

Tabela 5

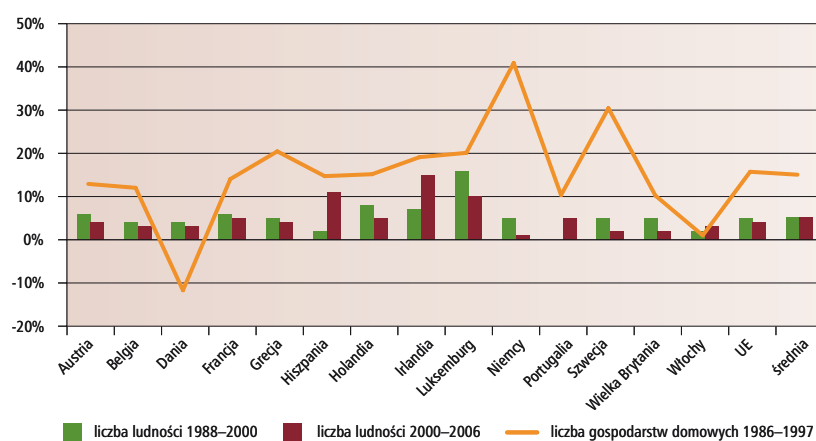
Zmiany liczby ludności i gospodarstw domowych w 15 krajach Unii Europejskiej

Kraj	Przyrost ludności w latach 1988–2000 (w %)	Przyrost ludności w latach 2000–2006 (w %)	Przyrost liczby gospodarstw domowych w latach 1986–1997 (w %)
Belgia	4	3	11
Dania	4	3	-12
Niemcy	5	1	40
Grecja	5	4	20
Hiszpania	2	11	14
Francja	6	5	13
Irlandia	7	15	18
Włochy	2	3	0
Luksemburg	16	10	19
Holandia	8	5	15
Austria	6	4	12
Portugalia	0	5	10
Finlandia	5	2	30
Szwecja	5	2	10
Wielka Brytania	5	4	15
Przeciętnie	5	5	14

Źródło: European Central Bank.

Wykres 4

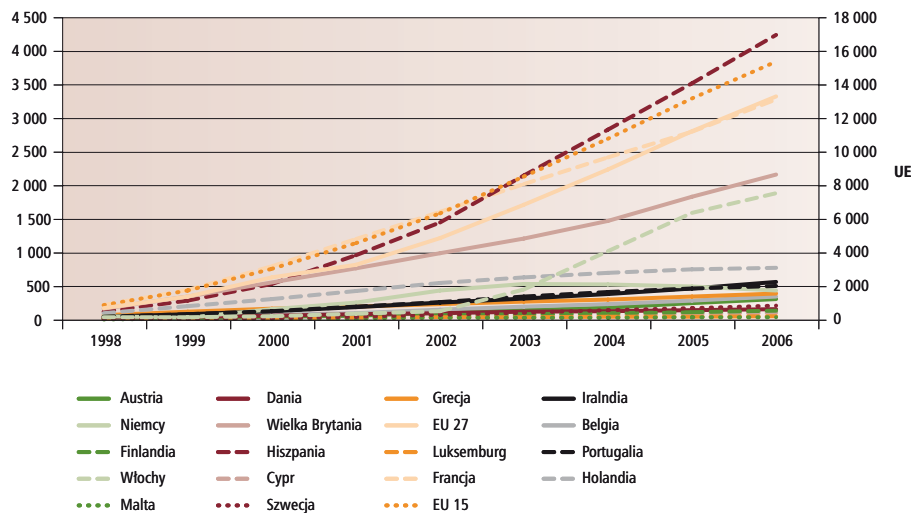
Liczba ludności i gospodarstw domowych w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 1998–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 5

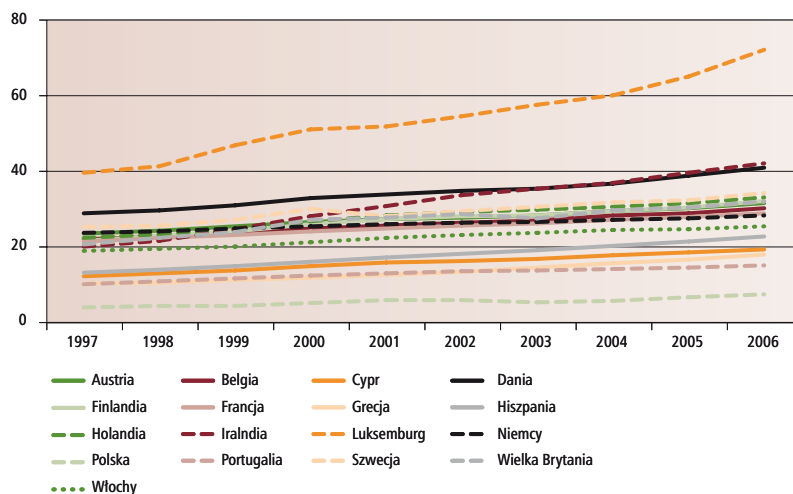
Zmiana liczby ludności w wybranych krajach Unii Europejskiej, w tysiącach, narastająco od 1997 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 6

Produkt krajowy brutto na głowę mieszkańca, w latach 1997–2006 (w euro)



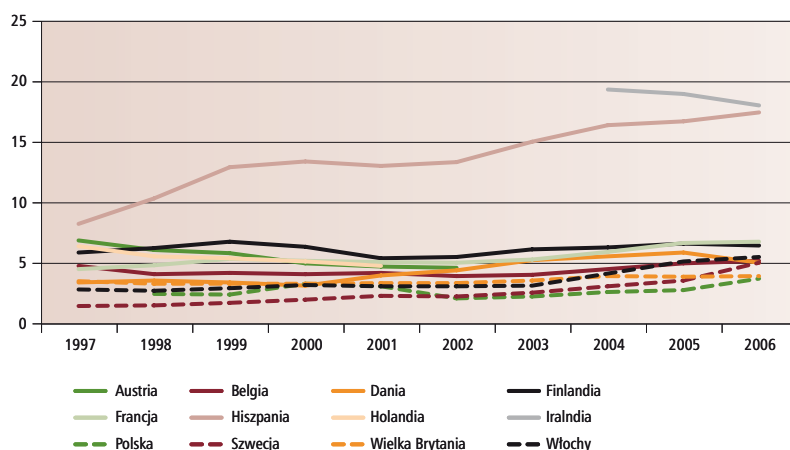
Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wyjątkiem od tej zasady okazały się Irlandia i Hiszpania, gdzie rozmiary budownictwa były dwu-, a nawet trzykrotnie większe niż w pozostałych krajach. W Hiszpanii tak duży wzrost budownictwa, obok migracji i szybkiego rozwoju gospodarczego, był spowodowany popytem na drugie domy zgłaszanym przez ludność Europy. W przypadku Irlandii było to nadrobienie zaległości wobec osiągniętego wysokiego poziomu PKB *per capita* i najsłabszej sytuacji mieszkaniowej w Europie.

W konsekwencji omawianych procesów zasób mieszkaniowy, z wyjątkiem Irlandii i Hiszpanii, wykazywał niewielką tendencję wzrostową, podobnie jak ilość transakcji na rynku mieszkaniowym.

Wykres 7

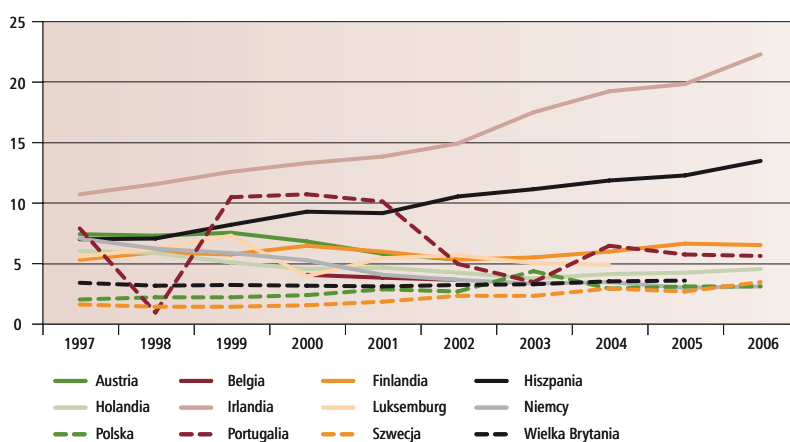
Liczba mieszkań na 1000 ludności, których budowę rozpoczęto w latach 1997–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 8

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania na 1000 ludności w latach 1997–2006

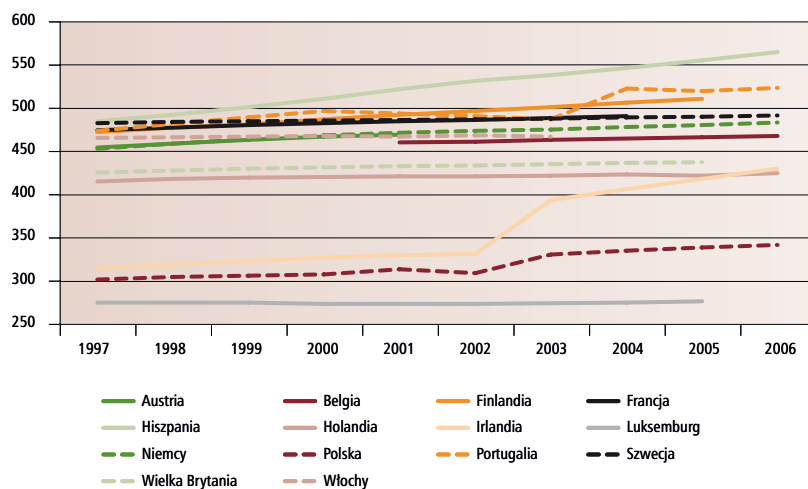


Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Można zatem stwierdzić z wysokim prawdopodobieństwem, że czynnikiem decydującym o tak szybkim wzroście cen był kredyt hipoteczny, którego rozmiary na głowę mieszkańca w omawianym, dziewięcioletnim okresie wzrosły w niektórych państwach trzykrotnie, zaś w większości uległy podwojeniu. Znacząco wzrósł też jego udział w PKB, a koszty obsługi stały się istotną pozycją wydatków gospodarstw domowych. Dosyć stabilne rozmiary budownictwa oraz ilość zaoferowanych mieszkań na rynku wtórnym w połączeniu z dwukrotnie większą ilością pieniądza musiały dać efekt w postaci dwukrotnego wzrostu cen mieszkań.

Wykres 9

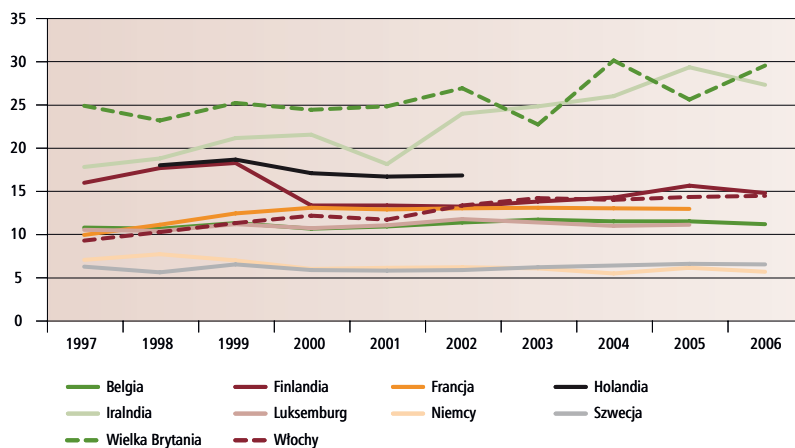
Istniejący zasób mieszkaniowy na 1000 ludności w wybranych krajach UE w latach 1997–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 10

Zawarte transakcje mieszkaniowe na 1000 ludności w wybranych krajach UE w latach 1997–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Czynnikiem przyczyniającym się do tak znacznego wzrostu zadłużenia, obok omawianego już wzrostu dochodów i PKB, okazał się spadek stóp procentowych, będących istotnym czynnikiem zwiększającym dostępność kredytu. Jak wspomniano wcześniej, konkurencja bankowa wymusiła też spadek marż bankowych oraz wprowadzenie nowych, bardziej dostępnych, ale i bardziej ryzykownych produktów.

Tabela 6

Sytuacja mieszkaniowa i ekonomiczna w wybranych państwach Unii Europejskiej

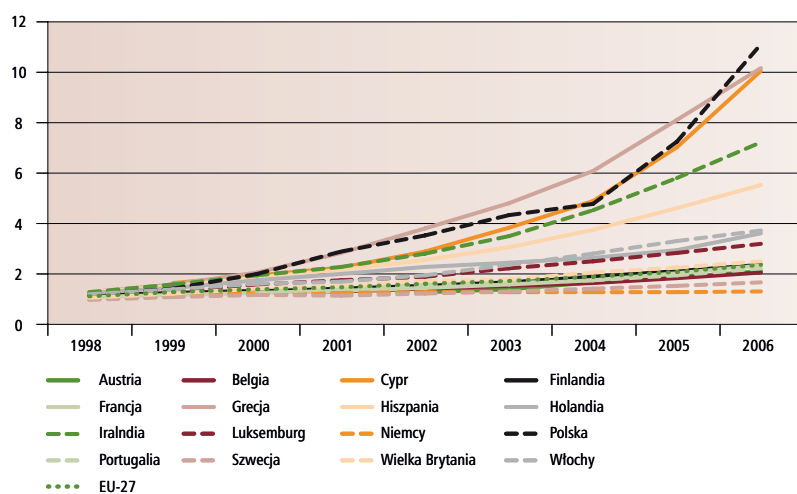
1997*–2006	Polska (od 2000 r.)	Hiszpania	Irlandia	Niemcy	Holandia	Francja (do 2004 r.)	Włochy (do 2003 r.)	Belgia (do 2002 r.)
Zasób mieszkaniowy na 1000 ludności w 2006 r.*	340,6	564,0	428,9	482,1	423,2	489,7	465,8	461,8
Przyrost zasobu na 1000 ludności (dynamika end/start)	1,1	1,2	1,4	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Budownictwo mieszkaniowe na 1000 ludności (średnio)	3,0	9,4	14,4	4,4	4,5	3,9	3,8	3,6
Przyrost ludności (dynamika end/start)	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Przyrost PKB per capita (dynamika end/start)	1,5	1,7	2,1	1,2	1,5	1,3	1,3	1,2
Przyrost cen (dynamika end/start)	2,2	2,7	3,2	1,0	2,2	1,8	1,6	1,3
Budownictwo + transakcje (end/start)	1,1	1,8	2,0	0,6	0,9	1,4	1,5	1,0
Stopa procentowa (end)	6%	4%	5%	5%	4%	4%	5%	7%
Stopa procentowa (różnica pp.end-start*)	-15,3	-1,6	-2,9	-2,1	-1,8	-2,4	-2,4	-1
Kredyt (end/start)	5,7	5,5	7,2	1,3	3,6	1,7	2,3	1,4

* wg dostępności danych; pogrubienie – estymacja własna;

Źródło: Hypostat (2006), szacunki własne NBP.

Wykres 11

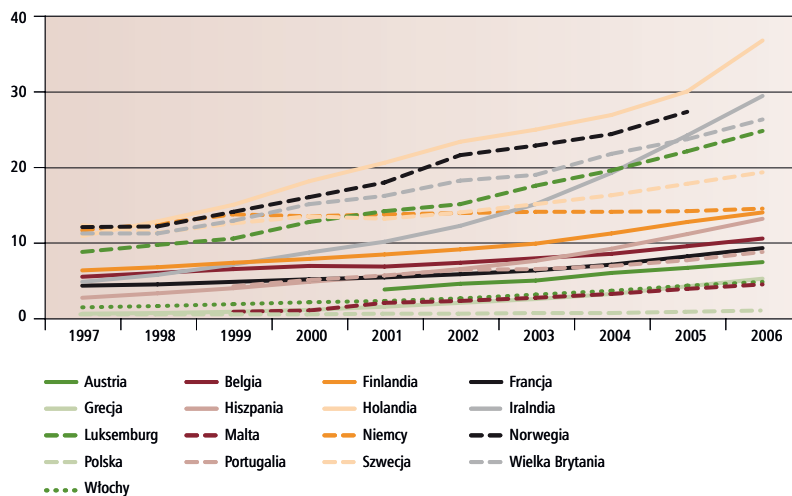
Kredyt mieszkaniowy w wybranych krajach UE w latach 1997–2006 – dynamika względem 1997 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 12

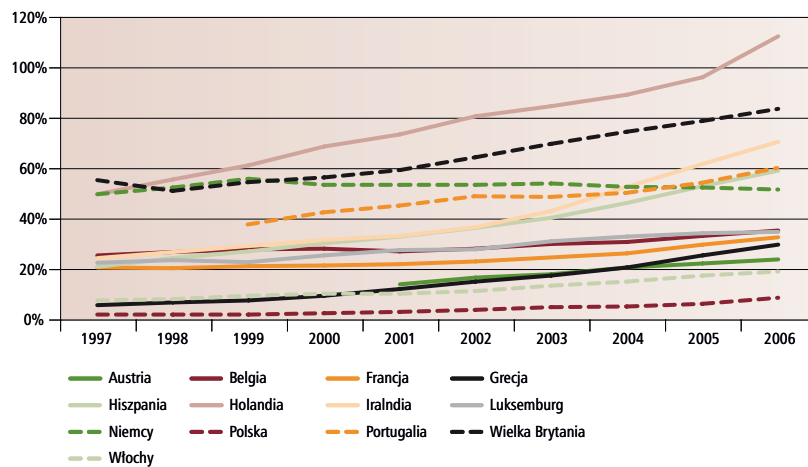
Kredyt mieszkaniowy na głowę mieszkańca w wybranych krajach UE
w latach 1997–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 13

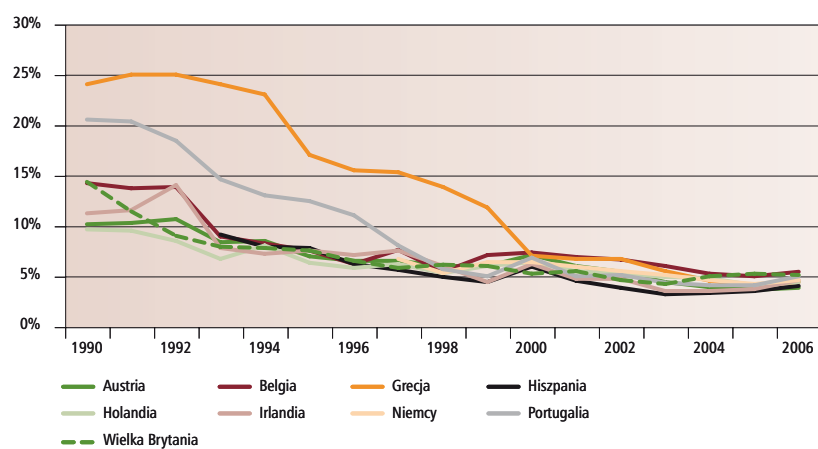
Udział kredytu mieszkaniowego w PKB w wybranych krajach UE
w latach 1997–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

Wykres 14

Stopa procentowa kredytów mieszkaniowych w wybranych krajach UE
w latach 1997–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie European Mortgage Federation i Hypostat (2006).

4

Współczesne doświadczenia USA

Doświadczenia amerykańskie są dlatego istotne, że kryzysy nieruchomościowe zdarzyły się tam już kilka razy, powodując upadki systemu finansowego. Dwa ostatnie kryzysy były związane ze stopami procentowymi, a więc miały bezpośredni związek z polityką banku centralnego. Bezpośrednią przyczyną poprzedniego kryzysu była inflacja, która podniosła poziom nominalnych stóp procentowych, obecnego zaś – zbyt niskie stopy procentowe, które wywołały boom na rynku mieszkań. Obecna, sekurytyzacyjna wersja systemu jest konsekwencją poprzedniego kryzysu i bankructwa systemu *savings and loans*, który powstał na skutek upadku zamkniętego systemu oszczędzania.

Obecny kryzys ma szczególny charakter, również dla Polski, zarówno ze względu na niespotykaną dotąd skalę, jak też podręcznikowy i dydaktyczny charakter. Pokazuje on, że:

- Stosując zbyt ryzykowną politykę gospodarczą opierającą się na wątpliwych koncepcjach makroekonomicznych, można ze znanych i potencjalnych zagrożeń systemu uczynić rzeczywiste zagrożenie, wbrew kilkudziesięcioletnim doświadczeniom praktycznym uznanym na całym świecie za wzorcowe.
- Istnieje znany z innych krajów, polityczny mechanizm kryzysu, gdy od pewnego momentu decydenci zdają sobie sprawę z nieuchronności zdarzeń, a mimo to nikt nie próbuje im przeciwdziałać.
- Rynki finansowe mogą być nieefektywne, gdy jest to sprzeczne z krótkookresowymi interesami podmiotów. W sektorze finansowym może wystąpić z dużym nasileniem zjawisko hazardu moralnego i problemów znanych z teorii agencji.
- Sektor nieruchomości mieszkaniowych, ze względu na ciężar gospodarczy i polityczny oraz odmienny, silnie wpływający na sferę realną charakter dostosowań, nie może być traktowany jak inne aktywa finansowe.
- Pojawia się także konieczność harmonizacji: polityki mieszkaniowej, ostrożnościowej oraz monetarnej z sektorem mieszkaniowym, kiedy zauważalne staje się ryzyko kryzysu: zarówno wtedy, gdy napięcia nie są jeszcze bardzo duże, a więc, gdy koszt polityczny, jak i ekonomiczny jest do poniesienia, jak też w sytuacji, gdy dojdzie już do znacznego załamania.
- Istnieje konieczność ostrożnej budowy systemu finansowego, zachowania jego przejrzystości oraz unikania rozwiązań prowadzących do arbitrażu regulacyjnego.

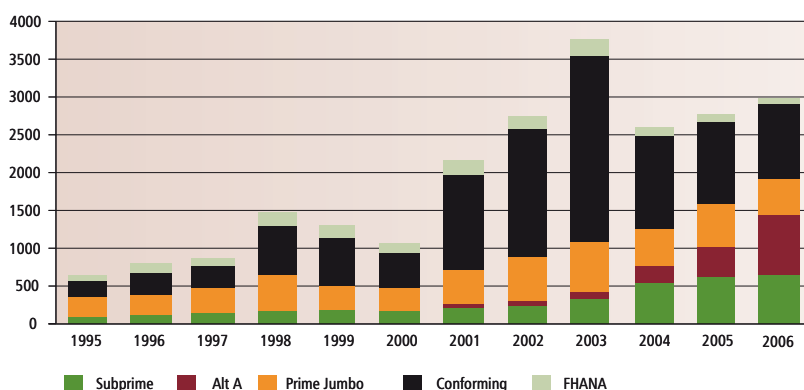
Można wskazać następujące **główne mechanizmy generujące dysproporcje pomiędzy podażą i popytem**, odpowiedzialne za wyjątkowo gwałtowny przebieg fazy wzrostowej cyklu na rynku amerykańskim, co stało się przyczyną powstania bańki cenowej:

- **Stopy procentowe**, w tym realne, najniższe od ponad 40 lat. Spowodowały zjawisko nadmiernej płynności w gospodarce i gwałtowny wzrost dostępności kredytów. Czynniki ten jednak oddziałuje szokowo w warunkach wzrostu stóp z niskiego poziomu, zwłaszcza przy zapadalności kredytów przekraczającej 30 lat.
- **Subsidia odsetkowe**, tradycyjne już i mocno krytykowane odpisy odsetek nominalnych od podstawy opodatkowania. W połączeniu z bardzo niskim poziomem stóp procentowych spowodowały, że realna stopa procentowa kredytów mieszkaniowych była na bardzo niskim poziomie, co drastycznie obniżyło koszty alternatywne i zwiększyło skłonność do ryzyka.

- Masowe refinansowanie się kredytobiorców – przejście z tradycyjnych 30-letnich kredytów annuitetowych o stałej stopie na znacznie tańsze **kredyty o zmiennej stopie procentowej**. Gwałtownie podniosło to poziom ryzyka kredytowego w przyszłości. Dodatkowo znaczna część tych instrumentów miała konstrukcję zachęcającą do odsuwania ryzyka na przyszłość, tj. taką, w której po promocyjnym okresie niskich spłat następowało przejście na indeksację rynkową (tzw. produkty 2/28,3/27 czy 5/25). Okres niższych niż rynkowe stóp procentowych w wypadku podwyżki stóp czasowo chronił kredytobiorcę, ale jednocześnie w następnym okresie uderzał w sposób skumulowany.
- **Rozwój kredytów o podwyższonym ryzyku**, stymulowany rozwojem systemów scoringowych i przekonaniem, że związane z nimi ryzyko jest mierzone i kontrolowane, pomimo praktycznego braku jego weryfikacji. Segment ten był zawsze obecny na rynku amerykańskim, jednakże w ostatnich latach jego udział gwałtownie wzrósł. W warunkach amerykańskich były to głównie kredyty dla gospodarstw domowych o niskiej zdolności i wiarygodności kredytowej (*subprime*). Czynnikiem stymulującym to zjawisko było zdominowanie podstawowego segmentu kredytów mieszkaniowych przez państwowe monopole (tzw. GSA), które stworzyły rozbudowaną infrastrukturę sekurytyzacji, i z którymi sektor prywatny nie mógł konkurować. W konsekwencji sektor prywatny został skierowany na rynek kredytów o podwyższonym ryzyku.

Wykres 15

Kredyty z zabezpieczeniem hipotecznym w USA, wg wielkości i rodzaju, w okresie 1995–2005 (mld USD)



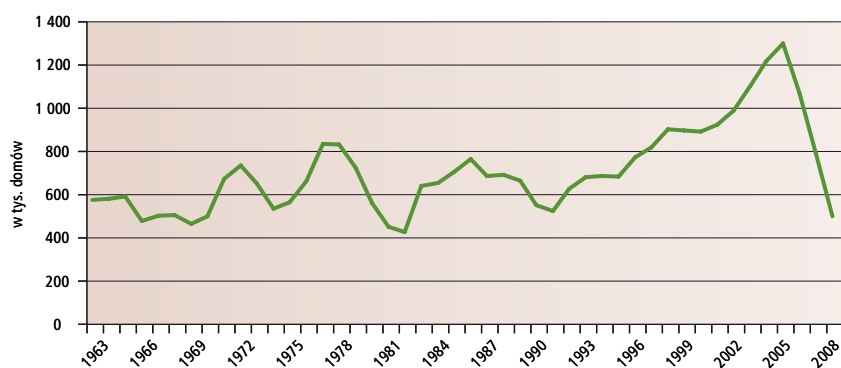
Źródło: www.infopubs.com.

- **Mechanizm sekurytyzacji**, który transferował nadwyżkową płynność w systemie finansowym na rynek mieszkaniowy, a ryzyko kredytowe, przynajmniej teoretycznie poza bilans banku. Było to związane z powszechnym zaufaniem do systemu ratingowego i matematyki finansowej. Za ich pomocą firmy audytorskie miały w obiektywny sposób wyceniać ryzyko aktywów będących podstawą budowy papierów hipotecyjnych typu przepływowego i instrumentów strukturyzowanych emitowanych przez prywatne konduity, jak też samych papierów w przypadku wielokrotnie lewarowanych instrumentów pochodnych. Podobnie jak w przypadku scoringu brak było większych doświadczeń z ryzykiem kredytów i ryzykiem zabezpieczeń w warunkach szoków. Równocześnie zabezpieczenia były podstawą budowy instrumentów pochodnych, co powodowało brak przejrzystości w sposobie ich rzeczywistego rozprzestrzenienia się w sektorze finansowym.
- **Ograniczenia podaży**, które są stałym problemem tego rynku, a które dotychczas w mniejszym stopniu dotyczyły USA. W ostatnich latach nastąpił jednak znaczący rozwój lokalnych regulacji dotyczących przestrzeni oraz ochrony środowiska, który przejściowo usztywnił podaż i podniósł poziom renty gruntowej.

- **Masowa spekulacja i zachowania grupowe.** Duży napływ kapitału na rynek mieszkaniowy spowodował wzrost cen mieszkań, co przyczyniło się do spekulacji na dalsze wzrosty, zwłaszcza wobec niskich kosztów finansowania. W krótkim okresie, gdy podaż jest stała, wywołało to dalsze wzrosty cen oraz powstawanie bąbli spekulacyjnych, a w okresie średnim spowodowało boom na rynku budowlanym.
- **Brak reakcji nadzoru** na liberalizację polityki kredytowej banków i rosnące ryzyko kredytowe, będące funkcją ryzyka rynku stóp procentowych oraz kredytobiorcy. Sekurytyzacja i związana z nią w znacznej części produkcja kredytów oraz papierów hipotecznych znajdowały się poza zasięgiem nadzoru bankowego. Nie było jednak nawet sygnałów rynkowych ostrzegających przed ryzykiem i zapowiadających ograniczenia. Natomiast w części podlegającej nadzorowi pojawiały się nawet w początkowym okresie boomu sygnały pozytywne, popierające przejście na zmienne stopy procentowe, jako bardziej dostępne dla konsumentów oraz uniemożliwiające powstanie bańki spekulacyjnej na rynku mieszkań.

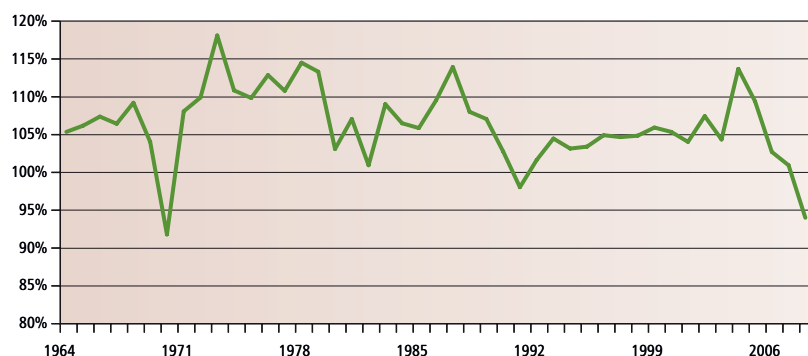
Wykres 16

Sprzedaż nowych domów w USA w latach 1963–2008

Źródło: http://www.census.gov/construction/newresalesindex_excel.html.

Wykres 17

Indeks zmiany cen domów kupowanych w USA (r/r)

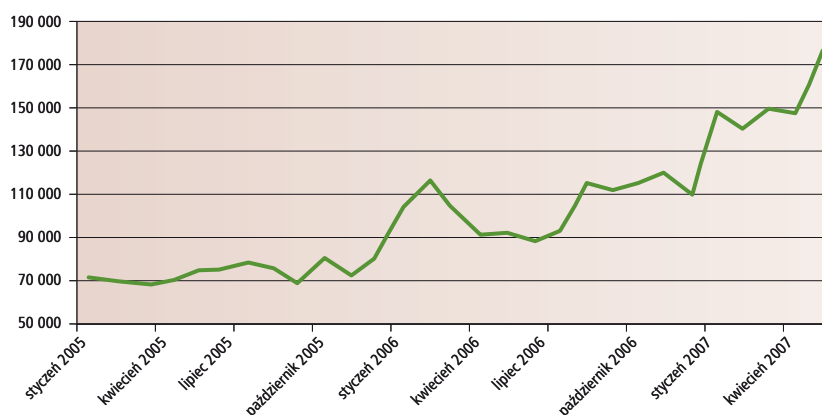
Źródło: http://www.census.gov/construction/newresalesindex_excel.html.

Bezpośrednim katalizatorem załamania się tendencji wzrostowych na rynku amerykańskim stały się jak zazwyczaj podwyżki stóp procentowych. Załamaniu uległ najsłabszy segment kredytów, tj. *subprime*. Koszty poniosły niektóre banki oszczędnościowo-pożyczkowe (*trifts*) i banki uniwersalne udzielające tych kredytów i trzymające je w swoich portfelach, sekurytyzujące je i gwarantujące ich jakość poprzez najniższą transzę oraz

gwarantujące emisję papierów. Straty poniosły też instytucje finansowe emitujące instrumenty pochodne oparte na kredytach bankowych, często będące własnością banków oraz instytucje finansowe, które kupiły papiery wartościowe wszystkich rodzajów oparte na tych kredytach.

Wykres 18

Straty banków w USA (windykacje hipoteczne) w okresie 01.2005–04.2007



Źródło: www.infopubs.com.

Również dalsze konsekwencje można uznać za podręcznikowe. Nadzór wydał rekomendację zaostrzającą wymogi kredytowe na rynku *subprime*, a banki zrewidowały swoją politykę ostrożnościową i ograniczyły finansowanie rynku mieszkaniowego również w innych segmentach. Klasycznie zareagował rynek kapitałowy, który od nadmiernej skłonności do ryzyka przeszedł do jego awersji. W konsekwencji spadły ceny papierów przepływowych, wzrosły stopy na rynku kapitałowym, pojawiły się zatory w finansowaniu bieżącej produkcji MBS oraz funduszy grających na instrumentach pochodnych. Ponieważ papiery hipoteczne były *de facto* pieniądzem bankowym, spadek zaufania oznaczał drastyczne zmniejszenie podaży pieniądza. Na problemy wypłacalności nałożyły się problemy płynnościowe. Spadek popytu na rynku kapitałowym zwrótnie uderzył w budownictwo mieszkaniowe, które niezależnie zaczynało mieć problemy z powodu zbyt wysokich cen w relacji do dochodów (popyt fundamentalny). W efekcie na rynku zaczął przyrastać zasób niesprzedanych, nowych mieszkań, co spowodowało dalszy spadek rozmiarów budownictwa, a w następnej kolejności wywołało dostosowania cenowe. Spadek popytu przeniósł się przez kanał kredytowy oraz oczekiwania na dalszą korektę cenową na rynek mieszkań używanych, gdzie słabnięciu dynamiki, a następnie spadkowi cen towarzyszył spadek ilości zawieranych transakcji.

Skala amerykańskiego rynku hipotecznego i związana z tym emisja hipotecznych papierów wartościowych spowodowały, że zmiana wyceny ryzyka wiarytelności hipotecznych wywołała różnorodne zaburzenia na międzynarodowych rynkach kapitałowych. W niektórych krajach Europy papiery wartościowe tego typu były używane do refinansowania się banków, a wynikający z tego spadek wartości ich zastawu spowodował problemy płynnościowe oraz wymusił interwencję banku centralnego. Problemy płynnościowe spowodowały, że niektóre banki zaczęły sprzedawać nisko ryzykowne hipoteczne listy zastawne tzw. emisji *Jumbo*. Było to przyczyną znacznego spadku ich wartości, gdyż rynek nie był płynny, pomimo że papiery tego rodzaju nie były dotknięte takimi problemami jak amerykańskie MBS. W Wielkiej Brytanii, wskutek opóźniania decyzji organów nadzorczych, jeden z banków, mający głównie problemy płynnościowe, przeżył klasyczny *run* (gwałtowne i jednocześnie wycofywanie depozytów) i upadł.

Ze względu na brak przejrzystości sektora finansowego, systemów wzajemnych gwarancji kredytów i portfeli MBS oraz instrumentów pochodnych, cały czas nie wiadomo, jak w rzeczywistości rozłożyły się straty w sektorze finansowym, szacowane już na trylion dolarów. Działania rządu miały, jak dotychczas, charakter pragmatyczny i typowy dla tego typu sytuacji, tj. koncentrowały się na wsparciu płynnościowym sektora finansowego oraz wsparciu kapitałowym zagrożonych kredytobiorców. Służyły temu niskie stopy procentowe, limity (*caps*) na oprocentowanie kredytów oraz zapowiedzi dalszej pomocy. Jej celem było niedopuszczenie do większej skali wyprzedaży mieszkań i dalszego spadku ich cen, co skutkowałoby upadkiem kolejnych rodzajów kredytów i mogłoby przekształcić się w poważny kryzys finansowy.

Mimo że kryzys *subprime* wydaje się powoli wygasać, to pytanie o dalszy rozwój sytuacji na rynku nieruchomości w USA pozostaje bez odpowiedzi. Rynek ten, zarówno w świetle wskaźników, jak też w opinii wielu autorów, oceniany jest nadal jeszcze jako znacznie przewartościowany. W klasycznym cyklu na rynku nieruchomości mieszkaniowych rynek ten działa podobnie jak rynek pracy. Dostosowania mają, w początkowym okresie, w znacznej mierze charakter ilościowy, zaś dostosowania cenowe pojawiają się w okresie późniejszym i mogą być rozłożone w czasie. Wpływa to negatywnie na koniunkturę w sektorze, ale jest bezpieczniejsze z punktu widzenia sektora finansowego i całej gospodarki. Taki przebieg cyklu był zapewne głównym argumentem przeciwko silniejszej interwencji na etapie tworzenia się bańki spekulacyjnej na rynku. Duże zaangażowanie sektora finansowego prowadzi jednak zazwyczaj do problemów ze spłaceniem kredytów, eksmisji, wymuszonych sprzedaży i w konsekwencji dalszego spadku cen, co już miało miejsce i będzie nadal występować. Drugim istotnym czynnikiem wpływającym na charakter cyklu bywa zazwyczaj ilość pustostanów lub zapas niesprzedanych mieszkań, przy czym wyższy poziom generuje większe ryzyko gwałtownego spadku. Na rynku amerykańskim cały czas jest około 500 tysięcy nowych, niesprzedanych mieszkań, co zwiększa oczekiwania na spadek cen. Wysoka jest też liczba zgłoszonych do sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym. Równocześnie wskaźnik eksmisji cały czas gwałtownie rośnie. Duża skala eksmisji, w połączeniu z nadwyżkami niesprzedanych mieszkań, powodując dalszy spadek cen, może wywołać drugą falę kryzysu czy też jego przeniesienie na rynki podstawowe kredytów hipotecznych. Dojdzie do tego wtedy, gdy spadające ceny mieszkań zaczną zbliżać się do wysokości zadłużenia, co w warunkach amerykańskich powoduje szybki wzrost niespłacalnych kredytów.

Na rynku mieszkaniowym USA wskaźnik ceny do dochodu (*PI ratio*) dla mieszkań kształtował się w ostatnich kilkudziesięciu latach na poziomie 3–4 i trudno jest znaleźć wytłumaczenie, dlaczego teraz, po opadnięciu gorączki spekulacyjnej, konsumenci i banki mieliby zaakceptować dwukrotnie wyższe ceny, gdy większość analiz potwierdza, że muszą one spaść.

Może też dojść, i zwykle dochodzi, do kumulacji kilku czynników kryzysogennych, gdy spadające ceny nieruchomości zbiegną się z rosnącymi stopami procentowymi i kosztami obsługi kredytów, gospodarka zwolni, a dochody ulegną stabilizacji. Rosnące koszty obsługi kredytów będą spowodowane wchodzeniem produktów hipotecznych z ostatnich dwóch lat w system indeksacji stopami rynkowymi po promocyjnym okresie karencji spłat, natomiast spadające dochody będą konsekwencją ogólnego cyklu w gospodarce i problemów na rynku mieszkaniowym. W takiej sytuacji można się spodziewać przyspieszonego spadku cen i uruchomienia mechanizmów kumulatywnych w dół, w tym dalszego zaostrożenia polityki kredytowej przez banki, wzrostu awersji do sektora mieszkaniowego na rynkach kapitałowych, dalszego spadku popytu etc.

O ile konsekwencje kryzysu *subprime* dla gospodarki amerykańskiej mogą oscylować wokół 1–1,5% PKB w ciągu 2–3 lat, o tyle konsekwencje problemów w portfelu podstawowym mogą być, biorąc pod uwagę skalę portfela w relacji do PKB (75%) oraz doświadczenia historyczne, wielokrotnie wyższe i oznaczać kilkuletnie wytrącenie kraju ze ścieżki

wzrostowej. Tak pesymistyczny scenariusz nie wydaje się jednak bardzo prawdopodobny, tak jak od początku mało prawdopodobne były zapowiedzi o nieznacznej skali i szkodliwości kryzysu *subprime*. Doświadczenia z utratą płynności i wypłacalności przez sektor finansowy spowodowaną przez rynek nieruchomości są bardzo dobrze znane na rynku amerykańskim i nie należy się spodziewać gwałtownej reakcji nadzoru, lecz raczej wsparcia i poszukiwania dróg możliwie szerokiego rozłożenia strat. Również doświadczenia przeszłych kryzysów, jak też skala zagrożenia, powodują, że FED raczej poświęci cel inflacyjny, co ograniczy skalę złych kredytów i nie doprowadzi do masowych eksmisji powodujących szybki spadek cen i przeniesienie na dużą skalę problemów na portfele najbezpieczniejszych kredytów typu *prima*. Pozwoli to inflacji, jak w cyklach z lat 70., stopniowo zdeprecjonować ceny mieszkań, zapewniając przy restrukturyzacji zadłużenia o zmiennych stopach (produkty odporne na inflację, *caps* (limity stóp procentowych) i dokapitalizowywanie banków), w miarę miękkie lądowanie. W konsekwencji, z powodu mechanizmu kursowego, kosztami kryzysu zostaną również obciążone inne kraje posiadające amerykańskie aktywa czy zagraniczni inwestorzy na tym rynku. W razie zagrożenia zostaną też na pewno uruchomione środki interwencji bezpośredniej, poprzez rozbudowane na tym rynku agencje rządowe. Tym niemniej koszty i konsekwencje takiego wariantu byłyby znaczące zarówno dla USA, jak też gospodarki globalnej.

5

Cykle i kryzysy na polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych

Polski sektor nieruchomości mieszkaniowych i związany z nim sektor finansowy jako struktury rynkowe znajdują się w jego początkowej fazie i pomimo szybkiego rozwoju są jednak słabo porównywalne do rynku amerykańskiego czy rozwiniętych rynków krajów Europy Zachodniej. W latach 90. udział sektora finansowego w finansowaniu komercyjnych zakupów mieszkań był niewielki. Podstawową barierą rozwoju była inflacja, dominowały kredyty podwójnie indeksowane i walutowe, mechanizm oddziaływania stóp procentowych NBP na rynek kredytów i mieszkań daleko odbiegał od znanych mechanizmów. O znaczącym wpływie sektora finansowego można praktycznie mówić dopiero po 2000 r., gdy spadła inflacja i szybko zaczął rosnąć udział kredytów w finansowaniu transakcji mieszkaniowych. Rynek nie przeszedł też pełnego cyklu koniunktury w porównywalnych rynkowych warunkach. Cykli lat 1994–2001 nie można porównać z obecną sytuacją ze względu na omawiane wyżej czynniki i w konsekwencji inny mechanizm cyklu. Tym bardziej Polska nie mogła też przejść rynkowego kryzysu nieruchomościowego.

Tabela 7

Wybrane proporcje sektora mieszkaniowego w Polsce

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Zdolność kredytowa miejskich gospodarstw domowych (w mld zł; ludność miejska, miasta > 200 tys. +; IV kw.)	84	104	162	218	240	326	416	412
Saldo kredytów mieszkaniowych w XII (w mld zł)	9,6	14,1	20	29,6	35,8	50,4	77,7	116,8
Udział kredytów mieszkaniowych w PKB (%)	1,3	1,8	2,6	3,6	3,9	5,1	7,3	10
Udział kredytów mieszkaniowych w aktywach sektora bankowego (%)	2,2	3	4,5	6,4	7	9,1	12,1	14,5
Budownictwo mieszkaniowe na 1000 osób	2,3	2,7	2,6	2,6	2,8	3	3	3,5
Udział kredytu mieszkaniowego w finansowaniu budownictwa mieszkaniowego (%)	16	21	26	36,4	38,5	41,4	46,0*	46,0*
Transakcje na wtórnym rynku mieszkaniowym na 1000 osób	2,8	2,8		2,9	3	3,2	3,2*	
Udział kredytów mieszkaniowych w finansowaniu transakcji na wtórnym rynku (%)	10,2	13,8		27,6	31,5	40,1	45,0*	45,0*
Zadłużenie zasobu mieszkaniowego (%)	0,3	0,4		0,9	1,1	1,5	2,0*	
Udział obsługi kredytów mieszkaniowych w dochodach rozporządzalnych gospodarstw domowych (%)			0,25	0,25	0,31	0,36	0,42	
Udział budownictwa mieszkaniowego w tworzeniu PKB*	2	6,8	5,6	5,4	5	5,2	5,4	

* dane szacunkowe

Źródło: opracowanie własne.

W dalszym ciągu podstawowe wskaźniki strukturalne, jak też niektóre regulacje, instytucje oraz wiedza i zachowania uczestników rynku nieruchomości odbiegają od wielkości i standardów rynków wysoko rozwiniętych, w tym europejskich. Nadal na rynku występują ryzyko i bariery rozwoju, typowe dla krajów postsocjalistycznych i słabo rozwiniętych. W konsekwencji wszelkie prognozy obarczone są znaczną skalą niepewności, gdyż bazują

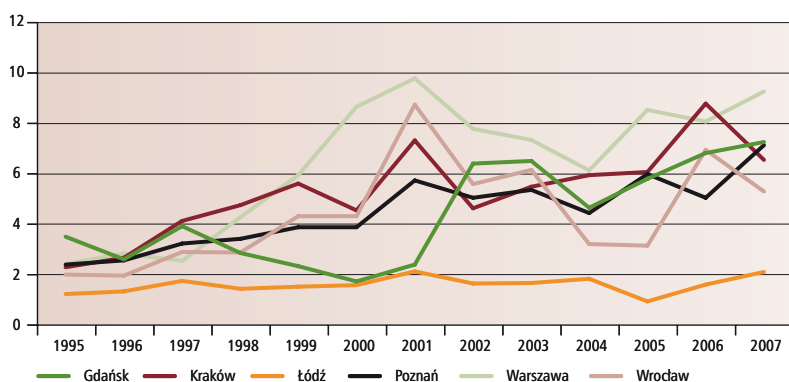
na porównaniach do innych, często słabo komparatywnych rynków, historycznych analogii na rynku polskim oraz na wiedzy eksperckiej.

Analiza retrospektywna pokazuje, że istnieją w Polsce pewne doświadczenia zarówno cyklu, jak też kryzysu nieruchomościowego, które dają pogląd na te mechanizmy i zagrożenia przeniesione na rynek lokalny.

Pierwszy polski kryzys nieruchomościowy miał miejsce w latach 1990–1992, gdy bank PKO BP, finansujący praktycznie na zasadach monopolu kredyty mieszkaniowe dla spółdzielni mieszkaniowych, doświadczył załamania płynnościowego, a następnie pojawiły się problemy z wypłacalnością. Nie był to jednak kryzys rynkowy tylko transformacyjny, zatem porównywalne mogą być pewne mechanizmy polityczne i skala zjawiska. Ponieważ bank był w 100% własnością państwa i finansował w znacznej części odziedziczone jeszcze z okresu socjalizmu zobowiązania wobec spółdzielni (około 300 tysięcy mieszkań wraz z infrastrukturą lokalną oraz lokalami handlowo-usługowymi), straty pokrył budżet państwa. Konsekwencje kryzysu trwały jeszcze po 2000 r., w postaci tzw. wykupu odsetek od mieszkaniowych kredytów spółdzielczych. Koszty tego kryzysu wyniosły około 100 mld zł w cenach bieżących, a więc około 10% PKB dla portfela mieszkaniowego, a biorąc pod uwagę wszystkie związane z tym kredyty, zapewne co najmniej 15–20% więcej.

Wykres 19

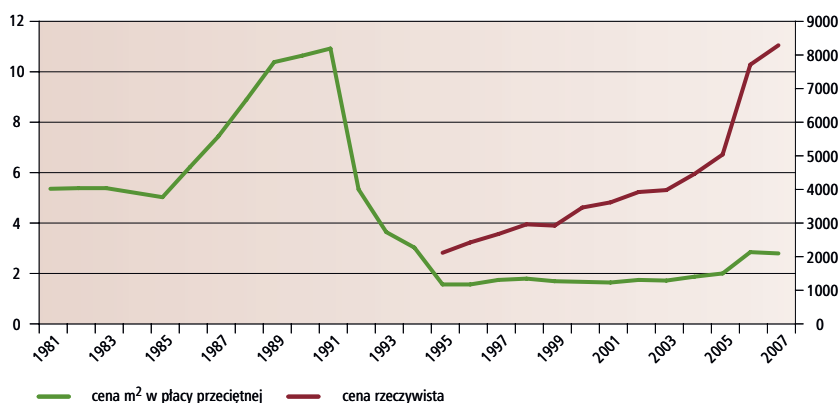
Budownictwo mieszkaniowe w tworzeniu PKB, budownictwo mieszkaniowe na 1000 mieszkańców w Polsce w latach 1950–2001



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, PONT Info.

Wykres 20

Ceny do płacy i ceny rynkowe w Warszawie, budownictwo w Warszawie od 1990 r.

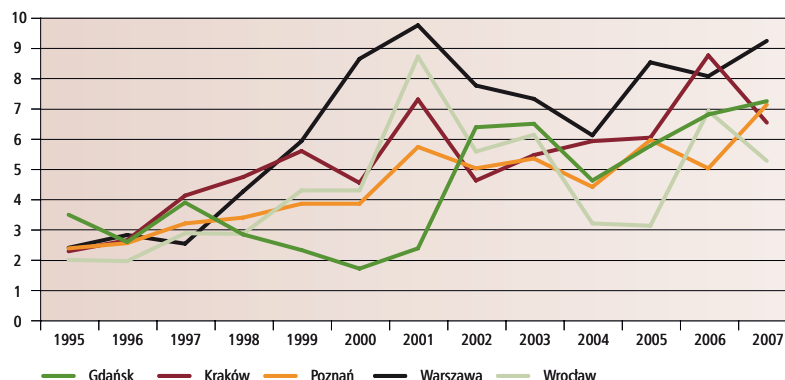


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, PONT Info.

Od 1995 r., tj. od okresu, w którym w sektorze mieszkaniowym zaczynają dominować podmioty rynkowe (deweloperzy oraz tzw. nowe, komercyjne spółdzielnie mieszkaniowe), możemy mówić o średniookresowych wahaniami cen i produkcji mieszkaniowej, zróżnicowanych na najważniejszych rynkach lokalnych. O pierwszym wyraźnym cyklu na rynku możemy mówić w przypadku największego rynku warszawskiego.

Wykres 21

Mieszkania oddane do użytkowania na 1000 ludności w największych miastach Polski w latach 1995–2007



Źródło: GUS.

Ze względu na niski poziom finansowania rynku przez sektor finansowy skutki cyklu dotknęły głównie deweloperów, spółdzielnie mieszkaniowe i ich klientów. Jego mechanizm był stosunkowo prosty i polegał na opóźnionej reakcji podaży po wzroście popytu generującego zwiększenie liczby nowych mieszkań. Dodatkowym czynnikiem, który zakłócał funkcjonowanie rynku i zwiększał amplitudę wahań, była polityka państwa. Cofnięcie w 2000 r. subsydiów budowlanych oraz objęcie podatkiem VAT budownictwa deweloperskiego, w momencie wystąpienia nadwyżki wolnych mieszkań na rynku, spowodowały przesunięcie problemów na 2001 r. Konsekwencją był spadek liczby przygotowywanych projektów, pozwoleń na budowę, mieszkań nowo rozpoczynanych i zmniejszenie aktywności w budownictwie. Opóźnienie pomiędzy sprzedażą nadwyżek mieszkań i podjęciem przez deweloperów decyzji o przygotowywaniu nowych projektów a ich fizycznym wypłynięciem na rynek, było punktem startowym kolejnego cyklu. Ze względu na skalę zjawiska te były najlepiej widoczne na rynku warszawskim, dotyczyły jednak większości dużych miast.

Omówione zależności stały się podstawą budowy modelu cyklu na rynku warszawskim, który pomimo swojej prostoty, bardzo dobrze wyjaśniał przebieg zdarzeń na tym rynku. Model dotyczył mieszkań rynkowych, tj. budowanych przez deweloperów i spółdzielnie na zasadach komercyjnych. Punktem wyjścia było, zweryfikowane empirycznie, założenie o równowadze popytu i podaży na rynku nowych mieszkań w 1994 r. Popyt mieszkaniowy w modelu, a w zasadzie jego przyrost, był funkcją przyrostu realnych dochodów ludności i cen mieszkań (efekt dochodowy i substytucyjny) i uwzględniał zarówno popyt gotówkowy, jak i kredytowy. Podaż reprezentowały rzeczywiste rozmiary budownictwa, natomiast ceny mieszkań oraz szacunki nadwyżek niesprzedanych mieszkań pochodziły z notowań. Przeprowadzone na modelu symulacje pokazały sztywność realnych cen mieszkań i dostosowania ilościowe, co odpowiadało stanowi rzeczywistemu i było związane z dużą konkurencją subsydiowanych mieszkań spółdzielczych. Deweloperzy w swoich decyzjach kierowali się cenami nominalnymi, a nie realnymi. Symulacje pokazały też niewielki wpływ kredytów hipotecznych na ten rynek. Przebieg krzywych popytu i podaży oraz cen nominalnych i realnych pokazują tabela 8 i wykres 22.

Tabela 8

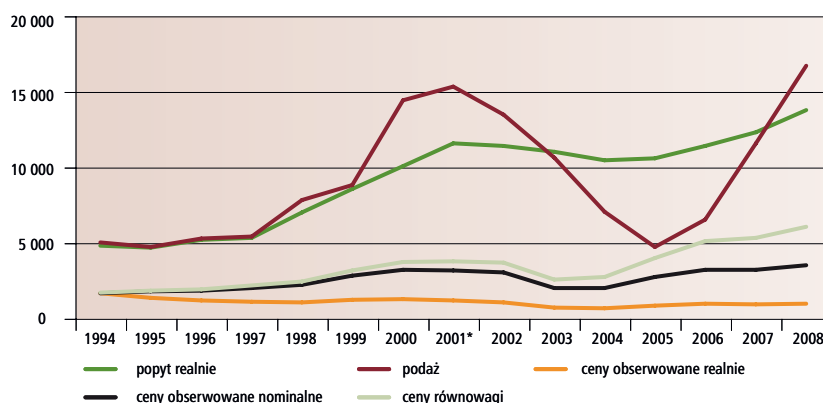
Popyt i podaż na warszawskim rynku nieruchomości

Rynek mieszkaniowy w Warszawie – scenariusz ograniczania cyklicznego rozwoju							
Założenia do prognozy:							
Lata	Ceny mieszkań popularnych (zł)	Dochody ludności Warszawy (zł)	Inflacja	Wielkość mieszkań (m ²)	Udział finansowania przez kredyty	Rozmiary budownictwa (liczba mieszkań)	Mieszkania rozpoczęte (liczba mieszkań)
2002	2500	3100	1,04	73	0,4	14348	12000
2003	2500	3250	1,04	73	0,4	12335,5	12000
2004	2500	3400	1,04	73	0,4	12000	12000
2005	2700	3600	1,04	73	0,4	12000	12500
2006	3200	3800	1,04	78	0,42	12250	13000
2007	3200	4000	1,04	90	0,44	12750	13000
2008	3500	4250	1,04	100	0,45	13000	13000

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, PONT Info.

Wykres 22

Warszawski pierwotny rynek mieszkań w latach 1994–2008



* mieszkania o porównywalnej wielkości i cenie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, PONT Info.

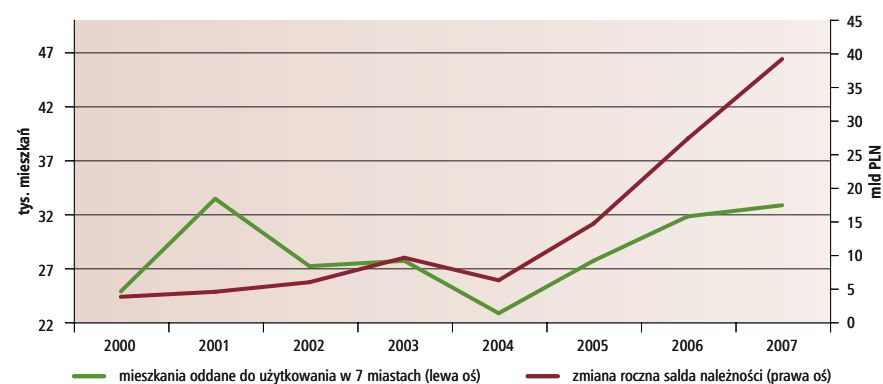
Założenia do modelu popytu i podaży na rynku mieszkaniowym

Podaż mieszkań to rozmiary budownictwa mieszkaniowego (mieszkania oddane do użytkowania) sprowadzone do mieszkań o porównywalnej wielkości i cenie, tj. z 2001 r. Przy prognozowaniu rozmiarów budownictwa założono osiemnastomiesięczny okres realizacji samej budowy, tj. mieszkania kończone są sumą 50% mieszkań rozpoczętych w roku ubiegłym i 50% rozpoczętych dwa lata wcześniej. Punktem wyjścia modelu jest założenie równowagi popytu i podaży w 1994 r., co wynika z obserwacji tego okresu. Następnie popyt korygowany jest wzrostem dochodów oraz efektami dochodowymi i substytucyjnymi zmian cen mieszkań. Model nie uwzględnia wahań popytu i podaży powodowanych czynnikami politycznymi (ulga mieszkaniowa) oraz nastrojami społecznymi. Powoduje to, że w rzeczywistości popyt z lat 1997–1999 wydaje się lekko niedoszacowany, o czym świadczy wzrostowa tendencja cen nominalnych oraz realnych z tego okresu. Równocześnie skala nadprodukcji mieszkań wydaje się lekko przeszacowana, zwłaszcza wobec faktu zwiększonych zakupów mieszkań pod koniec 2001 r., aby zrealizować jeszcze dużą ulgę i zapłacić niższy VAT.

Omawiany model, pomimo że trafnie przewidywał załamanie w 2001 r. oraz pod koniec 2008 r. na podstawie cykli podaży, generował od 2004 r. dane nieprzystające do rzeczywistości. Było to związane z nową jakościowo sytuacją na rynku, związaną z gwałtownym rozwojem kredytów mieszkaniowych i dominacją budownictwa deweloperskiego. Począwszy od 2004 r. można przyjąć, że kredyty mieszkaniowe są głównym źródłem finansowania budownictwa w budynkach wielomieszkaniowych na obszarach największych miast, a zmiany salda zadłużenia są dobrym przybliżeniem zmian popytu. Ponieważ podaż była znacznie mniej elastyczna od tak rozumianego popytu, na głównych rynkach mieszkaniowych miał miejsce gwałtowny wzrost cen. Wzrosła też amplituda wahań, konsekwencje ekonomiczne cyklu są również większe niż poprzednio.

Wykres 23

Porównanie popytu i podaży na rynku nieruchomości w siedmiu największych miastach Polski w latach 2000–2007



Źródło: GUS, NBP.

6

Ocena rozwoju sytuacji w sektorze mieszkaniowym w Polsce po 2003 r.

Rynek mieszkaniowy w Polsce poddany był, jak każdy fragment gospodarki, oddziaływaniom różnych czynników wewnątrz- i zewnątrz sektorowych. Jednocześnie, ze względu na bariery polityczne, znacznie wolniej od pozostałych sektorów podlegał transformacji oraz był poddawany częstym zmianom regulacyjnym (Bryx 2007). W konsekwencji, mamy równolegle do czynienia z wieloma procesami po stronie popytu oraz podaży, których oddziaływanie zmienia się w czasie. Generalnie po 2000 r. nastąpiło wzmocnienie oddziaływania czynników mających wpływ na wielkość oraz zmienność popytu, a także ograniczeń po stronie podaży.

Na popyt oddziałują czynniki fundamentalne (czynniki demograficzne, migracje, dostępność kredytu), jak też spekulacja i związane z nią zachowania zbiorowe. Pewien wpływ mają też zjawiska europeizacji i globalizacji, które powodują naturalną tendencję do zmiany fundamentów i przeceny aktywów, w tym mieszkań.

Czynnikiem zwiększającym presję na rynku jest też jednostronny rozwój sektora mieszkaniowego, nakierowany na mieszkania własnościowe. Jest on wynikiem restrykcyjnych przepisów o ochronie lokatora, które powodują zepchnięcie wynajmu mieszkań w szarą strefę oraz brak profesjonalnego, rynkowego budownictwa na wynajem – warunku elastycznego rynku pracy.

Podstawowe znaczenie dla rynku ma jednak rozwój bankowości hipotecznej, konkurencji pomiędzy bankami i związany z tym rozwój kredytowania hipotecznego.

Czynniki fundamentalne wpływające na **popyt** to:

- naturalnie rosnący **stopień urbanizacji** i związane z tym migracje z mniejszych ośrodków do największych miast. Procesy te znacząco osłabły w związku z szokiem transformacji, lecz obecnie, w perspektywie długofalowego rozwoju, oddziałują i będą oddziaływać w przyszłości;
- wzrost **liczby gospodarstw domowych** spowodowany starzeniem się społeczeństwa oraz wchodzeniem kolejnego echa wyżu demograficznego w okres zawierania małżeństw;
- **wzrost dochodów społeczeństwa**, w tym także dochodów z pracy w Unii Europejskiej, co przy relatywnie niskim standardzie mieszkaniowym w Polsce skutkuje wysoką (powyżej 1) elastycznością dochodową popytu;
- wzrost **dostępności kredytu** powodowany liberalizacją wymogów ostrożnościowych, spadkiem marż bankowych i stóp procentowych oraz rozwojem kredytów denominowanych w walutach obcych.

Czynniki fundamentalne oddziałujące na **podaż** (związane głównie z barierami rozwoju):

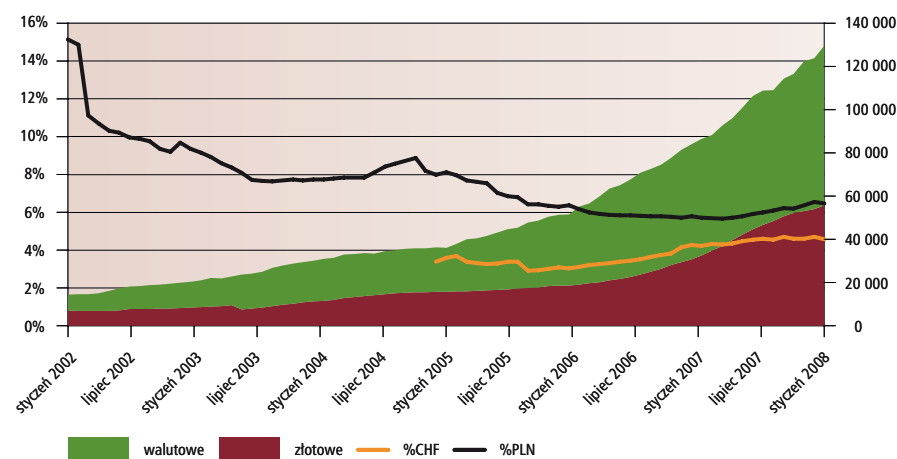
- źle działający **rynek terenów budowlanych**, na który składają się znane problemy, takie jak: bariery administracyjne wydłużające proces uzyskiwania pozwolenia na budowę, ograniczona dostępność uzbrojonych terenów budowlanych, problemy związane z istniejącym systemem planowania przestrzennego, słabe oddziaływanie narzędzi fiskalnych, słabości gminnej polityki mieszkaniowej i budowlanej;
- wysokie i rosnące **koszty robót budowlano-montażowych**, będące funkcją dobrej koniunktury w sektorze i braku siły roboczej;

- rosnące i różnicujące się **ceny nieruchomości**, dostosowujące się do konkurencji pomiędzy rynkami krajowymi i europejskimi.

Omawiane czynniki w sposób bardziej szczegółowy omówiono i zilustrowano poniżej. Gwałtowny przyrost kredytów, zwłaszcza tańszych, denominowanych w walucie obcej i niepoddających się krajowej polityce pieniężnej, w połączeniu z ograniczeniami podaźowymi, spowodował wysoki wzrost cen mieszkań. Dla uruchomienia procesu istotne znaczenie miały umiejętnie, medialnie wykorzystywane przez deweloperów zapowiedzi podwyżki VAT. Deweloperzy straszili potencjalnych nabywców wysokim wzrostem cen mieszkań z tego tytułu i zachęcali do przyspieszania zakupów. Konsekwencją przyspieszonych zakupów był silniejszy spadek popytu w następnych latach. Przesuwanie się popytu w czasie miało więc procykliczny charakter, zwiększający amplitudę wahań (Bryx 2007).

Wykres 24

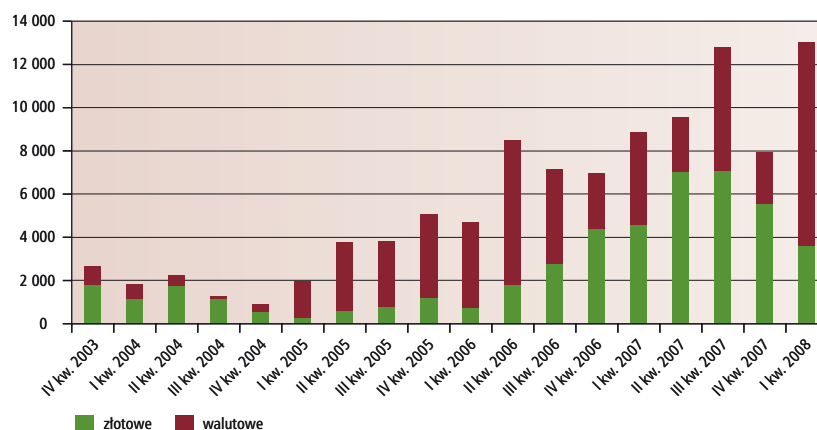
Saldo kredytów mieszkaniowych i ich średnie oprocentowanie



Źródło: NBP.

Wykres 25

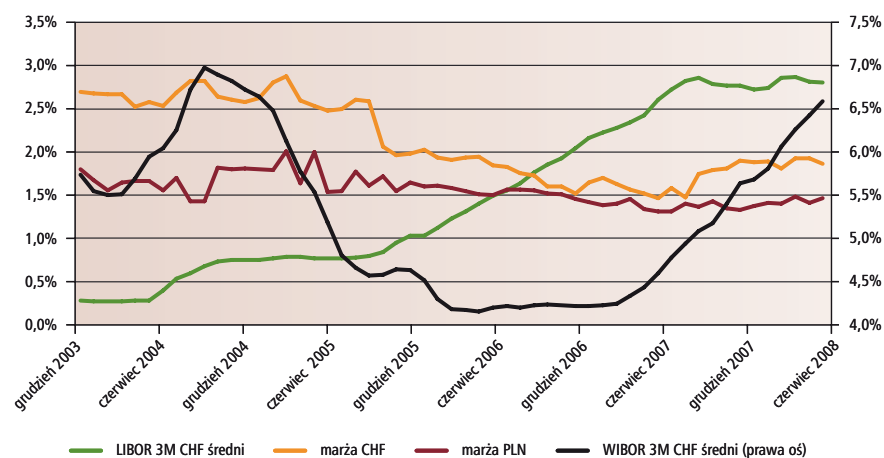
Kwartalne zmiany należności od gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych



Źródło: NBP.

Wykres 26

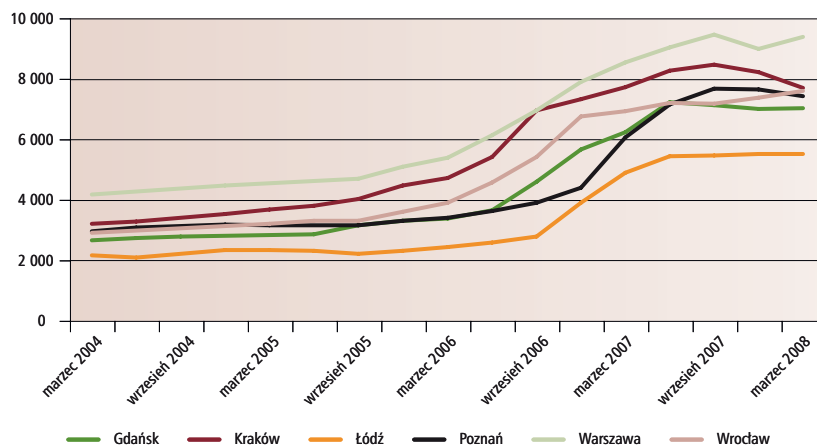
Stopy procentowe rynku pieniężnego i kredytu mieszkaniowego



Źródło: MF, NBP.

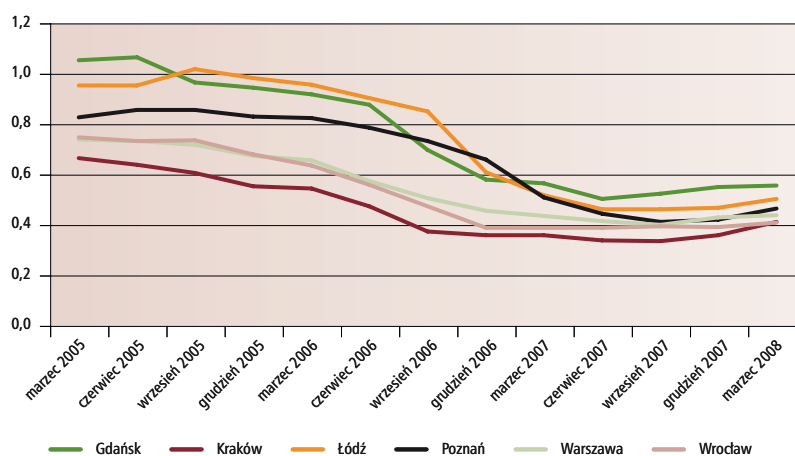
Mimo że począwszy od 2004 r. podaż mieszkań zaczęła powoli wzrastać, to rozmiary popytu rosły znacznie szybciej. Równoważenie rynku odbywało się więc poprzez wzrost cen mieszkań. Początkowo wzrastające dochody i spadające stopy procentowe powodowały rosnącą dostępność kredytów, kompensującą wzrost cen mieszkań (kredytowa dostępność mieszkań rosła, tak więc gospodarstwa domowe nie odczuwały skutków wzrostu ich cen). Jednak w okresie następnym skala wzrostu cen mieszkań oraz wzrost stóp procentowych, zarówno na kredytach złotych, jak też denominowanych we franku szwajcarskim (główna waluta obca kredytów mieszkaniowych), spowodowały odwrócenie tej tendencji i mieszkania zaczęły szybko drożeć nie tylko nominalnie, ale też powiększyły realne wydatki gospodarstw domowych. Czynniki te nie miały już jednak wpływu na ograniczenie popytu, lecz zadziałały w drugą stronę, gdyż podobnie jak w innych krajach wywołał oczekiwania dalszego wzrostu cen i w konsekwencji większy popyt na mieszkania i kredyty zarówno z pobudek spekulacyjnych, jak też przezornościowych (należy kupić teraz, bo później będzie drożej). W konsekwencji zostały uruchomione znane na rynku nieruchomości mechanizmy oczekiwań inflacyjnych i wzrostu cen, finansowane kredytem bankowym.

Wykres 27

Przeciętne ceny mieszkań w Polsce (w zł za m²)

Źródło: szacunki NBP, PONT Info.

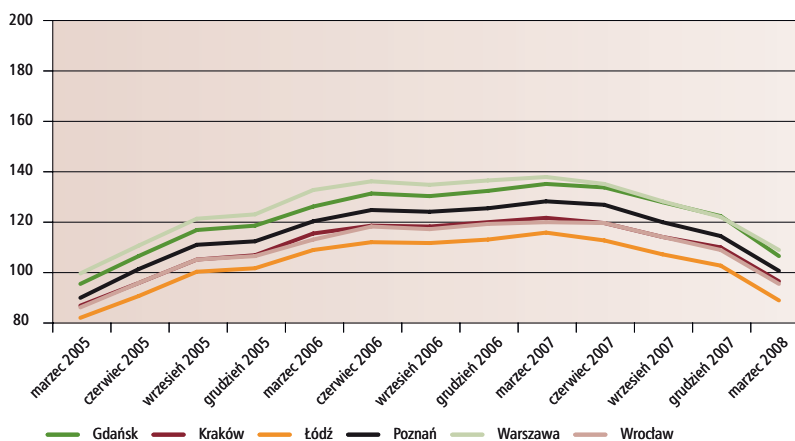
Wykres 28

Przeciętna dostępność mieszkania w Polsce (w m²)

Źródło: szacunki NBP, PONT Info.

Wykres 29

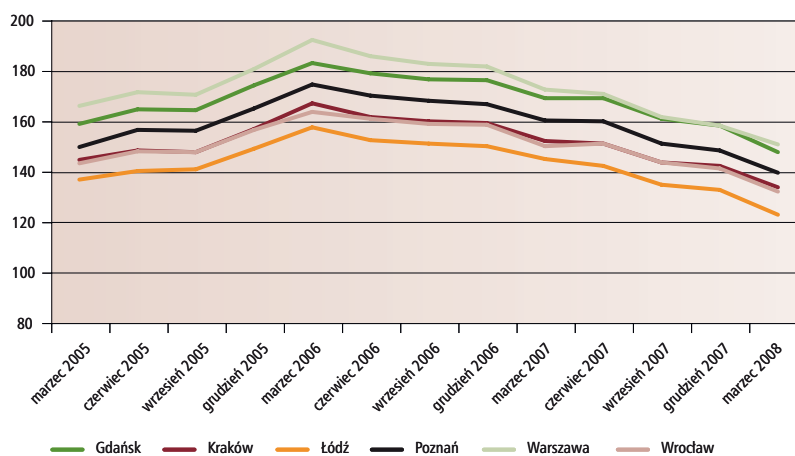
Przeciętna dostępność kredytu złotowego w Polsce (w tys. zł)



Źródło: szacunki NBP, PONT Info.

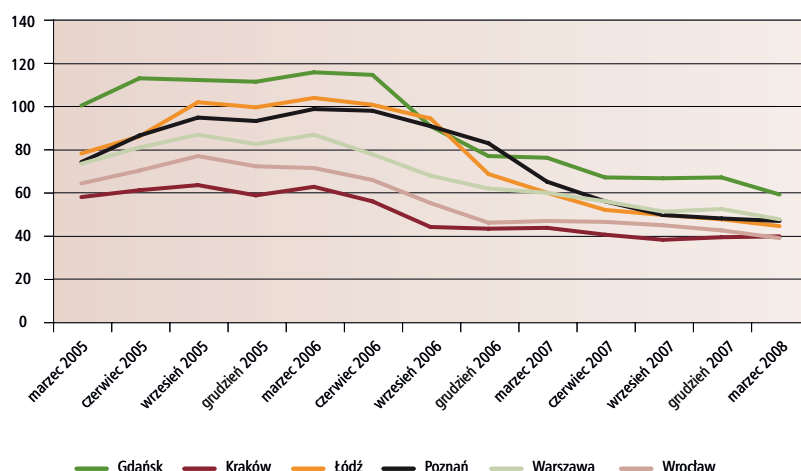
Wykres 30

Przeciętna dostępność kredytu we franku szwajcarskim w Polsce (w tys. zł)



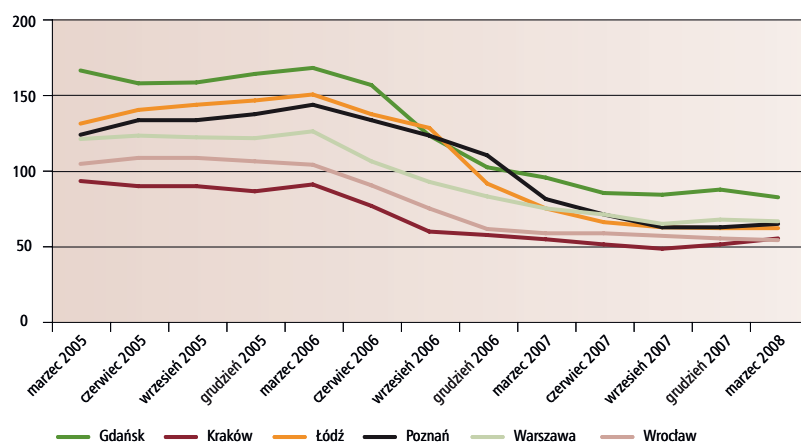
Źródło: szacunki NBP, PONT Info.

Wykres 31

Przeciętna kredytowa (kredyt złotowy) dostępność mieszkania w Polsce (w m²)

Źródło: szacunki NBP, PONT Info.

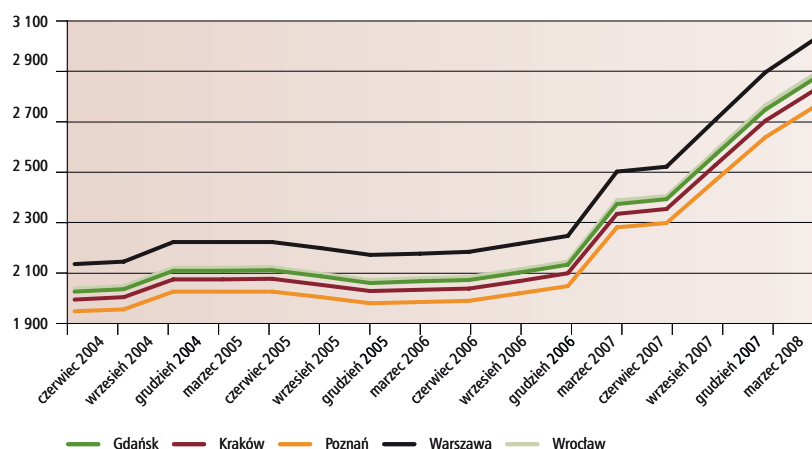
Wykres 32

Przeciętna kredytowa (kredyt frankowy) dostępność mieszkania w Polsce (w m²)

Źródło: szacunki NBP, PONT Info.

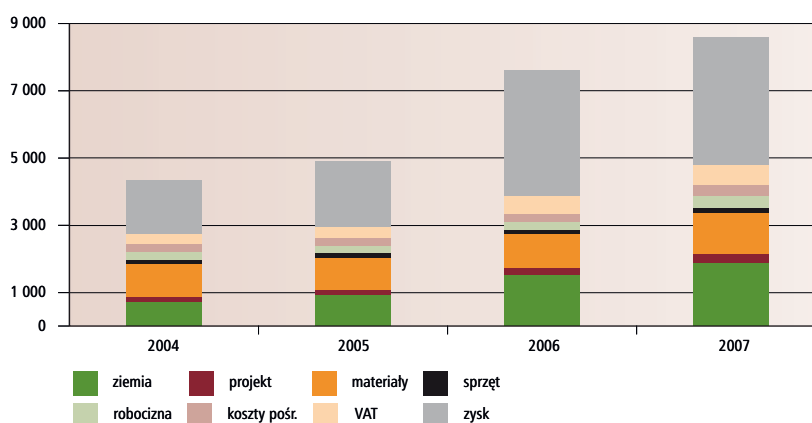
Mechanizm zjawiska jest zatem podobny do obserwowanego w części krajów europejskich oraz USA i również w głównej mierze opiera się na liberalizacji przepływów finansowych, nadpłynności sektora finansowego, dostępności kredytu oraz zachowaniach zbiorowych. Wzrost cen mieszkań i bardzo wysokie zyski deweloperskie spowodowały, naturalny w takiej sytuacji, wzrost renty gruntowej i cen terenów budowlanych. Również pozostałe podmioty na rynku, w tym głównie przedsiębiorstwa budowlane oraz producenci materiałów budowlanych, rozpoczęły walkę o udział w zyskach deweloperów, jednak ich siła rynkowa, ze względu na konkurencję zagraniczną, była ograniczona. W istotny sposób na koszty zaczęły natomiast wpływać braki siły roboczej i związane z tym podwyżki płac. Równoległe postępowanie wzrost kosztów budownictwa, powodowany wyrównywaniem cen i kosztów w skali europejskiej, w tym zwłaszcza siły roboczej. W konsekwencji zaczęły szybko rosnąć koszty budowy mieszkań, co spowodowało podnoszenie cen przez deweloperów, tak, aby uzyskać założone zyski.

Wykres 33

Koszt budowy m² mieszkania na wybranych rynkach w Polsce

Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Sekocenbud.

Wykres 34

Warszawa – elementy przeciętnej ceny m² mieszkania

Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Sekocenbud.

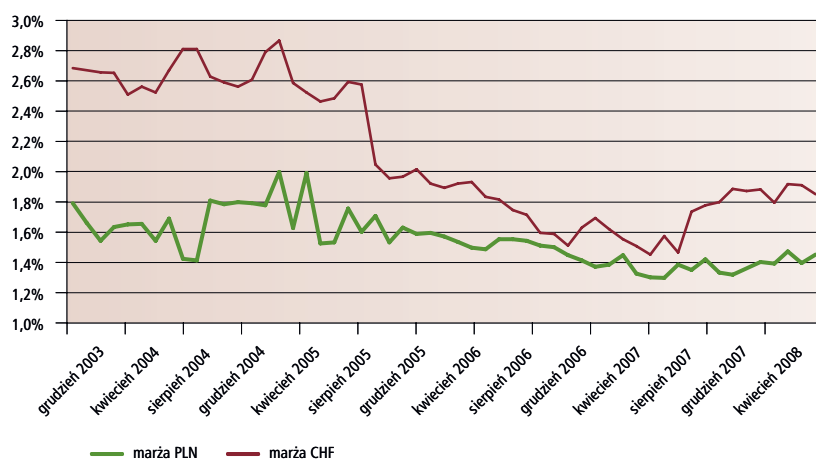
Aby utrzymać sprzedaż przy rosnących cenach, podobnie jak w latach 2000–2001, deweloperzy prowadzili intensywną kampanię marketingową bazującą na informowaniu o coraz większych brakach i napięciach na rynku, co miało zachęcać nabywców do coraz droższych zakupów. Pomagali w tym, co było nowym zjawiskiem, pośrednicy kredytowi. Było to możliwe dzięki akceptowaniu przez banki coraz większego ryzyka rynkowego i kredytowego związanego z finansowaniem coraz droższych mieszkań, co było z kolei konsekwencją rosnącej konkurencji w tym sektorze (malejące marże bankowe i premie za ryzyko).

Na rynku deweloperskim w 2007 r. rozpoczął się też, znany z boomów inwestycyjnych, mechanizm odkupywania terenów bądź rozpoczętych projektów.

Szacunki zdolności kredytowej miejskich gospodarstw domowych wyniosły dla IV kw. 2007 r., 412 mld zł., (zob. wykres 43), przy zadłużeniu na poziomie 116 mld. Oznacza to, przy sztywnej krótkookresowo podaży, możliwość znacznego, kilkukrotnego, krótkookresowego zwiększenia popytu i w konsekwencji wzrostu cen mieszkań, co przy sztywnej podaży prowadziłoby do zwiększenia amplitudy wahań w cyklu.

Wykres 35

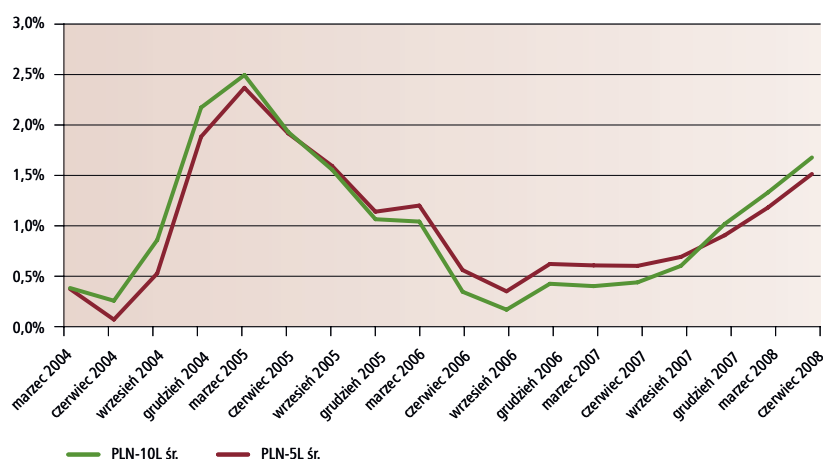
Przeciętne marże bankowe dla kredytów mieszkaniowych



Źródło: NBP.

Wykres 36

Ocena ryzyka kredytowego przez banki (oprocentowanie kredytu minus oprocentowanie obligacji)



Źródło: NBP.

Spowolnienie wzrostu cen obserwowane w IV kw. 2007 r., podobnie jak w innych tego rodzaju przypadkach, było wynikiem zadziałania kilku czynników:

- Osiągnięcia relatywnie wysokiego poziomu cen mieszkań. Relacja ceny przeciętnego mieszkania na rynku do dochodu gospodarstwa domowego, będąca w warunkach Polski najlepszym miernikiem nierównowagi, jest porównywalna z warunkami amerykańskimi. Również pozostałe mierniki, takie jak stosunek kosztu najmu do kosztu własności czy ceny mieszkań liczone jako czynsze dyskontowane długimi stopami obligacji skarbowych (oczekiwane przyszłe ceny mieszkania), pomimo wad tych mierników w Polsce wskazują na znaczny poziom nierównowagi.
- Doświadczeń amerykańskich i związanych z nimi obaw zarówno sektora bankowego, jak też części inwestorów, co przełożyło się na ich zachowania. W przypadku sektora bankowego pewne znaczenie miały też coraz silniej odczuwalne problemy płynnościowe.

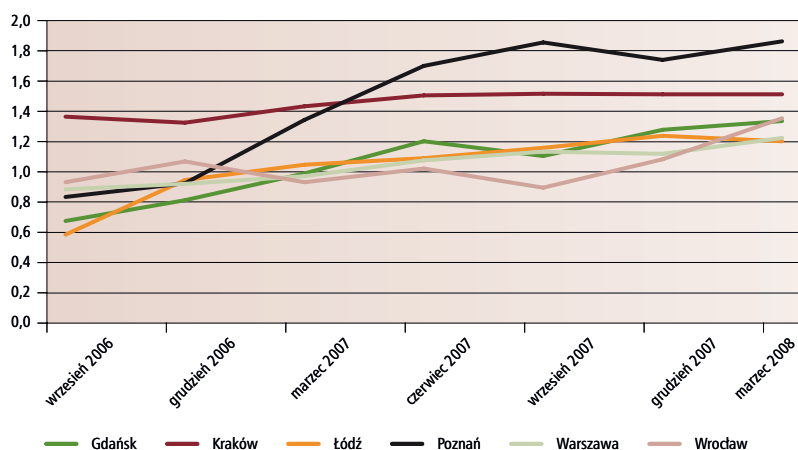
- Rosnącej podaży, co znalazło wyraz zarówno w rosnących rozmiarach budownictwa, jak też miernikach wyprzedzających (pozwolenia na budowę, mieszkania nowo rozpoczynane). Wystąpił też znaczący, choć nieuchwytny statystycznie, wzrost podaży na obszarach uznawanych dawniej za podmiejskie, gdzie bariery rozwojowe oddziaływały znacznie słabiej (na przykład Warszawa i województwo mazowieckie).

W tych warunkach rosnące koszty kredytów przełożyły się na normalne reakcje konsumenckie, a dynamika cen mieszkań zaczęła zwalniać.

Do tej pory jakość portfeli mieszkaniowych jest dobra, niemniej jednak znaczną część udzielanych w Polsce kredytów, zarówno ze względu na instrument kredytowy, jak też jakość zabezpieczenia, można byłoby zakwalifikować jako kredyty o podwyższonym ryzyku, biorąc pod uwagę chociażby standardy amerykańskie. Taka kwalifikacja w sposób oczywisty dotyczyłaby kredytów denominowanych (dodatkowe ryzyko kursowe), udzielanych na 100% LTV, czy też udzielanych z przełamaniem systemów scoringowych. Można byłoby też mówić o podwyższonym ryzyku całego portfela ze względu na ograniczenia i ryzyko windykacji hipotecznej, w szczególności regulacji nakazującej zapewnienie mieszkania zastępczego eksmitowanym gospodarstwom domowym, jak również konieczności indywidualnego tytułu egzekucyjnego w stosunku do każdej osoby z gospodarstwa domowego.

Wykres 37

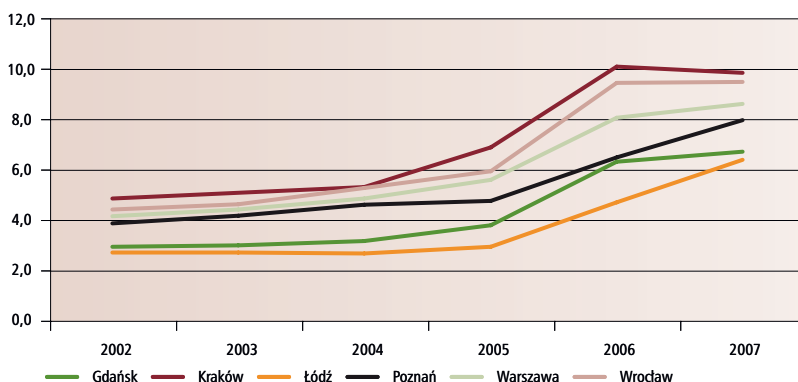
Oczekiwana cena m² mieszkania wg ceny najmu



Źródło: szacunek własny NBP na podstawie bazy BaRN.

Wykres 38

Wskaźnik ceny przeciętnego mieszkania do dochodu rozporządzalnego (w latach)



Źródło: szacunek własny NBP na podstawie GUS.

Zdaniem analityków rynku od kilku lat, podobnie jak na innych rynkach w takiej sytuacji, rośnie udział mieszkań kupowanych w celach spekulacyjnych zarówno przez osoby fizyczne, jak też przez fundusze inwestycyjne (ostatnio coraz częściej) oraz emerytów z Europy Zachodniej, poszukujących drugiego mieszkania na emeryturę. Łączny udział tych dwóch grup na rynku szacuje się na 15–20%. Zatem, jak pokazują doświadczenia amerykańskie, ich zachowania mogą mieć wpływ na dalszy rozwój sytuacji, zwłaszcza przy słabnięciu dynamiki cen.

W konsekwencji można mówić o wejściu najważniejszych rynków mieszkaniowych w Polsce w nowy cykl, który pomimo synchronizacji faz wzrostu ulegnie indywidualizacji w fazie spadkowej.

7

Cykl na warszawskim rynku mieszkaniowym – próba prognozy z punktu widzenia przyjęcia euro

Ze względu na ograniczoną dostępność danych próbę oszacowania wpływu euro na rynki lokalne ograniczono do rynku warszawskiego. Jest to największy rynek mieszkaniowy i kredytowy w Polsce, zatem jego analiza dostarcza pewnych informacji o koniunkturze w sektorze, pomimo omawianej wcześniej indywidualizacji rynków lokalnych. W ramach prognozy zbadano 3 warianty rozwoju sytuacji na rynku, różniące się głównie założeniami dotyczącymi tempa wzrostu dochodów oraz akcji kredytowej. Warianty te prezentuje tabela 9.

Tabela 9

Warianty wzrostu dochodów i akcji kredytowej

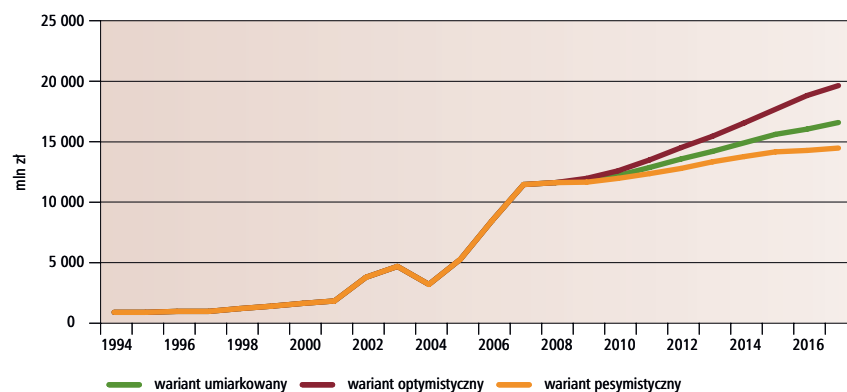
	Optymistyczny	Umiarkowany	Pesymistyczny
Roczne tempo wzrostu dochodów od 2009 r.	0,07	0,05	0,03
Roczne tempo wzrostu kredytów od 2010 r.	0,15	0,05	0,05

Źródło: opracowanie własne.

Założono stały wzrost tych wielkości, bez korekty na cykl koniunkturalny, który może w niewielkim zakresie poprzesuwać fazy cyklu i zmienić amplitudę wahań, nie jest jednak w stanie zaburzyć logiki cyklu, która wynika z mechanizmów wewnątrzsektorowych. Nie zakładano też silnych, zewnętrznych szoków, które byłyby w stanie tę logikę istotnie zakłócić, a które omawiano wcześniej.

Wykres 39

Warianty popytu mieszkaniowego w Warszawie



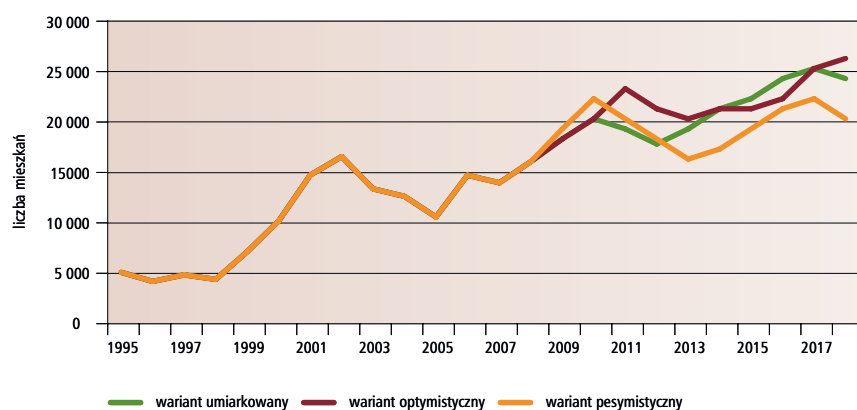
Źródło: opracowanie własne.

Warianty te wprowadzono następnie do modelu, który na podstawie wcześniej zaobserwowanych zależności obliczał popyt mieszkaniowy oraz cenę równowagi przy danym popycie i podaży. Popyt jest funkcją przyrostu dochodów, zdolności kredytowej oraz

relacji ceny mieszkania do dochodu, która działa jako górny ogranicznik popytu. Innymi ogranicznikami popytu są zdolność kredytowa oraz płynność systemu bankowego. Podaż jest w modelu określona historycznie na podstawie ilości mieszkań noworozpoczynanych oraz wydanych pozwoleń na budowę, które są funkcją rentowności projektów deweloperskich. Cena rynkowa jest ustalana przez deweloperów na podstawie ich obserwacji rynku i doświadczeń historycznych. Jest ona elastyczna na wzrost popytu i słabo elastyczna na jego spadki. Jej wysokość jest wprowadzana do modelu ekspercko. Nadwyżki niesprzedanych mieszkań są sygnałem do ograniczania ilości mieszkań rozpoczynanych, tak jak wysoka rentowność inwestycji jest sygnałem do ich wzrostu. Wyniki symulacji prezentuje tabela 9 oraz wykresy 39–41.

Wykres 40

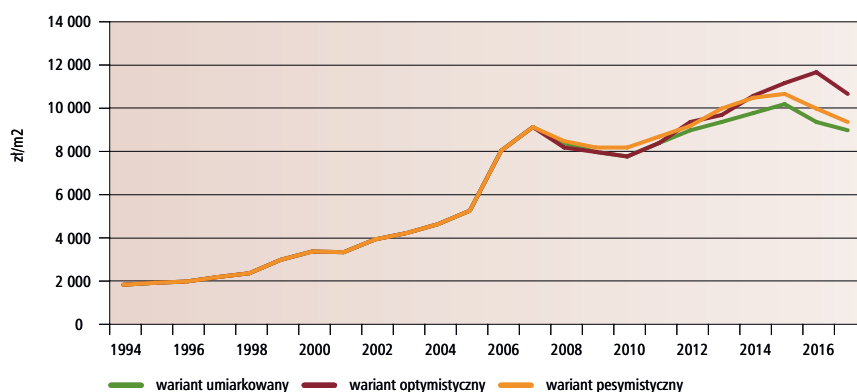
Warianty poziomu budownictwa mieszkaniowego w Warszawie



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 41

Warianty poziomu cen nowych mieszkań w Warszawie



Źródło: opracowanie własne.

Wnioski wynikające z symulacji potwierdzają wnioski intuicyjne:

- Cykliczność jest immanentną cechą rynku oraz omówionych wcześniej zachowań podmiotów i bez ich zmiany nie uda się uniknąć kolejnych cykli. Długość trwania cyklu na rynku warszawskim wyniosła około 8 lat, jak wynika z danych historycznych (cykl lat 90. oraz obecny). Długość ta mogła ulegać zmianie, dotychczas jednak czynnikiem podstawowym była reakcja podaży.
- Pomimo znacznych różnic w przyjętych scenariuszach występują niewielkie przesunięcia faz cykli, zwłaszcza poziomu budownictwa mieszkaniowego. Jego maksymal-

na wielkość przypada na 2008 r., w przypadku znacznej dynamiki dochodów i wzrostu akcji kredytowej przesuwają się na 2009 r., aby następnie ulec załamaniu. Spadek trwa do lat 2010–2011 (dno kryzysu), aby zakończyć się kolejnym wzrostem, który swój szczyt osiąga w latach 2015–2016.

- Wyższe tempo przyrostu dochodów oraz przede wszystkim akcji kredytowej skutkują większą dynamiką i wyższym poziomem cen oraz budownictwa. Różnice w poziomach budownictwa dochodzą do 6000 mieszkań rocznie pomiędzy wariantami, natomiast różnice w poziomach cen do 2000 zł za 1m².
- Zakładając, że korzystne dla sektora będzie oddziaływanie antycykliczne, okres optymalny wejścia do strefy euro to lata 2009–2011 lub po 2015 r.

8

Sytuacja w polskim sektorze mieszkaniowym –
próba oceny ogólnej

Przeprowadzona analiza pokazuje, że dotychczas sytuację na polskim rynku mieszkaniowym determinowały czynniki krajowe, bądź też związane z tym rynkiem. Czynniki zewnętrzne oddziaływały w ograniczonej skali (dochody osób pracujących za granicą, zakupy osób zagranicznych, fundusze inwestycyjne, liberalizacja systemu bankowego), bądź pośrednio (dobra koniunktura jako funkcja akcesji do Unii Europejskiej, lokowanie środków w nieruchomości jako podążanie za światowymi trendami). Również analiza sytuacji na międzynarodowych rynkach na przestrzeni ostatnich lat pokazuje, że obok krajów o wysokiej aprecjacji cen nieruchomości występują kraje o względnej ich stabilności, co wynika z absorpcji skutków poprzednich kryzysów nieruchomościowych (Japonia, Szwajcaria, Niemcy). Zatem w przypadku cyklu oraz kryzysu podstawowe znaczenie mają czynniki wewnętrzne, natomiast import kryzysu jest możliwy w sytuacji już istniejących silnych napięć wewnętrznych. **Jeśli więc podstawowym motorem zmian na rynku Polski będą czynniki wewnętrzne, to wrażliwość na zmiany otoczenia zewnętrznego może wzrosnąć z uwagi na wysoki poziom nierównowagi na niektórych rynkach i związaną z tym ich większą wrażliwością na chwilowe zmiany popytu, które mogą wynikać ze zmiany nastawienia inwestorów i innych uczestników rynku (sektor bankowy, instytucje nadzorcze).** Dobrym przykładem takiego oddziaływania są najnowsze doświadczenia USA i Unii Europejskiej, gdzie pod wpływem pierwszego szoku na rynku *subprime* zmieniło się postrzeganie ryzyka papierów wartościowych opartych na tych instrumentach. W konsekwencji system finansowy podlega zaburzeniom płynności, gdyż znacząco spadła liczba podmiotów po obu stronach Oceanu chcących trzymać w portfelach lub finansować ryzykowne instrumenty uznawane uprzednio za dobre.

Konsekwencją ewentualnej drugiej fali bankructw na rynku amerykańskim mogłaby być znacząca redukcja popytu na polskim rynku mieszkaniowym zarówno ze strony banków, jak też podmiotów inwestujących w Polsce, co spowodowałoby przyspieszenie bądź pogłębienie fazy spadkowej na tym rynku.

Doświadczenia cykli oraz próba ich symulacji pokazują też, że jeżeli rynek nie jest zbyt mocno i spekulacyjnie finansowany przez system finansowy, to załamanie może być głównie funkcją wzrastającej podaży i mieć w miarę łagodny przebieg. Również faza rozwoju może trwać wiele lat. **Bardzo ostre tempo wzrostu cen w Polsce na przestrzeni ostatnich dwóch lat oraz występujące na nim napięcia powodują jednak, że prawdopodobieństwo wieloletniej fazy wysokiej koniunktury jest niewielkie. Potwierdzają to przeprowadzone symulacje rynku.**

W mniejszym zakresie będą, zapewne, oddziaływać na polski sektor mieszkaniowy konsekwencje makroekonomiczne załamania na rynku amerykańskim.

Bardziej pesymistyczne warianty prognoz, które mogłyby się urealnić w warunkach pogłębienia kryzysu i przeniesienia go na rynek podstawowy zakładają znaczną skalę utraty aktywów hipotecznych i korekty tempa wzrostu nawet powyżej 3 pkt proc., co oznaczałoby: straty na poziomie setek miliardów dolarów, faktyczne wyhamowanie wzrostu, wzrost oszczędności, spadek inwestycji, konsumpcji i importu. Taki wariant miałby już wpływ na koniunkturę światową, w tym także polską. Jego faktyczne przełożenie na polski sektor nieruchomości, poza efektami psychologicznymi, których nie należy lekceważyć, byłoby jednak niewielkie i polegałoby głównie na większych ograniczeniach płynnościowych.

Z dostępnych informacji wynika, że **polski sektor bankowy** i szerzej: finansowy **w nieznacznym stopniu mogły być bezpośrednio zaangażowane w operacje związane z instrumentami opartymi na kredytach *subprime*, jak też z innymi instrumentami rynku hipotecznego, które mogą być narażone na ryzyko przy kolejnej fali bankructw, toteż załamanie tego rynku nie spowodowało i raczej nie spowoduje istotnych strat kapitałowych**. Większe znaczenie mogły mieć – i mogą mieć w przyszłości – efekty psychologiczne w sektorze bankowym, wśród deweloperów oraz inwestorów, zwłaszcza inwestujących na krótkie terminy.

Znaczące różnice w strukturach obydwu rynków spowodują odmienne konsekwencje wejścia w fazę załamania na rynku nieruchomości mieszkaniowych w USA i w Polsce. Jak wspomniano, skala napięć, a przede wszystkim wielkość sektora w USA, mogą przekształcić cykl na tym rynku w kryzys nieruchomościowy o znaczących konsekwencjach makroekonomicznych. W Polsce takie ryzyko na razie nie występuje, jednakże spłot niekorzystnych zjawisk może doprowadzić do strat ponoszonych przez inwestorów, deweloperów i banki. **W kraju głównym emitentem kredytów są duże banki uniwersalne finansujące się z depozytów i to one bezpośrednio poniosłyby koszty pogorszenia się jakości portfeli**. Koncentracja ryzyka w bankach ma jednak tę cechę, że pojemność systemu jest mniejsza, a ryzyko alokowane jest w sposób transparentny.

Polski sektor banków uniwersalnych jest silny kapitałowo, zwłaszcza na tle instytucji amerykańskich, **znacząco (dziesięciokrotnie) mniejsza jest też skala finansowania sektora mieszkaniowego**. Dlatego nieuchronne procesy dostosowawcze na polskim rynku spowodują dużo mniejsze konsekwencje dla sektora bankowego oraz wywołają mniejsze skutki makroekonomiczne, dalekie od utraty stabilności przez ten sektor czy przełożenia się na poważne kłopoty o charakterze makroekonomicznym. **Również w mniejszym zakresie ucierpiałby inny podmiot zwykle poszkodowany na tym rynku, tj. firmy deweloperskie, z uwagi na zaliczkowy charakter finansowania inwestycji**. Straty mogliby ponieść duży, zagraniczni deweloperzy wchodzący na rynek od niedawna i drogo kupujący gotowe projekty oraz tereny budowlane, którzy nie mają jeszcze znaczącej przedsprzedaży. Mogą oni napotkać trudności, gdy krótkookresowi inwestorzy, którzy kupili mieszkania kilka lat temu, dojdą do wniosku, że ich zyski w relacji do ryzyka są już wystarczające i wystawią na sprzedaż swoje nieruchomości w konkurencyjnych cenach. Jest to zresztą klasyczny mechanizm powodujący problemy na tym rynku. **Trudno jest natomiast oszacować pośrednie skutki kryzysu powodującego wzrost ryzyka w gospodarce**. Straty mogliby w takim przypadku ponieść konsumenci, gdyż pomimo zaliczkowego finansowania, mieszkania stanowią własność dewelopera, a w przypadku jego bankructwa wchodzi do masy upadłościowej. Bardziej jednak prawdopodobny scenariusz to nie bankructwa, lecz podwyżki cen dla dotychczasowych klientów, aby pokryć straty.

Dlatego szczególnie istotne na polskim rynku wydaje się pytanie, **w jakim stopniu popyt miał i ma charakter spekulacyjny, a w jakim fundamentalny**. Równie istotna jest **kwestia przyszłej tendencji cen na rynku**. Jeżeli przyjąć, że popyt spekulacyjny, szacowany przez system bankowy na 15–20%, w znacznej części jest inwestycją długookresową, to mało prawdopodobne wydaje się gwałtowne załamanie rynku. W takim przypadku należy raczej liczyć się z łagodnym wyhamowywaniem tempa wzrostu cen w funkcji rosnącej podaży i łagodnym charakterem załamania, polegającym na dostosowaniu ilościowym (spadek rozmiarów budownictwa i stopniowy, łagodny spadek cen niepowodujący szokowych reakcji kredytobiorców). **W przypadku większego udziału transakcji spekulacyjnych można oczekiwać zwiększonej podaży i wyhamowywania dynamiki cen na rynku, a następnie ich spadku**. Trudno jest ocenić, jak zachowają się wtedy polscy kredytobiorcy, ale doświadczenia międzynarodowe pokazują, że **należy liczyć się z pogorszeniem jakości aktywów**.

Równie istotne są przyszłe tendencje cenowe. Gdyby wysoka dynamika wzrostu cen utrzymała się przez następny rok lub dwa lata, to przy tej skali napięć ryzyko silniejszego spadku znacząco zwiększyłoby się. Dotyczyłoby to zarówno systemu bankowego, jak też deweloperów.

Cechą specyficzną polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych jest bardzo wysoki udział kredytów walutowych. Jest to charakterystyczne dla części krajów postsocjalistycznych – w starych krajach europejskich zjawisko to wystąpiło jedynie w Austrii, na nieporównywalnie mniejszą skalę. Związany z tym podstawowym problemem jest zwiększone ryzyko kursowe i stopy procentowej. Problem ryzyka kursowego polega na tym, że podstawowe teorie kursu walutowego (parytetu siły nabywczej i parytetu stóp procentowych) słabo tłumaczą krótko- i średniookresowe zmiany kursowe, które mogą być znaczące, a powodowały już problemy sektora bankowego. Kredyty te niosą ze sobą również ryzyko stopy procentowej, która jest powiązana z sytuacją gospodarczą obcego kraju i może mieć charakter procykliczny w polskiej gospodarce. Wymienione czynniki powodują, że z punktu widzenia bezpieczeństwa kredyty te należałoby zakwalifikować jako kredyty podwyższonego ryzyka.

Kredyty walutowe mają też swój udział w tworzeniu bańki cenowej na tym rynku, gdyż są formą omijania krajowej, wyższej stopy procentowej kosztem ryzyka. Jak pokazują badania omówione w dalszej części opracowania, sytuacja, w której stopy procentowe w gospodarce kształtują się poniżej stopy równowagi, prowadzi z dużym prawdopodobieństwem do przelewania się nadwyżkowej płynności na rynki mieszkaniowe i do aprecjacji cen. Sytuacja taka miała miejsce w wielu krajach, w tym w Polsce. Niższe od krajowego oprocentowanie kredytów walutowych jest dodatkowym impulsem inflacyjnym. Czynnikiem ten jest ograniczany poprzez rekomendację S (wyższe o 20% wymogi kapitałowe dla kredytów denominowanych, wysokość kredytu denominowanego nie może przekroczyć kredytu udzielanego w złotych), która została wprowadzona w 2006 r. Z informacji rynkowych wynika, że nie jest ona w pełni respektowana, a dodatkowo istnieją możliwości jej częściowego obejścia przez kredytobiorcę (kredyt denominowany, a następnie kredyty detaliczne). Konsekwencją tych zjawisk jest pewne zdyskontowanie przez rynek przyszłych skutków wprowadzenia euro, brak jest jednak danych, by móc to oszacować.

Szczególnie jednak niekorzystna wydaje się sytuacja, w której nastąpiłaby **kumulacja niekorzystnych zjawisk, takich jak: spadek cen nieruchomości, spowolnienie wzrostu gospodarczego, szok kursowy, pogłębienie problemów na rynku amerykańskim i rynkach europejskich.** Jej prawdopodobieństwo nie jest wysokie, lecz to właśnie kumulacje wymienionych czynników w warunkach napięć w gospodarce były przyczyną najpoważniejszych problemów na rynku nieruchomości.

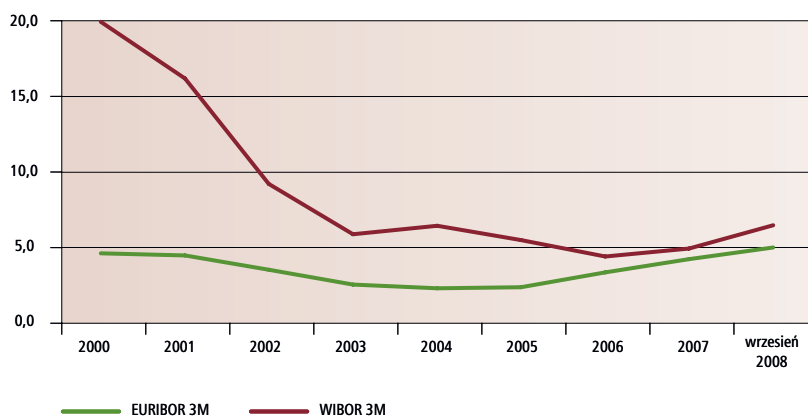
9

Próba szacunku oddziaływania kanału kredytowego
na rynek mieszkaniowy

Bezpośrednią konsekwencją przyjęcia euro może być niższy poziom stóp procentowych, co może przełożyć się na krótkookresowy wzrost cen nieruchomości. Efekt ten może zostać ukształtowany przez dwa następujące czynniki: **niższe stopy procentowe EBC** i eurorynku oraz **obniżenie marży bankowej w wyniku zaostrożonej konkurencji**. Trudno jest przewidzieć moment akcesji do euro i harmonogram dopasowywania stóp procentowych, dlatego przedmiotem analizy jest skala i konsekwencje obniżek stóp, bez konkretnego harmonogramu. W ocenie skali zjawiska bazowano na danych historycznych. Pokazują one (zob. wykresy 42, 43), że przeciętne zróżnicowanie stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro wynosi aktualnie około 2 pkt proc., natomiast przy uwzględnieniu braku synchronizacji cykli okresowe różnice dochodzą do 4 pkt proc. Wielkości te dotyczą gospodarki Polski począwszy od 2003 r., a więc okresu, gdy osiągnięto stabilizację makroekonomiczną. Trudno jest określić premię za ryzyko, natomiast marże bankowe na kredytach hipotecznych w Polsce (około 1,5 pkt proc.) są cały czas znacząco wyższe od analogicznych w strefie euro (0,5–0,9 pkt proc.). W skrajnych przypadkach różnice stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro dochodziły do 4,5 pkt proc. W opracowaniu oszacowano wpływ zmian stopy procentowej w przedziale do 4 pkt proc., zakładając, że są to różnice maksymalne, gdyż wraz z upływem czasu będą zachodziły procesy konwergencji. Założono też, że konsumenci będą się zachowywać analogicznie jak w ubiegłych latach i podobnie do zachowań konsumentów w krajach Unii Europejskiej.

Wykres 42

Stopy procentowe rynku pieniężnego w Polsce i Unii Europejskiej



Źródło: EBC, NBP.

Model

Wpływ zmian stopy procentowej szacowano kanałem kredytowym, który istotnie oddziaływał na rynku nieruchomości w całym badanym okresie. Próby szacunków kanału oddziaływania czynszów imputowanych pokazały, że trudno jest oszacować tę relację ze względu

na ograniczoną dostępność danych. Poza tym można podejrzewać, iż ze względu na brak rozwiniętych mechanizmów rynkowych na rynku najmu, trudno mówić o wyraźnej relacji pomiędzy tym rynkiem a rynkiem zakupu (sprzedaży) mieszkań oraz o ich wzajemnym, wyraźnym oddziaływaniu.

Mimo że modelowanie rozwoju rynku kredytowego jest zadaniem trudnym, autorzy podjęli próbę oszacowania skali wpływu kanału kredytowego na rynek mieszkań. Na trudności w modelowaniu rozwoju kredytów dla sektora prywatnego zwraca uwagę wielu autorów. Jako główną przyczynę wymienia się tu brak spójnej teorii ekonomicznej dotyczącej czynników ekspansji kredytowej (Brzoza-Brzezina, Chmielewski, Niedźwiedziska 2007). Najczęściej w literaturze stosuje się analizę od strony popytowej. Zakłada ona, że przyrost kredytów jest w głównej mierze funkcją dochodu (mierzonego PKB) i kosztu kredytu (mierzonego realną stopą procentową). Podejście takie można znaleźć w pracach empirycznych Calzy (2001 i 2003), Brzozy-Brzeziny (2005). W niniejszym opracowaniu również stosuje się tę metodę, zakładając dodatkowo, że sztywna podaż mieszkań nie jest najważniejszą determinantą zmiany salda kredytów. Formułując postać równania regresji, założono, że przy preferencjach konsumentów zorientowanych na mieszkania (motyw fundamentalny i spekulacyjny), saldo kredytów mieszkaniowych jest w głównej mierze funkcją zdolności kredytowej gospodarstw domowych funkcjonujących w dużych miastach i spełniających rynkowe kryteria ostrożnościowe. Zdolność kredytowa zależy w sposób nieliniowy od stopy oprocentowania kredytów mieszkaniowych i liniowo od dochodów do dyspozycji gospodarstwa domowego³. W rezultacie rozwój kredytów mieszkaniowych wyjaśniany jest bezpośrednio przez zdolność kredytową, czyli pośrednio przez stopę oprocentowania kredytów mieszkaniowych, i dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, co można zapisać jako:

$$SKM = f(ZK)$$

oraz

$$ZK = g(Y, r, A, P_{min})$$

gdzie: SKM – saldo kredytów mieszkaniowych, ZK – zdolność kredytowa, Y – dochód do dyspozycji gospodarstw domowych, r – oprocentowanie kredytów mieszkaniowych, A – średnia zapadalność kredytu mieszkaniowego, P_{min} – ekwiwalentna płaca minimalna (stanowiąca aproksymację kosztu utrzymania gospodarstwa domowego).

Następnie zaproponowano także równanie, w którym uzależniono cenę rynkową mieszkania od wielkości salda należności. Tym sposobem zmiana stopy oprocentowania kredytu mieszkaniowego, wpływając na zdolność kredytową gospodarstwa domowego, kształtuje saldo kredytów mieszkaniowych, a przez nie – cenę mieszkania. Ze względu na pojawiający się w takim podejściu problem endo- i egzogeniczności zmiennych salda i ceny, należy zweryfikować przyjęte podejście, dlatego zbadano działanie współzależne zmiennych w modelu dwurównaniowym. Model ten prognozuje stan salda i poziom cen mieszkań, opierając się na wcześniej zaproponowanych równaniach dla salda i ceny, przy czym do równania wyjaśniającego stan salda dołączono dynamikę cen z poprzedniego okresu.

Dane

Zdolność kredytowa (ZK) jest szacunkiem globalnej zdolności kredytowej gospodarstw domowych należących do grupy gospodarstw pracowniczych, pracujących na własny rachunek lub utrzymujących się z innych, niezarobkowych źródeł utrzymania, dla miast powyżej 200 tys. mieszkańców (200+). Źródłem danych o dochodach do dyspozycji gospodarstw domowych są ankietowe *Badania budżetów gospodarstw domowych* GUS z lat

³ Zdolność kredytowa jest dzisiejszą wartością zdyskontowanych transz kredytu mieszkaniowego – kredytu annuitetowego, o średniej zapadalności w danym okresie i dostępnej dla gospodarstwa domowego racie spłaty. Ratę spłaty określono jako nadwyżkę dochodu do dyspozycji gospodarstwa domowego wobec ekwiwalentnej płacy minimalnej, będącej w tym przypadku miarą kosztów utrzymania gospodarstwa domowego. Metoda ta ma przybliżyć rzeczywistą wielkość średniej raty kredytu dostępnej dla gospodarstw domowych o określonej wielkości i danym dochodzie do dyspozycji.

1997–2006. Dochody w 2007 r. wyznaczono, indeksując dochody z roku poprzedniego stopą 7,5%. Saldo kredytów mieszkaniowych (SKM) zaczerpnięto ze statystyki bankowej (źródło: NBP). Stopa oprocentowania kredytów mieszkaniowych (r) to: szacunki własne dla lat 1997–2003 oraz dane NBP dla lat 2004–2007. Średnia zapadalność kredytów mieszkaniowych (A) – szacunki własne, ekwiwalentna płaca minimalna – szacunki własne na podstawie danych MPIPS. Dane o cenach dotyczą głównych rynków miejskich w Polsce i pochodzą z bazy cen ofertowych mieszkań firmy Pont Info.

Estymacja modelu

Analiza stacjonarności zmiennych wykazała, że dla kredytów mieszkaniowych zmienna SKM jest $I(2)$ (w krótkim szeregu czasowym, 40 kwartałów, zawarte są obserwacje z okresu boomu kredytowego w ostatnich latach), natomiast zmienna zdolność kredytowa jest $I(1)$. Ze względu na zbyt krótki szereg o cenach mieszkań nie można dla tej zmiennej przeprowadzić analizy stacjonarności, dlatego zakłada się, że tak jak większość zmiennych makroekonomicznych zmienna ta jest $I(1)$.

Ostatecznie poszukiwano wektora kointegrującego dla kwartalnej zmiany salda i poziomu potencjalnej zdolności kredytowej gospodarstw domowych w okresie ostatnich dziesięciu lat (1997–2007). Ekonomiczne uzasadnienie takiego podejścia jest następujące: przyrost salda zależy od tego, jak duża jest zdolność kredytowa społeczeństwa. Wraz ze zmianą dochodu i/lub stopy procentowej zmienia się zdolność kredytowa gospodarstwa domowego, od której zależy, czy zostanie udzielony nowy kredyt powiększający saldo, czy też nie. Dynamika cen mieszkań, która najprawdopodobniej wpływa na zmianę salda, jest pośrednio uwzględniana w modelu poprzez dynamikę zmian salda. W krótkim okresie brak jest istotnej zależności pomiędzy zmianą przyrostu salda a bieżącą bądź opóźnioną wielkością przyrostu dostępności kredytu⁴. Badane zależności i symulacje są interesujące ze względu na średni i długi okres, w którym konwergencja stóp procentowych może doprowadzić do znacznego wzrostu cen nieruchomości, ponad cenę wynikającą z czynników fundamentalnych, innymi słowy – do powstania bańki cenowej na rynku mieszkań. Współczynniki modelu szacowano metodą MNK. W celu weryfikacji szacowano także model VEC. Drugie równanie, wyrażające zależność ceny mieszkania od salda, estymowano metodą MNK. Elastyczność długookresowa przyrostu salda względem zdolności kredytowej, oszacowana za pomocą modelu, wyniosła 1,5⁵. W zależności od ogólnej sytuacji gospodarczej w momencie przystąpienia do strefy euro elastyczność ta średniookresowo może być wyższa lub niższa od wyznaczonej w modelu, dlatego symulację przeprowadzono także dla elastyczności równej 1,2 oraz 1,8. Okazuje się, że prognoza z modelu równań współzależnych jest zbliżona do scenariusza pierwszego podejścia, w którym elastyczność przyrostu salda względem zdolności kredytowej jest najwyższa i wynosi 1,8. Na podstawie równania zależności ceny od salda, elastyczność długookresowa ceny względem salda wyniosła 0,77.

Wyniki symulacji

Przeprowadzono symulacje dla dwóch scenariuszy. W każdym scenariuszu podano wyniki symulacji dokonanej na podstawie trzech różniących się elastycznością wersji modelu, czwarty wynik pochodzi z modelu dwurównaniowego. Wyniki symulacji prezentują tabele 10 (scenariusz I) i 11 (scenariusz II) oraz wykresy 44–48. Za punkt wyjścia dla prognozy warunkowej przyjęto IV kw. 2007 r. Od tego momentu w kolejnych okresach (przy czym należy podkreślić, że kolejne okresy oznaczono jako kwartały lat 2008 i 2009 tylko dla ułatwie-

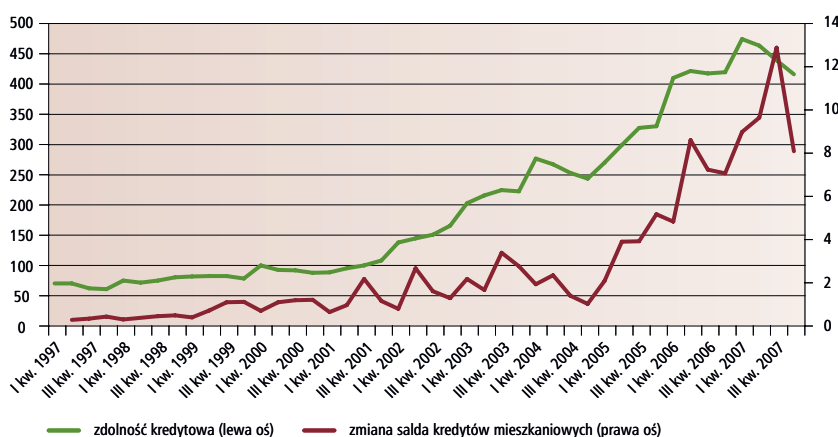
⁴ Nie udało się zbudować modelu ECM. Współczynniki modelu ECM, wyrażające zależności krótkookresowe badanych zmiennych, były nieistotne. Także różne warianty modelu VEC (różne schematy opóźnień) okazały się nieprzydatne do prognozy.

⁵ Wyniki analizy stacjonarności i kointegracji zawiera załącznik 1. Wartość wektora kointegrującego z modelu regresji i VEC są bardzo zbliżone; elastyczność długookresowa z modelu regresji wyniosła 1,5, a w modelu VEC – 1,48.

nia przeprowadzania obliczeń) zmniejszono sukcesywnie stopę oprocentowania kredytów hipotecznych o 0,5 pkt proc., różnicę pomiędzy wzrostem dochodów o 10,25% przy jednoczesnym spadku stóp procentowych kolejno od 2,5 do 4 pkt proc.

Wykres 43

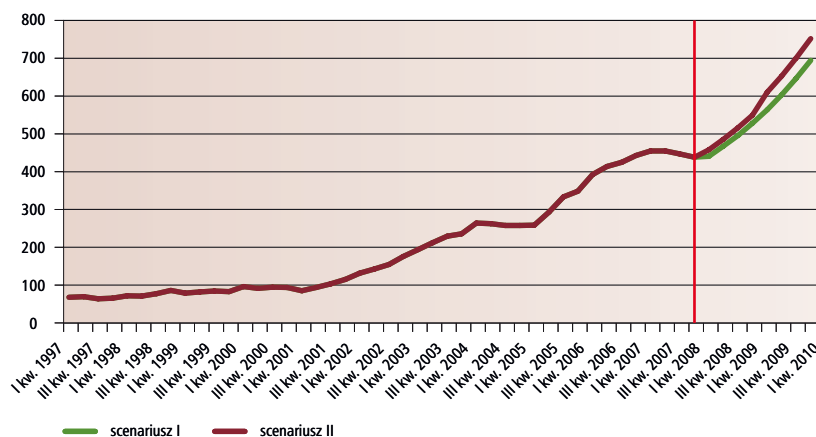
Potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych a zmiana salda kredytów mieszkaniowych (mld zł)



Źródło: szacunki NBP, dane GUS.

Wykres 44

Potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych – stan i prognoza warunkowa



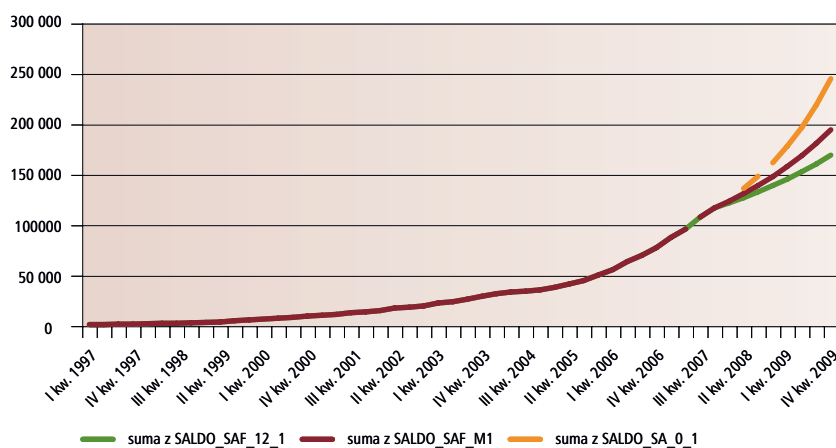
Źródło: szacunki NBP, dane GUS.

W **scenariuszu I** uwidacznia się czysty **wpływ zmiany stopy procentowej** (dochody pozostają bez zmian) na dynamikę przyrostu salda kredytów mieszkaniowych i cen mieszkań. Zmiana stopy procentowej o 2 pkt proc. do poziomu 4,74% powoduje wzrost dostępności kredytu o 21%, co przekłada się następnie na wzrost salda kredytów od 19% do 39% (dla różnych wariantów modelu) oraz wzrost cen mieszkań od 16% do 30%. Jeśli dodatkowo uwzględni się efekt podwyższenia dochodów do dyspozycji wskaźnikiem 5% (scenariusz II), to wówczas analogiczne zmiany wynoszą: zdolność kredytowa 26%, saldo kredytów 20–42%, ceny mieszkań 16–32%. W scenariuszu I (tabela 10) dochody pozostają bez zmian w stosunku do punktu wyjścia, zatem badana jest czysta zmiana salda i cen mieszkań z tytułu spadku stopy procentowej. **Scenariusz II** jest częściowo mieszanką zmiany stóp oraz dochodów i bardziej odpowiada rzeczywistej sytuacji Polski, a także do-

świadczeniom państw Unii Europejskiej. W scenariuszu II (tabela 11) dochody w czterech kolejnych okresach są większe o 5% w stosunku do punktu wyjściowego (IV kw. 2007 r.), a następnie rosną o 10,25%, w stosunku do punktu wyjścia. Zatem w scenariuszu II warunkiem prognozy dla pierwszych czterech okresów jest wzrost dochodów o 5% (do IV kw. 2007 r.) i spadek stóp procentowych od 0,5 do 2 pkt proc., a następnie wzrost dochodów o 10,25% i spadek stóp procentowych od 2,5 do 4 pkt proc. Na podstawie wyników symulacji (tabela 10 i 11) można przypuszczać, że **nawet niewielka zmiana stóp procentowych w długim okresie przełoży się na znaczny przyrost cen mieszkań**, który nie będzie miał uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych. Z drugiej strony **5-procentowy wzrost dochodu do dyspozycji nie wpływa znacząco na badane wielkości. Kanał stopy procentowej jest zatem podstawowym kanałem wpływającym na zmianę salda kredytów i cen mieszkań.**

Wykres 45

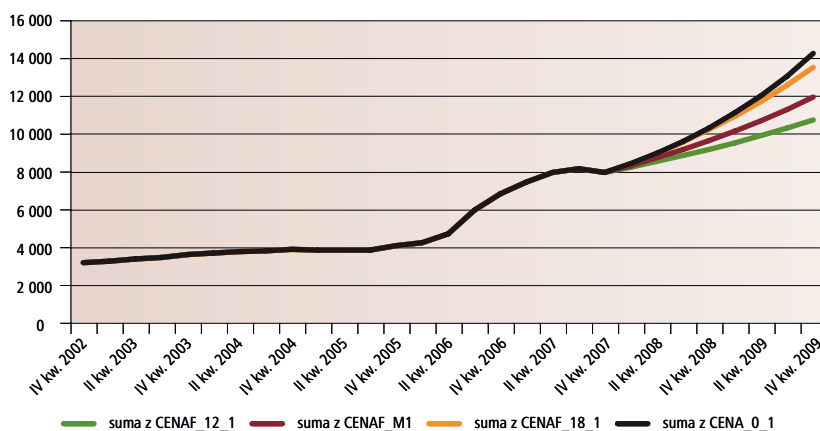
Saldo należności z tytułu udzielonych kredytów mieszkaniowych, stan i prognoza warunkowa – scenariusz I



Źródło: szacunki NBP, dane GUS.

Wykres 46

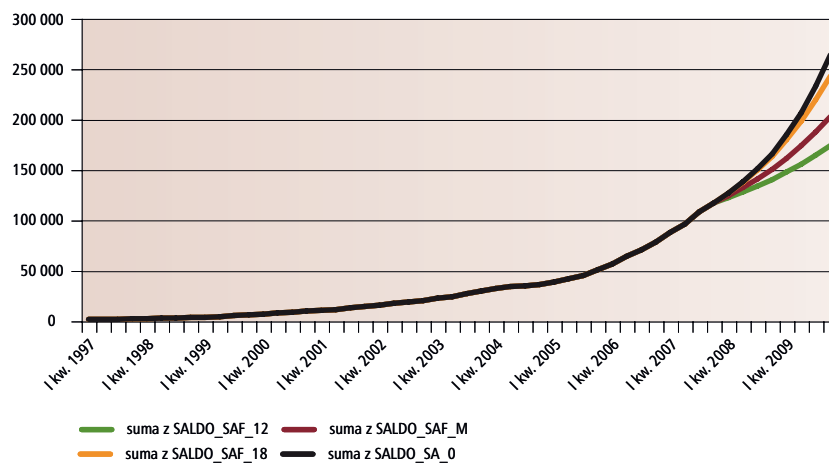
Średnia cena mieszkań (7 głównych rynków miejskich), stan i prognoza warunkowa – scenariusz I



Źródło: szacunki NBP, dane GUS.

Wykres 47

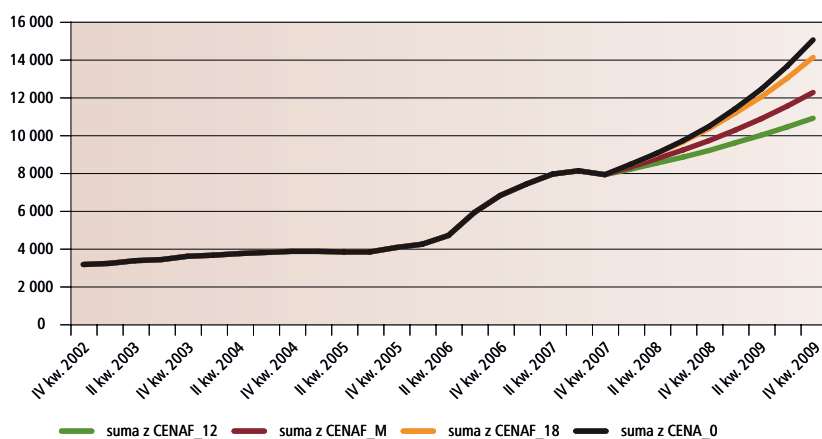
Saldo należności z tytułu udzielonych kredytów mieszkaniowych, stan i prognoza warunkowa – scenariusz II



Źródło: szacunki NBP, dane GUS.

Wykres 48

Średnia cena mieszkań (7 głównych rynków miejskich), stan i prognoza warunkowa – scenariusz II



Źródło: szacunki NBP, dane GUS.

Tabela 10

Wyniki symulacji dynamiki zmian dostępności kredytowej mieszkania, salda kredytów mieszkaniowych i cen mieszkań – scenariusz I

Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych PLN (%)	Zmiana stopy (pkt proc.)	Wskaźnik zmian dochodu do dyspozycji (baza=2007q4)	Zmiana potencjalnej zdolności kredytowej (%)	Zmiana salda; E=1,2 (%)	Zmiana cen (%)	Zmiana salda; E=1,5 (%)	Zmiana cen (%)	Zmiana salda; E=1,8 (%)	Zmiana cen (%)	Zmiana salda; (model dwurównaniowy) (%)	Zmiana cen; (model dwurównaniowy) (%)
6,74		100,0									
6,24	-0,5	100,0	1%	4%	4%	6%	5%	8%	6%	8%	6%
5,74	-1,0	100,0	7%	9%	7%	12%	10%	16%	13%	17%	13%
5,24	-1,5	100,0	13%	14%	11%	19%	15%	26%	21%	27%	21%
4,74	-2,0	100,0	21%	19%	16%	27%	21%	37%	29%	39%	30%
4,24	-2,5	100,0	29%	25%	20%	35%	28%	49%	38%	52%	40%
3,74	-3,0	100,0	38%	31%	25%	45%	35%	63%	48%	69%	52%
3,24	-3,5	100,0	48%	38%	30%	55%	42%	78%	59%	88%	65%
2,74	-4,0	100,0	59%	45%	35%	66%	51%	96%	71%	110%	80%

Tabela 11

Wyniki symulacji dynamiki zmian dostępności kredytowej mieszkania, salda kredytów mieszkaniowych i cen mieszkań – scenariusz II

Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych PLN (%)	Zmiana stopy (pkt proc.)	Wskaźnik zmian dochodu do dyspozycji (baza=2007q4)	Zmiana potencjalnej zdolności kredytowej (%)	Zmiana salda; E=1,2 (%)	Zmiana cen (%)	Zmiana salda; E=1,5 (%)	Zmiana cen (%)	Zmiana salda; E=1,8 (%)	Zmiana cen (%)	Zmiana salda; (model dwurównaniowy) (%)	Zmiana cen; (model dwurównaniowy) (%)
6,74		100,0									
6,24	-0,5	105,0	5%	4%	4%	6%	5%	8%	7%	8%	7%
5,74	-1,0	105,0	11%	9%	8%	13%	11%	18%	14%	18%	14%
5,24	-1,5	105,0	18%	14%	12%	20%	16%	28%	22%	29%	23%
4,74	-2,0	105,0	26%	20%	16%	28%	23%	40%	31%	42%	32%
4,24	-2,5	110,2	40%	26%	21%	38%	30%	54%	41%	58%	44%
3,74	-3,0	110,2	49%	33%	26%	48%	37%	69%	52%	77%	57%
3,24	-3,5	110,25	60%	40%	32%	60%	46%	87%	65%	99%	73%
2,74	-4,0	110,25	72%	48%	38%	73%	55%	108%	79%	126%	90%

Źródło: opracowanie własne.

10

Odchylenia stóp procentowych od poziomu stóp równowagi a ich wpływ na ceny nieruchomości

Omawiane wcześniej zjawiska, polegające na synchronizacji cykli na lokalnych rynkach nieruchomościowych oraz niespotykanej dotychczas aprecjacji cen nieruchomości mieszkaniowych, postawiły problem ich przyczyn makroekonomicznych, w szczególności związku pomiędzy aprecjacją cen nieruchomości a równowagą makroekonomiczną. Przeprowadzone przez OECD (2005) wstępne badania tego problemu na grupie najbardziej znanych rynków mieszkaniowych 18 krajów wykazały silną korelację pomiędzy cenami mieszkań a odchyleniami od stopy procentowej równowagi, którą w tym badaniu określała reguła Taylora. Niska stopa procentowa obniżyła koszty alternatywne oraz wycenę ryzyka, powodując boom na rynkach kapitałowych. Wyjątkiem była Wielka Brytania, gdzie brak nadmiernej płynności w gospodarce był substytuowany przez innowacje kredytowe i tworzone na tej bazie aktywa. Nadmierna płynność była transferowana kanałem kredytowym do sektora nieruchomości, powodując wzrost sald kredytowych, cen oraz inwestycji w sferze realnej. Źródłem nadmiernej płynności zwykle okazywał się bank centralny, w USA nie wystąpił wzrost agregatu M2, lecz znaczący, dwunastokrotny wzrost aktywów opartych na wierzytelnościach mieszkaniowych, a ich kreatorem okazały się spółki specjalnego przeznaczenia. Oznacza to, że przy niskich stopach procentowych sektor finansowy związany z rynkiem nieruchomości w pewnym zakresie sam wygenerował szeroki pieniądz, który doprowadził do aprecjacji cen.

Omawiane tendencje wystąpiły również na polskim rynku mieszkaniowym. Przyrosty salda kredytów mieszkaniowych i w konsekwencji wzrosty cen nieruchomości mieszkaniowych są mocno skorelowane z odchyleniami stopy procentowej od stopy nierównowagi, mierzonymi w tym przypadku luką stopy procentowej (czyli odchyleniem realnej rynkowej stopy procentowej, tj. realnym WIBOR-em 3M od stopy naturalnej)⁶. Dodatkowo występuje także silna korelacja pomiędzy luką stopy procentowej a udziałem kredytów denominowanych w walutach obcych. Oznacza to, że gdyby z różnych powodów chciano w polityce monetarnej brać pod uwagę rynek mieszkaniowy, powinna być ona skorelowana z polityką nadzorczą. W przeciwnym wypadku spadek ryzyka kredytowego związanego z rynkiem byłby, w pewnym zakresie, zastępowany wzrostem ryzyka kredytowego związanego z instrumentem.

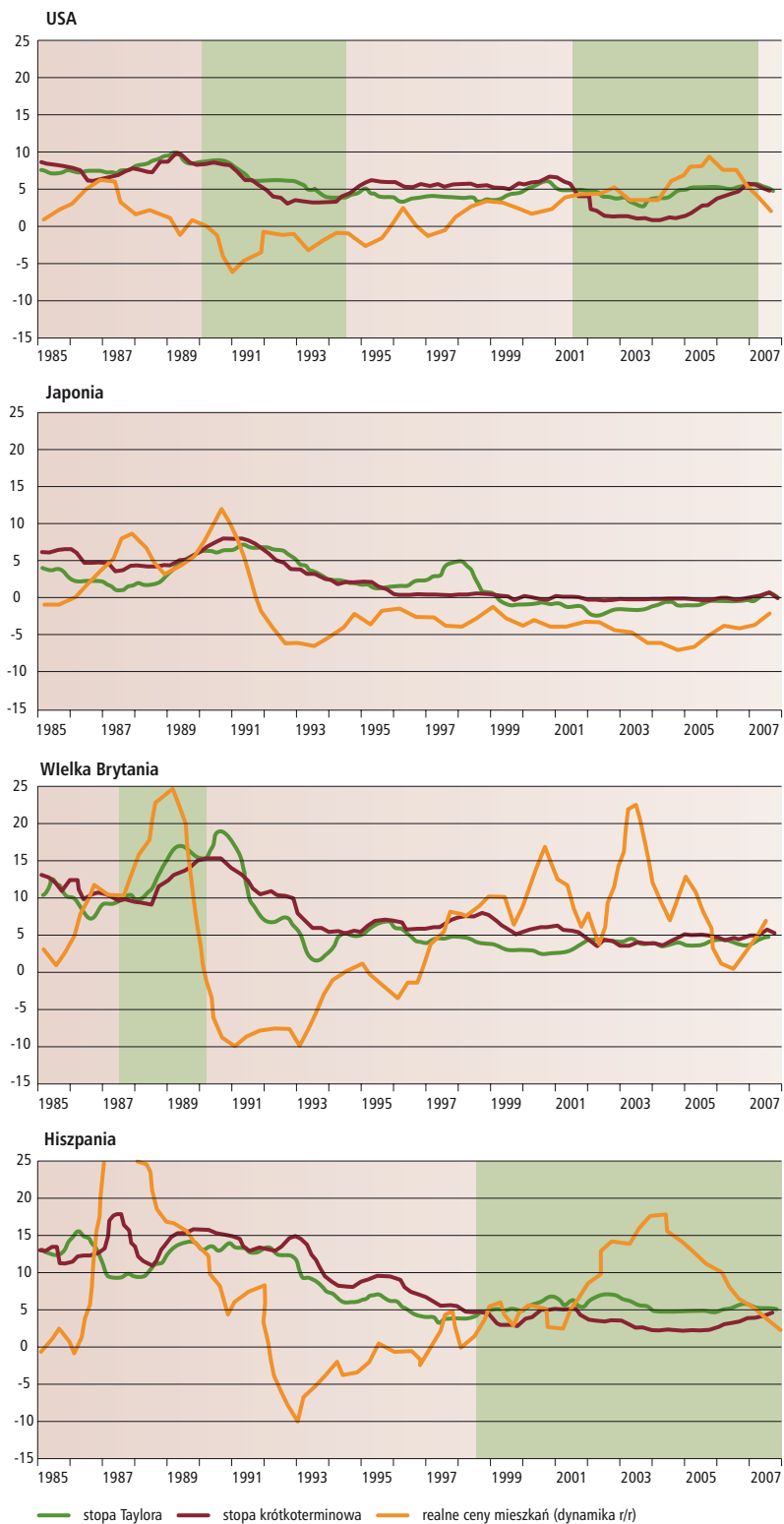
Korelacja pomiędzy luką stopy procentowej a dynamiką cen mieszkań uległa zaburzeniu w 2007 r., co można interpretować jako osiągnięty już wysoki poziom nierównowagi oraz oddziaływanie kryzysu nieruchomościowego w USA.

Trudno jest przewidzieć, w jakim stopniu wprowadzenie euro w Polsce wywoła omawiane efekty zarówno w samym momencie wprowadzenia, jak też w dłuższym okresie. Będzie to związane z różnicą stóp na rynku krajowym oraz rynku euro w momencie akcesji oraz z dopasowaniem stóp EBC do sytuacji w polskiej gospodarce w dłuższym okresie. Można też zakładać, że siła oddziaływania omawianych efektów będzie zmienna w czasie. W Polsce głównym kanałem oddziaływania jest i prawdopodobnie pozostanie kanał kredytowy, dlatego można założyć, że kwantyfikując jego oddziaływanie, jesteśmy w stanie uchwycić też część omawianego efektu.

⁶ Szacunki stopy naturalnej i jej odchylenia od rynkowej stopy realnej są autorstwa M. Brzozy-Brzeziny; szacunki niepublikowane, opracowane w ramach materiałów wewnętrznych NBP, NBP 2008.

Wykres 49

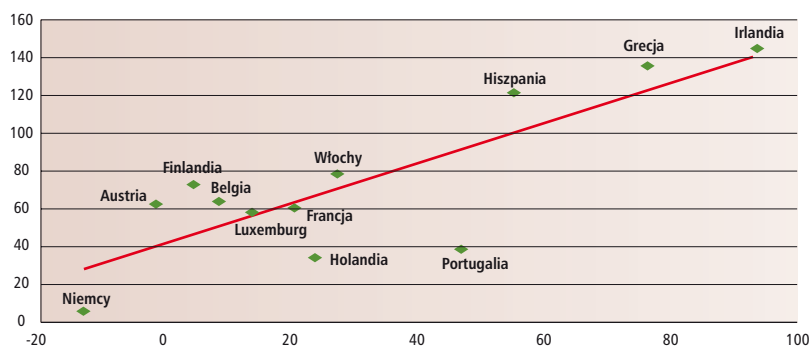
Dysparytet stopy procentowej i okresy aprecjacji cen nieruchomości w wybranych krajach



Źródło: MFW.

Wykres 50

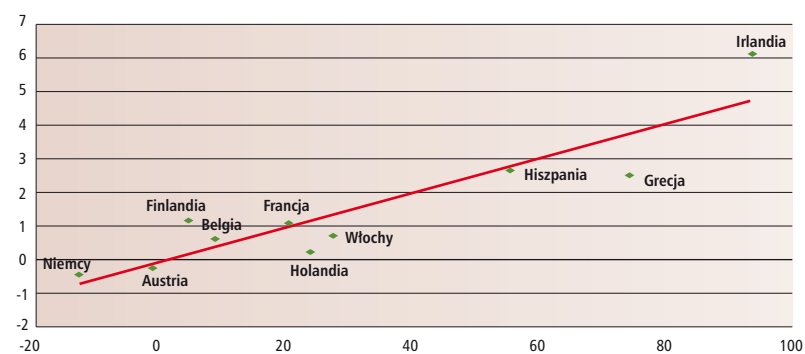
Wybrane kraje. Dysparytet stopy procentowej i kredyty mieszkaniowe
(różnica narastająco w okresie III kw. 2001 r. – IV kw. 2006 r.)



Źródło: EBC.

Wykres 51

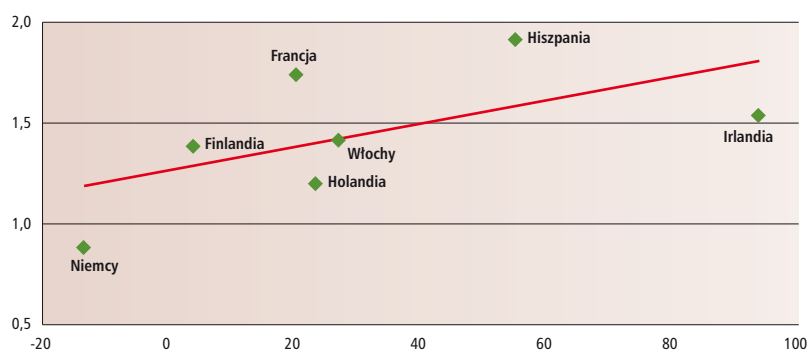
Wybrane kraje. Dysparytet stopy procentowej i inwestycji mieszkaniowych
(różnica narastająco w okresie III kw. 2001 r. – IV kw. 2006 r.)



Źródło: EBC.

Wykres 52

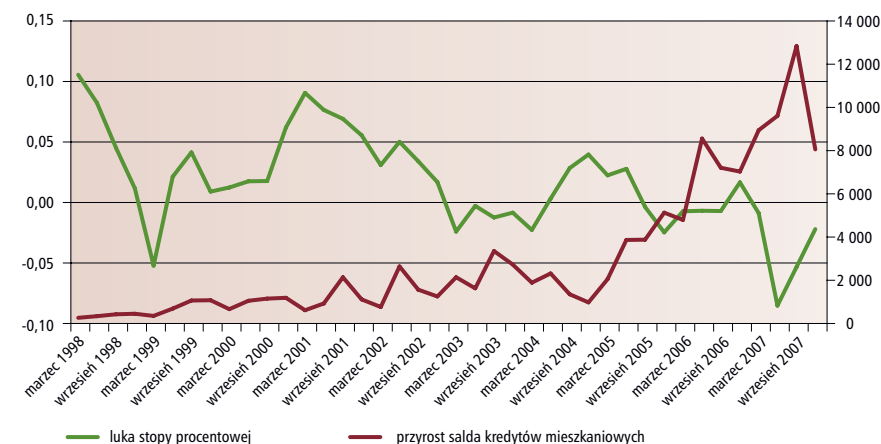
Wybrane kraje. Dysparytet stopy procentowej i cen mieszkań
(różnica narastająco w okresie III kw. 2001 r. – IV kw. 2006)



Źródło: EBC.

Wykres 53

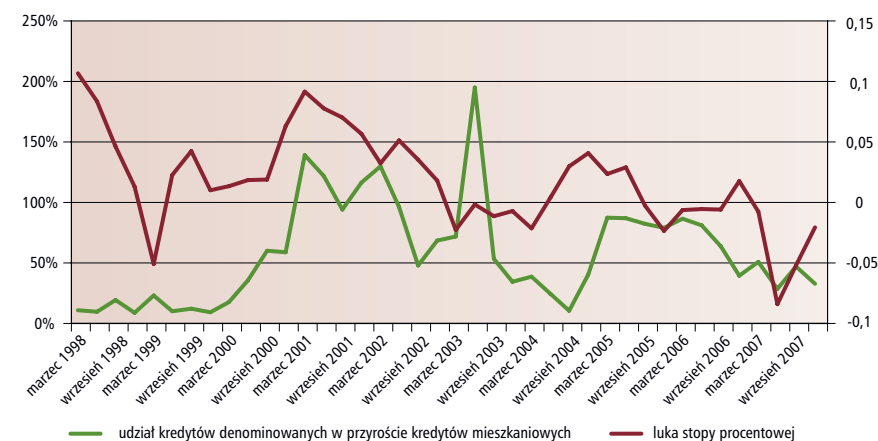
Dysparytet stopy procentowej a kwartalny przyrost salda kredytów mieszkaniowych w Polsce



Źródło: NBP.

Wykres 54

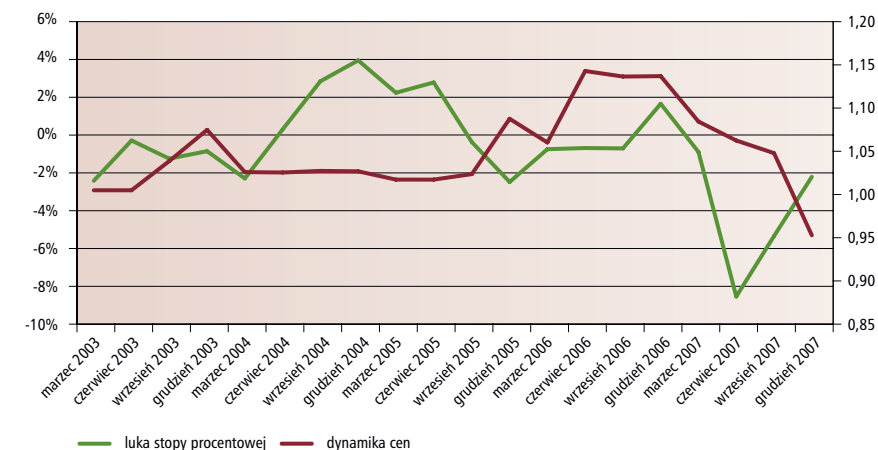
Dysparytet stopy procentowej a zmiany udziału kredytów denominowanych w Polsce



Źródło: NBP.

Wykres 55

Dysparytet stopy procentowej a dynamika cen mieszkań na rynku warszawskim



Źródło: NBP.

Wnioski końcowe

Sektor nieruchomości, przede wszystkim mieszkaniowych, w rozwiniętych krajach z gospodarką rynkową, ze względu na swoją wielkość i wielorakość powiązań, silnie oddziałuje na gospodarkę, zwłaszcza na sektor finansowy. Występuje też zależność odwrotna.

Polityka gospodarcza zarówno fiskalna, monetarna, jak i nadzorcza oraz mieszkaniowa są czynnikami silnie oddziałującymi na sektor nieruchomości mieszkaniowych również w Polsce i mającymi istotny wpływ na cykl koniunkturalny, ryzyko powstania baniek spekulacyjnych oraz ryzyko i przebieg kryzysu nieruchomościowego. W rzeczywistości polityki te nakładają się, często w sposób nieprzewidywalny, na wzajemne oddziaływanie polityki monetarnej i sektora finansowego.

Rynki finansowe silnie wpływają na współczesny sektor nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych. Oddziaływanie to jest zróżnicowane w poszczególnych rynkach krajowych oraz zmienia się w czasie. Najłatwiej kwantyfikowalne jest oddziaływanie poprzez kanał kredytowy oraz kanał czynszu imputowanego. W Polsce oddziaływanie to, ze względów historycznych, było mało istotne do 2000 r., po którym obserwujemy wzrost znaczenia kanału kredytowego (stopy procentowe, marże, kryteria ostrożnościowe banków).

Rynki nieruchomościowe rozwijają się cyklicznie. Wpływ na to mają czynniki związane zarówno z popytem, jak też podażą. Jeszcze niedawno miały one silnie narodowy charakter, obecnie sytuacja ta zmienia się za sprawą globalizacji, zwłaszcza systemu finansowego. W dalszym jednak ciągu wpływ czynników lokalnych pozostaje duży.

Bańki cenowe pojawiające się na rynku nieruchomościowym na dużą skalę są zjawiskiem relatywnie nowym, chociaż w skali lokalnej znane są od kilkudziesięciu lat, w większym stopniu dotyczyły jednak nieruchomości komercyjnych. Są związane z rozwojem systemu finansowego, w tym bankowego, oraz zmianą charakteru mieszkania jako dobra (z dobra konsumpcyjnego w dobro kapitałowe). Jakkolwiek ich definicja, istota, a nawet sam fakt istnienia są przedmiotem teoretycznych dyskusji, w praktyce przysparzają wielu problemów. Ich przyczyną jest zwykle kombinacja czynników fundamentalnych (w tym stóp procentowych) oraz zachowań zbiorowych, zaś warunkiem wygenerowania większej skali jest dostęp do finansowania. Ich negatywnymi konsekwencjami są szoki popytowe na rynkach produktów, prowadzące do złej alokacji czynników produkcji oraz straty sektora finansowego, który zwykle jest jednocześnie kreatorem i ofiarą baniek cenowych. Bańki o dużej skali mogą przerodzić się w kryzys nieruchomościowy, bądź stać się jedną z jego istotnych przyczyn.

Kryzysy nieruchomościowe są zjawiskiem powszechnym w skali globalnej, ale relatywnie rzadkim w skali kraju. Poważne kryzysy występują z reguły raz na pokolenie. Ich przyczyny są bardzo zróżnicowane i często specyficzne, mogą także występować równoległe z kryzysami gospodarczymi. Są to zazwyczaj: nadmierna kumulacja napięć w sektorze i gospodarce, często połączona z czynnikami specyficznymi dla danego rynku albo splot przyczyn. Najczęściej przez pojęcie kryzysu nieruchomościowego rozumie się kryzys finansowy o skutkach makroekonomicznych, znaczące zaburzenie rozwoju gospodarczego. Zwykle kryzys nieruchomościowy związany jest ze spekulacyjnym wzrostem cen mieszkań i zaangażowaniem sektora bankowego, może jednak występować splot innych czynników. Niektóre kryzysy nieruchomościowe miały charakter specyficzny i wynikały z błędów w samym systemie finansowym bądź w polityce gospodarczej.

Kryzysy nieruchomościowe są też do pewnego stopnia związane z **cyklami** na rynku. Kryzysy ostatnich kilkudziesięciu lat są zazwyczaj połączone z **bańkami cenowymi**. Obserwowany obecnie na najważniejszych rynkach największy w historii ostatnich kilkudziesięciu lat wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych będzie przyczyną problemów gospodarczych o zasięgu globalnym.

W **Stanach Zjednoczonych** na rynku mieszkań nastąpiło odwrócenie tendencji wzrostowych ostatnich kilku lat i pojawiły się problemy najstabszego ogniwa tego rynku – segmentu kredytów *subprime*. Trudno jest jednoznacznie ocenić, czy kryzys ten będzie stopniowo wygasł, czy też nabierze dynamiki i przeniesie się na pozostałe rynki kredytowe, a w konsekwencji na całą gospodarkę w ciągu następnych kilku lat, jakkolwiek prawdopodobieństwo takiego rozwoju sytuacji wydaje się coraz większe. Warunkiem powstrzymania kryzysu jest niedopuszczenie do znacznie większych, przekraczających 15–20% spadków cen mieszkań, co wydaje się trudne z powodu nadwyżki zasobu i mieszkań na rynku oraz wysokich cen, dwukrotnie przekraczających warunki równowagi długookresowej. Prowadziłoby to do dalszych, poważniejszych problemów gospodarczych, typowych dla kryzysu nieruchomościowego zarówno na rynku amerykańskim, jak też w gospodarce światowej. Jest to skutek jednostronnej polityki gospodarczej, forsującej wzrost gospodarczy za cenę napięć w sektorze, rosnących szybko i na dużą skalę. W konsekwencji zbyt liberalna polityka monetarna i ostrożnościowa ostatnich lat, wraz z innymi czynnikami, doprowadziła do spekulacji finansowanej kredytami hipotecznymi i mieszkaniem na nienotowaną dotychczas skalę. Można przewidywać drogą analogii historycznej oraz analizy sprzeczności na rynku USA, że FED poświęci cel inflacyjny i utrzyma niskie stopy procentowe. Można też spodziewać się łagodniejszej polityki EBC, będącej reakcją na problemy europejskich instytucji finansowych zaangażowanych na rynku w USA. Możliwy jest też wzrost skali oddziaływania kryzysu na rynki europejskie. Konsekwencje dla Polski będą makroekonomiczne (spowolnienie na świecie) i sektorowe (płynnościowe i psychologiczne).

Polski rynek nieruchomości w zasadzie nie przeszedł jeszcze pełnego cyklu w rozwiniętej gospodarce rynkowej. Dodatkowo na tle rynku amerykańskiego czy rynków europejskich znajduje się w początkowych fazach rozwoju. Brak jest więc praktycznych doświadczeń związanych z cyklem, jak też zjawiskami kryzysowymi, a wnioski można wyciągać tylko przez analogię do innych rynków i podobieństwo do zjawisk, które miały miejsce w przeszłości.

Na rynku tym od kilku lat obserwujemy duże wzrosty cen. Zjawisko to dotyczy kilku największych miast i przybrało na sile w ciągu ostatnich dwóch lat. Podstawową, bezpośrednią przyczyną jest rozwój kredytów hipotecznych przy mało elastycznej podaży. Popyt na kredyty jest przy tym funkcją zarówno czynników fundamentalnych, czy jednostronnej polityki mieszkaniowej, jak też spekulacji, która przeważa w ostatnich dwóch latach. Jednak, w konsekwencji, uruchomione zostały mechanizmy znane z rynków uznanych za zagrożone bańkami spekulacyjnymi. Również napięcia na tych rynkach w Polsce zbliżyły się do poziomu znanego z USA. Na rynku mieszkaniowym w Polsce występują też dodatkowo lokalne bariery i ryzyka. Dotychczas, pomimo zbieżności z tendencjami światowymi, podstawowymi czynnikami wyznaczającymi sytuację na rynkach krajowych były czynniki wewnętrzne. Można też przewidywać, że sytuacja ta utrzyma się i faza załamania na rynku w Polsce będzie, w podstawowym zakresie, funkcją oddziaływania czynników lokalnych oraz, w znacznie mniejszym stopniu, sytuacji na rynku mieszkań w USA i krajach Europy. W przypadku dużej skali kryzysu na rynku amerykańskim znaczące może być jednak oddziaływanie psychologiczne, pojawią się też problemy płynnościowe, związane z problemami banków matek, w tym europejskich. Na mniejszą skalę i w dłuższym horyzoncie czasowym wystąpi też oddziaływanie poprzez otoczenie makroekonomiczne. W konsekwencji można przewidywać problemy banków i spółek deweloperskich. Relatywnie niski udział portfeli hipotecznych spowoduje, że nie będzie to stanowiło zagrożenia dla stabilności systemu finansowego, jednak banki zaostrzą politykę kredytową, pogłębiając problemy na rynku. W odwrotnym kierunku, pod warunkiem utrzymania wzrostu gospodarczego, będą

oddziaływać czynniki fundamentalne, zwłaszcza wzrost dochodów i migracje. Czynniki te są jednak wrażliwe na wzrost gospodarczy. Skala załamania sektora budownictwa mieszkaniowego i jego znaczenie w Polsce nie będą na tyle istotne, aby wpływać na ogólną koniunkturę gospodarczą i decyzje w sprawie stopy procentowej. Dotyczy to również sektora finansowego, w tym głównie bankowego, ponieważ jego portfele kredytowe nie zagrażają stabilności systemu pomimo wysokiej dynamiki ostatnich lat oraz wątpliwości dotyczących jakości kredytów mieszkaniowych. Deweloperzy, którzy przeinwestowali przed fazą wywłaszczenia, a następnie spadku cen, wstrzymają rozpoczęcie nowych inwestycji, co spowoduje spadek dynamiki wzrostu i zmniejszenie liczby oddawanych mieszkań. Zjawisko to może stać się przyczyną pogarszania się jakości kredytów mieszkaniowych i ostrzejszej polityki kredytowej banków, co będzie czynnikiem ograniczającym popyt. Jak pokazują doświadczenia historyczne, faza stagnacji może trwać 2–3 lata, a w jej trakcie dojdzie do przeceny części terenów budowlanych i mieszkań. Czynniki fundamentalne popytu spowodują stopniowy spadek zapasów mieszkań, a następnie wzrost cen. Reakcja podaży trwać będzie około 3–4 lata. W konsekwencji w latach 2012–2015 można spodziewać się kolejnego boomu, przy znacząco większym zaangażowaniu sektora bankowego.

Harmonogram przyszłego cyklu można przewidywać następująco:

- 2008–2009 – faza załamania: stagnacja i spadek produkcji, spadek liczby nowych inwestycji, stabilizacja i spadek cen mieszkań;
- 2009–2010 – faza depresji: niskie ceny, niska produkcja, brak nowych inwestycji;
- 2010–2012 – faza ożywienia: wzrost cen, zwiększenie liczby nowych inwestycji;
- 2013–2015 – boom: gwałtowny wzrost cen, wzrost cen terenów, stopniowy wzrost produkcji aż do załamania.

Omawiane wcześniej czynniki powodują, że sytuacja na rynkach nieruchomościowych, również w Polsce, jest trudna do przewidzenia, zwłaszcza w odległej perspektywie. Dodatkowo wobec braku określonego terminu przyjęcia euro trudno jest przedstawić scenariusze dla najważniejszych rynków lokalnych obciążone niskim poziomem błędów, zwłaszcza w przypadku wystąpienia większych szoków na rynkach zagranicznych czy na rynku wewnętrznym.

O ile kanał czynszów imputowanych słabo oddziałuje na polski sektor mieszkaniowy, co związane jest z małym znaczeniem sektora mieszkań na wynajem, o tyle stosunkowo łatwo można oszacować siłę bezpośredniego oddziaływania kanału kredytowego.

Bezpośrednim, krótkookresowym i kwantyfikowalnym skutkiem przystąpienia do strefy euro może być wzrost siły oddziaływania kanału kredytowego w wyniku spadku stóp procentowych poniżej poziomu równoważącego polską gospodarkę. Będzie to konsekwencją powstania nadpłynności w gospodarce w skali makroekonomicznej oraz wzrostu globalnej zdolności kredytowej miejskich gospodarstw domowych, jak również względnego potaniaenia kredytu w skali mikro. Istotne znaczenie będzie miał dostęp do praktycznie nieograniczonych oszczędności Eurolandu. Można też przewidywać rosnące znaczenie kanału czynszów imputowanych, które jest efektem edukacji ekonomicznej społeczeństwa. Konsekwencje będą zależały od skali dysparytetu oraz fazy cyklu koniunkturalnego na rynku. Jeśli przystąpienie do strefy euro zbiegnie się z fazą depresji – konsekwencją będzie szybsze ożywienie, przy trafieniu w fazę boomu – konsekwencją będzie ostrzejsze załamanie jako efekt sztucznego przedłużenia fazy dobrej koniunktury, a co za tym idzie – większej skali narosłych dysproporcji (zbyt wysokich cen, nadmiernych rozmiarów budownictwa, nadmiernej akcji kredytowej), które są korygowane w następnej fazie.

Efekt wzrostu popytu konsumpcyjnego na kredyt można oszacować na podstawie teoretycznych zależności i dotychczasowych doświadczeń. Wzrost globalnej zdolności kredytowej wyznacza też potencjalną skalę możliwych baniek cenowych na tym rynku, których praktycznie osiągalne rozmiary można przewidywać tylko na podstawie doświadczeń międzynarodowych. Trzeba też wziąć pod uwagę, że po 2015 r. portfele kredytów hipotecznych w polskich bankach osiągną rozmiary istotne z punktu ich wpływu na bezpie-

czeństwo sektora bankowego (30–40% PKB, powyżej 50% aktywów bankowych). **Okresy optymalne dla przyjęcia euro z punktu widzenia rynku mieszkaniowego (o ile sprawdzą się przedstawione prognozy) to lata 2008–2010 lub czas po 2015 r.**

Efekt długookresowym, przy założeniu, że spadek stóp procentowych będzie miał przewidywany charakter, może być wzrost popytu na mieszkania, wzrost rozmiarów budownictwa i zasobu mieszkaniowego, a w konsekwencji poprawa sytuacji mieszkaniowej ludności. W dalszej perspektywie oznaczałoby to wzrost wydatków na zasób mieszkaniowy, związanych z kosztem jego bieżącego utrzymania oraz amortyzacją. Czynniki te przyczyniłyby się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Warunkiem zadziałania mechanizmów dostosowań długookresowych jest jednak uelastycznienie podaży, w tym głównie terenów budowlanych, oraz wzrost konkurencyjności w sektorze. W przeciwnym razie wzrost cen mieszkań pociągnie za sobą wzrost kosztów, w tym podwyższenie stawki renty gruntowej. W dużym stopniu usztywni to rynek mieszkań i spowoduje dalsze komplikacje na rynku pracy. Doprowadzi to do równowagi wysokich cen i niewielkich rozmiarów budownictwa, znanej ze źle działających rynków.

Do podobnych wniosków skłaniają też doświadczenia Unii Europejskiej, gdzie spadek stóp procentowych doprowadził do olbrzymiej ekspansji kredytowej i wzrostu cen mieszkań, przy relatywnie niewielkich efektach materialnych.

Omawiana sytuacja postawi nowe zadania przed polityką fiskalną, mieszkaniową oraz ostrożnościową, które (zwłaszcza polityka mieszkaniowa) będą musiały przededefiniować swoje dotychczasowe socjalne i popytowe podejście i skupić się na ograniczaniu napływu kapitału na ten rynek oraz uruchamianiu mechanizmów propodażowych. Również polityka fiskalna i polityka nadzorcza nad systemem bankowym muszą być nakierowane na ograniczanie spekulacji i ryzyka rynkowego.

Bibliografia

- Ahrend R., Cournede B., Price R. (2008): *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*. OECD Economic Department Working Paper No 597.
- Aoki K., Proudman J., Vlieghe G. (2002): *House prices, consumption and monetary policy financial accelerator approach*. Bank of England Working Paper No.169.
- Ayuso J. (2006): *House prices and rents in Spain: does the discount factor matter?* Working Papers, Banco de Espana.
- Balazas E., Mihaljek D. (2007): *Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe*. Oesterreichische Nationalbank, styczeń 2007.
- Borio C., McGuire P. (2004): *Twin peaks in equity and housing prices?* BIS Quarterly Review, marzec 2004.
- Brissimis S., Vlassopoulos (2007): *The interaction between mortgage financing and housing prices in Greece*. Bank of Greece, Working Paper No. 58, marzec 2007.
- Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedźwiedziska J. (2007): *Substitution between domestic and foreign currency loans In Central Europe. Do central banks matter?*, BIS Working Papers, listopad 2007.
- Brueggeman W., Fisher J. (1997): *Real Estate Finance and Investments*. Irwin Professional Publishing, Irwin.
- Bryx M. (2007): *Gospodarka, inwestycje, nieruchomości, podatki: konferencja naukowa z okazji Jubileuszu 60-lecia pracy naukowej i dydaktycznej oraz 80-lecia urodzin Prof. dr. hab. Witolda Bienia*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Brzoza-Brzezina M., *Lending booms in the New Unii Europejskiej Member States. Will euro adoption matter?* ECB Working Paper No. 543.
- Calza A., Gartner C., Sousa J. (2001): *Modelling the demand for loans to the private sector in the Euro Area*. BIS Working Papers No. 55.
- Calza A., Manrique M., Sousa J. (2003): *Aggregate loans to the euro area private sector*. ECB Working Paper, styczeń 2003.
- Cecchetti S. (2005): *Housing binge will have an inflation hangover*. „Financial Times”, 19.05.2005.
- Central, Eastern Europe still attract investors* (2006). „The Wall Street Journal”, 19.04.2006, s. 28.
- Dangers of great housing market delusion*. „Financial Times”, 17.04.2006, s. 4.
- Donner Ch. (2000): *Housing Policies In the European Union. Theory and Practice*. Ernst Becvar Verlag, Vienna.
- Donner Ch. (2006): *Housing Policies In Central Eastern Europe*. Donner, Vienna.
- Dubel H.J., Brzeski J, Hamilton E. (2005): *Rental Choice and Housing Policy realignment In transition – the housing post-provatization challenges In ECA Region*. World Bank.
- Dubel H.J. (2007): *Die Krise an Hypothekarkreditmarkt der USA. Empirische Analyse und Uberegungen fur Deutschland*. Verlags- und Servicegesellschaft mbH, Berlin.
- Eastern Europe is a hot property* (2006), „The Wall Street Journal”, 27.02.2006, s. 14–15.

- El Mercado inmobiliario residencial en la Unión Europea* (2006). RR. de Acuña&Asociados, Madrid.
- Eliasson L., Petursson T. (2006): *The Residential Housing Market in Iceland: Analyzing the Effects of the Recent Mortgage Market Restructuring*. Working Papers No. 29, Central Bank of Iceland.
- European Central Bank (2003): *Structural Factors in the European Union Housing Markets*, marzec 2003.
- European Central Bank (2006): *Assessing House Price Developments in the Euro Area*. ECB Monthly Bulletin, luty 2006.
- European Mortgage Federation (1998–2007): *Quarterly Review of European Mortgage Markets*.
- European Mortgage Federation (2006): *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*.
- Frankel A. (2006): *Prime or not so Prime? An Exploration of US Housing Finance in the New Century*, BIS Quarterly Review, marzec 2006.
- Girouard N., Kennedy M., Noord P., Andre Ch. (2006): *Recent House Price Developments: the Role of Fundamentals*. Economic Department Working Papers No. 475.
- Goodhart Ch. (2005): *Beyond current policy frameworks*, BIS Working Wapers No. 189.
- Goodhart Ch., Hofmann B. (2007): *House Prices and the Macroeconomy. Implications for Banking and Price Stability*. Oxford University Press, Oxford.
- Green R., Oliver T., Worley R., Wachter S. (2007): *The Housing Finance Revolution*. Materiał z konferencji „Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium”, Jackson Hole, Wyoming.
- Hale D. (2006): *The Global Driver. How Housing Is Driving the World Economy*. „The International Economy”, Vol. 20.
- Haremza W., Deadman D. (1997): *Nowa ekonometria*. PWE, Warszawa.
- Himmelberg Ch., Majer Ch., Sinai T. (2005): *Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions*. NBER Working Paper 11643.
- Hoffman B. (2001): *The Determinants of Private Sector Credit in Industrialized Countries: Do Property Prices Matter?* BIS Working Papers No. 108.
- Housing Finance in the Global Financial Market* (2006). BIS CFGS Papers No 26.
- Housing Finance Markets in Transition Economies* (2005). OECD Publishing.
- International Monetary Fund (2008): *Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, kwiecień 2008.
- International Monetary Fund (2008): *Housing and the Business Cycle*, World Economic Outlook, kwiecień 2008.
- Kiff J., Mills P. (2007): *Money for nothing and checks fo free: recent developments in US subprime mortgage markets*. MFW Working Papers, sierpień 2007.
- Larson M. (2007): *How federal Regulators, lenders, and Wall Street created America's Housing Crisis*. Weiss Research Inc., lipiec 2007.
- Leamer E. (2007): *Housing and the business cycle*. Working Paper for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Mishkin F. (1996): *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy*. NBER Working Paper No 5464, luty 1996.

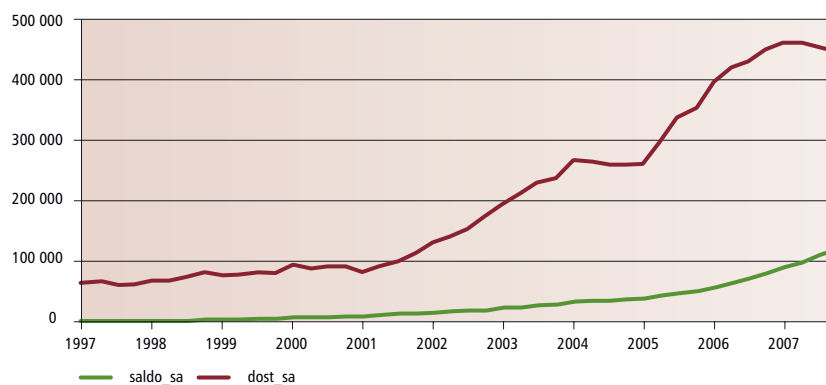
- Mishkin F. (2007): *Housing and the Monetary Transmission Mechanism*. Working Paper for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Morris I., Wang R. (2006): *A froth-finding mission. Detecting US housing bubbles*. HSBC Global Research, styczeń 2006.
- Muellbauer J. (2007): *Housing, Credit and Consumer Expenditure*. Working Paper for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming 2007.
- New treatment of AVMs in US RMBS* (2006). *Residential Mortgage Criteria Report, Fitch Ratings*, maj 2006.
- Palacin J., Shelburne R. (2006): *Is there an East European Housing Bubble?*, *Global Economy Journal*, Vol. 6, Issue 3.
- Rekomendacja S* (2006). KNF, Warszawa.
- Schiller R. (2007): *Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership*. Working Paper for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- The impact of the legal framework on the secured credit market in Poland* (2005). European Bank for Reconstruction and Development.
- The other Enron* (2006). „The Wall Street Journal”, 29.05.2006, s. 11.
- Tsatsaronis K., Zhu H. (2004): *What drives housing price dynamics: cross-country evidence*, *BIS Quarterly Review*, marzec 2004.
- Weicher J., *Rumours of America's housing bubble are hot air* (2006). „Financial Times”, 08.02.2006
- Welfe A. (1998): *Ekonometria*. PWN, Warszawa.
- World Bank (2006): *Poland. Housing finance policy note*.

Załącznik 1

Wyniki estymacji

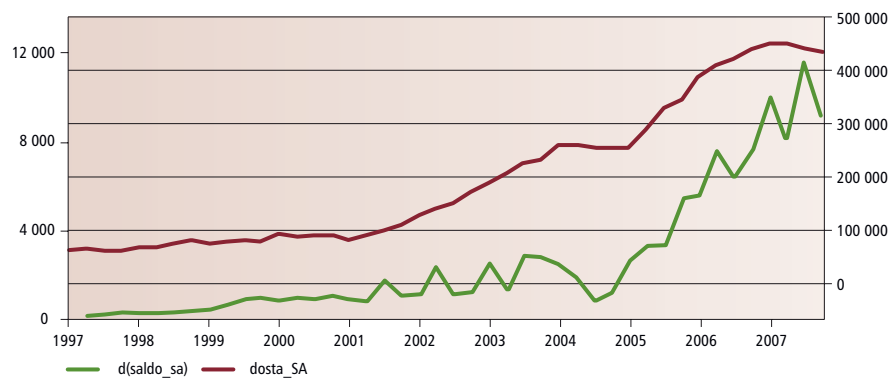
Wykres 56

Saldo kredytów mieszkaniowych i potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych



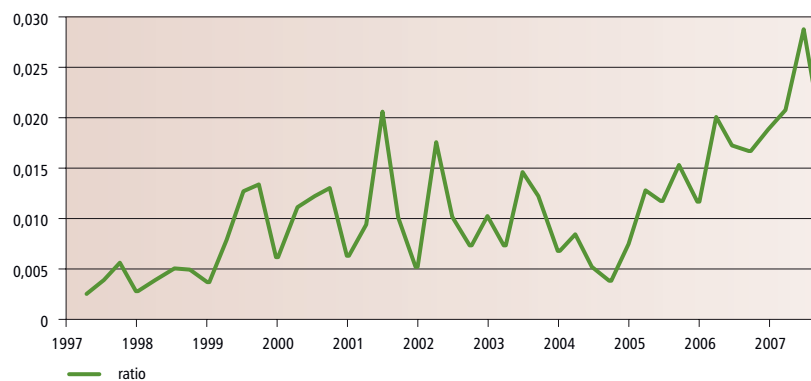
Wykres 57

Przyrost salda kredytów mieszkaniowych (lewa oś) a potencjalna zdolność kredytowa gospodarstw domowych (prawa oś)



Wykres 58

Relacja przyrostu salda i zdolności kredytowej w latach 1997–2007



Wykres 59

Logarytmy zmiennych przyrost salda i zdolność kredytowa

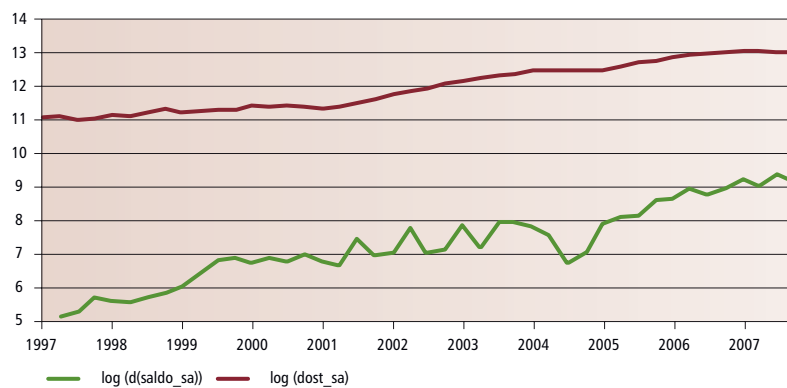


Tabela 12

Funkcja ACF i PACF poziomów zmiennej $\log(d(saldo_sa))$

Autokorelacja	Korelacja częstkowa		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. *****	. *****	1	0.866	0.866	34.588	0.000
. *****	. .	2	0.762	0.044	61.971	0.000
. *****	. *	3	0.698	0.114	85.507	0.000
. ****	**	4	0.578	-0.230	102.09	0.000
. ****	. *	5	0.510	0.132	115.35	0.000
. ***	.* .	6	0.432	-0.126	125.12	0.000
. ***	. .	7	0.340	-0.017	131.35	0.000
. **	. .	8	0.286	-0.002	135.86	0.000
. **	.* .	9	0.209	-0.078	138.36	0.000
. *	. *	10	0.170	0.117	140.05	0.000
. *	. .	11	0.152	0.003	141.46	0.000
. *	. .	12	0.102	-0.053	142.10	0.000

Tabela 13

Funkcja ACF i PACF pierwszych różnic zmiennej $\log(d(saldo_sa))$

Autokorelacja	Korelacja cząstkowa		AC	PAC	Q-Stat	Prob
*** .	*** .	1	-0.330	-0.330	4.9163	0.027
. .	** .	2	-0.152	-0.293	5.9831	0.050
. **	. **	3	0.327	0.204	11.062	0.011
*** .	*** .	4	-0.438	-0.361	20.382	0.000
. .	. .	5	0.124	-0.031	21.153	0.001
. .	. .	6	0.072	-0.145	21.423	0.002
** .	. .	7	-0.231	-0.091	24.230	0.001
. **	. .	8	0.295	0.064	28.947	0.000
. .	. .	9	-0.092	-0.027	29.423	0.001
. .	. .	10	-0.187	-0.165	31.438	0.000
. **	. .	11	0.261	0.014	35.512	0.000
** .	. .	12	-0.227	-0.132	38.676	0.000

Tabela 14

Funkcja ACF i PACF poziomów zmiennej $\log(dost_sa)$

Autokorelacja	Korelacja cząstkowa		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. *****	. *****	1	0.950	0.950	42.523	0.000
. *****	. .	2	0.896	-0.073	81.238	0.000
. *****	. .	3	0.832	-0.131	115.42	0.000
. *****	. .	4	0.762	-0.088	144.82	0.000
. *****	. .	5	0.697	0.022	170.02	0.000
. *****	. .	6	0.628	-0.070	191.02	0.000
. ****	. .	7	0.559	-0.043	208.14	0.000
. ****	. .	8	0.496	0.010	221.97	0.000
. ***	. .	9	0.429	-0.074	232.62	0.000
. ***	. .	10	0.364	-0.039	240.53	0.000
. **	. .	11	0.305	0.014	246.24	0.000
. **	. .	12	0.247	-0.038	250.09	0.000

Tabela 15

Funkcja ACF i PACF pierwszych różnic zmiennej $\log(dost_sa)$

Autokorelacja	Korelacja cząstkowa		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. .	. .	1	0.124	0.124	0.7043	0.401
. .	. .	2	0.107	0.093	1.2447	0.537
. **	. **	3	0.253	0.235	4.3370	0.227
*** .	*** .	4	-0.375	-0.471	11.330	0.023
. .	. **	5	0.106	0.258	11.901	0.036
. .	. .	6	0.042	-0.032	11.993	0.062
** .	. .	7	-0.217	-0.040	14.523	0.043
. .	. .	8	0.125	-0.124	15.387	0.052
** .	. .	9	-0.223	-0.120	18.222	0.033
. .	. .	10	-0.167	-0.022	19.864	0.031
. .	. .	11	0.153	0.134	21.283	0.031
. .	. .	12	-0.129	-0.037	22.328	0.034

Tabela 16**Testowanie stacjonarności zmiennych, test ADF, Philipsa Perrona i KPSS**

Zmienna	Model ze stałą			Model ze stałą i trendem			Model bez stałej i trendu		
	ADF	P-P	KPSS	ADF	P-P	KPSS	ADF	P-P	KPSS
log(dost_sa)	0,0029	-0,0093	0.82*	-2.12	-2.28	0.13***	2.57	3.82	--
d(log(dost_sa))	-3,48**	-5.57*	0.15	-3.43***	-5.52*	0.12***	-1.29	-4.45*	--
log(d(saldo_sa))	-1.39	-1.19	0.79*	-3.91**	-3.94**	0.09	1.89	2.29	--
d(log(d(saldo_sa)))	-4.38*	-8.93*	0.07	-4.31*	-8.82*	0.07	-8.18*	-8.19*	--

*, **, *** oznaczają, z jakim prawdopodobieństwem, odpowiednio 1%, 5% i 10%, popełniamy błąd pierwszego rodzaju odrzucając H_0 na rzecz H_1 ; wartości krytyczne testów przyjęto za McKinnon (1996); opóźnienia na podstawie kryterium informacyjnego Schwarza.

Tabela 17**Wyniki estymacji wektora kointegrującego**

Zmienna objaśniana: log(d(saldo_sa))

Metoda estymacji: MNK

Odporne błędy standardowe White'a

Zmienna	Współczynnik	Błąd standardowy	Statystyka t-Studenta	Wartość p
C	-10.78654	1.137302	-9.484326	0.0000
log(dost_sa)	1.509872	0.093735	16.10795	0.0000
R ²	0.841131	średnia wartość zmiennej objaśnianej		7.291141
Skorygowany R ²	0.837256	odchylenie standardowe zmiennej objaśnianej		1.158631
Błąd standardowy składnika losowego	0.467409	kryterium informacyjne Akaike		1.362172
Suma kwadratów reszt	8.957331	kryterium informacyjne Schwarza		1.444089
Logarytm funkcji wiarygodności	-27.28671	statystyka F		217.0742
Statystyka Statystyka Durbina-Watsona	0.766759	wartość p statystyki F		0.000000

Tabela 18**Testowanie stacjonarności reszt modelu**

Zmienna	Model ze stałą		
	ADF	P-P	KPSS
Reszty modelu	-3.47**	-3.45 **	0.11

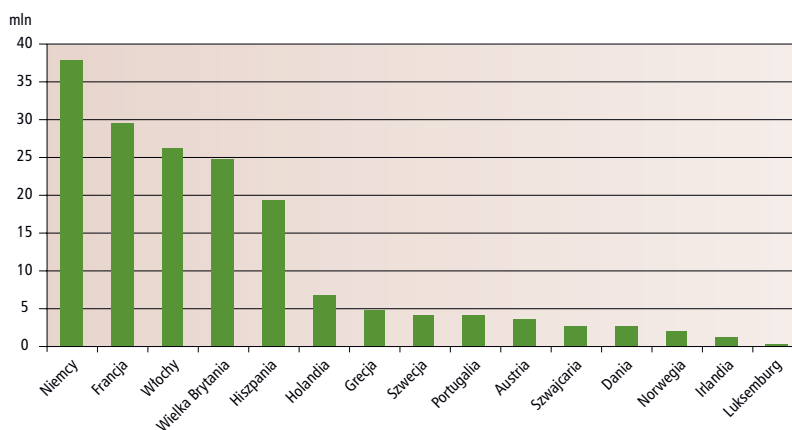
Załącznik 2

Struktura własnościowa mieszkań w Unii Europejskiej i jej potencjalny wpływ na aprecjację cen

Zasób mieszkaniowy w krajach Unii Europejskiej oraz Norwegii wynosił w 2000 r. około 170 milionów mieszkań. Najwięcej mieszkań posiadają Niemcy (37 mln, 22% całości), Francja (29 mln – 17%) oraz Włochy (26 mln – 16%), Wielka Brytania (24 mln – 14%) i Hiszpania (29 mln – 11%). Wszystkie pozostałe kraje mają poniżej 10 mln mieszkań.

Wykres 60

Zasób mieszkaniowy w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2000 r.



Dania – dane dotyczące 1992 r., Finlandia – dane dotyczące 1998 r.
Źródło: European Mortgage Federation (2006).

Globalnie w strukturze mieszkań dominują mieszkania prywatne, zamieszkałe przez właścicieli (61%), socjalne na wynajem (19%) oraz prywatne na wynajem (17%). Na pozostałe formy przypada 3%. W poszczególnych krajach struktura własności jest bardzo zróżnicowana.

Dziewięć krajów spośród szesnastu ma udział mieszkań prywatnych wyższy niż 65%. Można je podzielić na 3 grupy z punktu widzenia lokalizacji geograficznej oraz wagi sektora socjalnego i na wynajem:

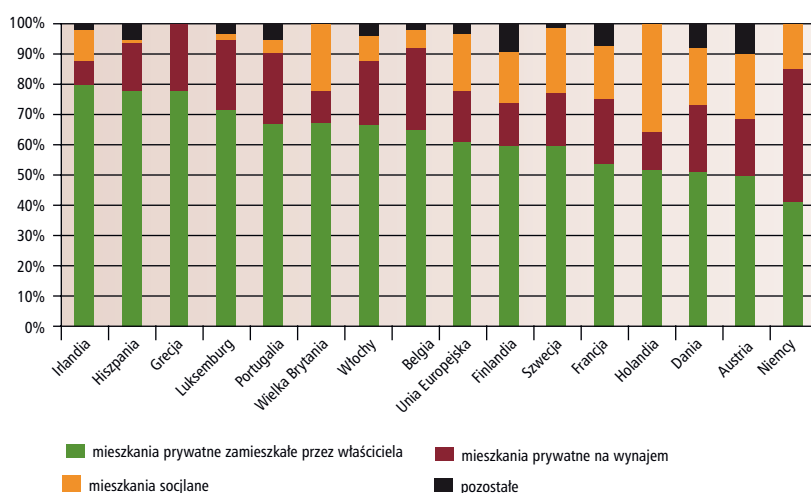
- Kraje południowe (Grecja, Włochy, Hiszpania i Portugalia), w których sektor socjalny praktycznie nie występuje, dominują natomiast mieszkania prywatne. Wielkość sektora na wynajem jest zbliżona do średniej europejskiej, ale występują różnice w stopniu regulacji prawa najemców. W krajach tych ekspansja cen dotyczy głównie Hiszpanii, w mniejszym zakresie Grecji i Włoch. W Portugalii po początkowym boomie nastąpiło wyhamowanie cen.
- Belgia i Luksemburg, podobne w tym zakresie do krajów z poprzedniej grupy, ale z dużym prywatnym zasobem na wynajem. W krajach tych nastąpiło zjawisko ekspansji cen na poziomie zbliżonym do średniej europejskiej.
- Wielka Brytania i Irlandia, gdzie sektor socjalny odgrywa tradycyjnie bardzo dużą rolę, podczas gdy sektor prywatny na wynajem jest najmniejszy w Europie. W obydwu krajach nastąpił znaczny wzrost cen.

Austria, Francja, Dania, Finlandia i Szwecja mają około 60-procentowy udział własności prywatnej, przy czym wielkość ta zawiera mieszkania spółdzielcze, których status jest tylko zbliżony do własności. W rzeczywistości udział mieszkań własnościowych jest mniejszy. W krajach tych, z wyjątkiem Austrii, wystąpiła aprecjacja cen nieruchomości mieszkaniowych.

W Holandii oraz Niemczech występuje z kolei najniższy udział mieszkań prywatnych zamieszkałych przez właścicieli. Holandia doświadczyła wzrostu cen, podczas gdy Niemcy wzrostu nie zanotowały (z wyjątkiem landów wschodnich w latach 90.).

Wykres 61

Struktura własności mieszkań w krajach Unii Europejskiej pod koniec lat 90.



Źródło: European Mortgage Federation (2006).

W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat spadł udział sektora na wynajem. Było to wynikiem wzrostu liczby ludności w wieku przejściowym, polityki państw i zmiany ich preferencji. W dyskusjach często występuje pogląd, że spadek ten był zbyt gwałtowny i przedwczesny, a w przyszłości, w związku z nowymi wyzwaniami (niepewność, dłuższa edukacja, późniejsze zakładanie rodzin, bezrobocie), sektor ten może odegrać znaczącą rolę.

Wchodząc bardziej szczegółowo w problematykę własności mieszkań od strony ekonomicznej, tj. traktując ją jako wiązkę praw, która oddziałuje z rynkiem (jest przedmiotem kosztów, dochodów, finansowania oraz obrotu), należy dostrzec, że problem ten jest bardziej skomplikowany.

Przede wszystkim pojęcie mieszkania na wynajem jest bardzo zróżnicowane w poszczególnych krajach UE. Wynika to z funkcji takiego mieszkania, które różniły się i nadal są różne w poszczególnych krajach, tak jak różnorodna była i jest polityka mieszkaniowa realizująca dostępność mieszkań oraz jej powiązania z polityką gospodarczą.

Generalnie uważa się, że mieszkanie na wynajem spełnia istotną rolę w zwiększaniu mobilności społeczeństwa oraz w zapewnieniu dostępności mieszkań dla części grup społecznych oraz dochodowych. Jego struktura instytucjonalna jest również zróżnicowana (następuje nakładanie się efektów historycznych polityk mieszkaniowych), jednak najczęściej zawiera następujące segmenty:

- Mieszkania socjalne. Jest to pojęcie bardzo pojemne (obejmujące formy, standard, finansowanie etc.), jednakże zwykle rozumie się przez nie mieszkania budowane przez lokalne samorządy i przeznaczone na wynajem dla najuboższych. W mieszkaniach tych z reguły stosuje się reglamentację czynszów.

- Mieszkania instytucji działających bez zysku. Również tutaj istnieje znaczne zróżnicowanie rozwiązań. Są one z reguły przeznaczone dla gospodarstw domowych o wyższych dochodach. W niektórych krajach istnieją specjalne programy prywatyzacji tych mieszkań dla ich mieszkańców. Zasób ten, w większości przypadków, budowany jest przy pomocy państwa, a czynsze podlegają zazwyczaj limitowaniu do kosztów utrzymania zasobu. W zasobie tym prawa lokatora są silnie chronione.
- Prywatne mieszkania na wynajem. Segment ten można dalej dzielić na budowany czysto komercyjnie oraz z pomocą państwa, jak też na tzw. stary, tj. najczęściej przedwojenny, oraz nowy. Podział ten ma również, w niektórych krajach, związek z zakresem interwencji państwa.

Omawiane segmenty mają odmienną strukturę własności i działają na podstawie odmiennych regulacji, tak więc ich oddziaływanie z rynkiem jest bardzo różnorodne.

Różnego rodzaju reglamentacje czynszów oraz duża ochrona lokatora dotyczą przede wszystkim zasobów komunalnych oraz należących do organizacji semi-publicznych, budujących mieszkania przy finansowej pomocy państwa, np. spółdzielnie, organizacje nienastawione na zysk, HLM we Francji (mieszkania o umiarkowanym czynszu) i inne. W konsekwencji rola tego zasobu jest raczej socjalna, a jego wpływ na mobilność społeczeństwa nie jest duży.

Istnieją różne formy ustalania czynszów w tym zasobie, od systemów punktowych (semi-rynkowy, punkty za poszczególne cechy mieszkania), poprzez różnie rozumiane formuły kosztowe, do decyzji lokalnych organów władzy. Pod koniec lat 80. w wielu omawianych krajach nasiliła się krytyka nierynkowych zasad funkcjonowania tego zasobu, w wyniku której następowało stopniowe przejście na formuły bardziej rynkowe, tj. takie, gdzie ceny są pewnym przybliżeniem cen rynkowych. Odbывало się to w połączeniu z systemami dodatków mieszkaniowych.

Specyficzna forma regulacji czynszów w zasobie prywatnym, należącym jednak do omawianej grupy mieszkań socjalnych, występuje w Niemczech. Istniejące tam tzw. prywatne budownictwo socjalne, tj. mieszkania na wynajem budowane przez osoby prywatne przy współudziale państwa (dotacje grantowe, subsydiowane kredyty etc.) ma bardzo wysoką jakość oraz łączy się z obowiązkiem kształtowania czynszów poniżej wartości rynkowej. Jest to jednak od początku forma dobrowolnego kontraktu zawartego na warunkach rynkowych pomiędzy państwem i osobą prywatną, dotyczącego wspólnego przedsięwzięcia, którego beneficjentami są prywatny właściciel i najemca.

W zasobie prywatnych mieszkań na wynajem, od kilkunastu już lat, znacząco liberalizuje się warunki umów, jakkolwiek w części krajów, zwłaszcza skandynawskich, zasięg oddziaływania państwa jest wciąż znaczny. Najczęściej posiadaczami prywatnego zasobu na wynajem w Europie są nadal właściciele prywatni. Następnie są to inwestorzy instytucjonalni, tj. fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe oraz inne prywatne przedsiębiorstwa. Istotną rolę odgrywają też przedsiębiorstwa nienastawione na zysk. Gwałtownie spada znaczenie zasobu zakładów pracy. Struktura ta jest jednak zróżnicowana w poszczególnych krajach:

- w Danii dominującym inwestorem są fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe;
- w Holandii udziały rozkładają się mniej więcej po równo pomiędzy inwestorów prywatnych, instytucjonalnych oraz organizacje działające na zasadach non-profit;
- w Niemczech, Hiszpanii i we Francji dominują prywatni inwestorzy (udziały 70–90%). Odgrywają oni największą rolę również w Grecji, Wielkiej Brytanii, Luksemburgu, Portugalii oraz Belgii.

Również zasób mieszkań prywatnych nie jest w krajach europejskich jednorodny. Obok budownictwa jednorodzinnego i formy kondominium (które także są zróżnicowane w poszczególnych krajach) istnieje cały szereg form mieszanych i pośrednich pomiędzy mieszkaniem własnościowym spółdzielczym w ramach kredytu hipotecznego a wynajmem

mieszkania. Dotyczy to, przykładowo, zróżnicowanych form spółdzielczości mieszkaniowej w krajach skandynawskich, finansowanej przez banki hipoteczne czy mieszkań typu HLM we Francji (z opcjami wykupu i związanymi z tym różnymi ograniczeniami).

Wydaje się zatem, że oddziaływanie pomiędzy rynkiem kredytów hipotecznych a rynkiem mieszkaniowym, skutkujące wzrostem cen mieszkań, ma bardziej złożoną naturę. Kredyty hipoteczne są instrumentem, który finansuje nieruchomości prywatne zarówno przeznaczone na wynajem, jak też do własnego użytku. Finansują one nie tylko pojedynczego konsumenta, ale również inwestora, właściciela mieszkań na wynajem, zarówno osobę fizyczną, jak też podmiot gospodarczy. Dodatkowo w wielu krajach, na przykład w Niemczech, Holandii, Szwecji, Wielkiej Brytanii, kredyty hipoteczne udzielane przez banki komercyjne finansują nieruchomości na wynajem, w tym także mieszkania o przeznaczeniu socjalnym, a skala tych programów bywa bardzo duża.

Oddzielnym problemem jest regionalny charakter rynków mieszkaniowych (przykładowo eksplozja cen w Paryżu oraz niewielka aprecjacja w części innych miast).

Reasumując, wydaje się, że istnieje związek pomiędzy strukturą własności a podatnością na bańki spekulacyjne na rynku mieszkaniowym, jednak wymaga to niezwykle szczegółowych badań zjawisk krótkookresowych, które mają zapewne ograniczoną przenoszalność. Struktura własności i związane z nią regulacje są zapewne tylko jednym z czynników oddziałujących na ten rynek (w ramach polityki mieszkaniowej), podczas gdy czynnikami silniejszymi są: polityka monetarna i/lub innowacje produktowe, polityka nadzorcza oraz subsydiowanie mieszkań prywatnych w ramach polityki mieszkaniowej. W konsekwencji nawet niewielki zasób prywatny może, w pewnych okolicznościach, być poddany silnym procesom spekulacyjnym, a w innych warunkach może stanowić stabilny rynek.

Załącznik 3

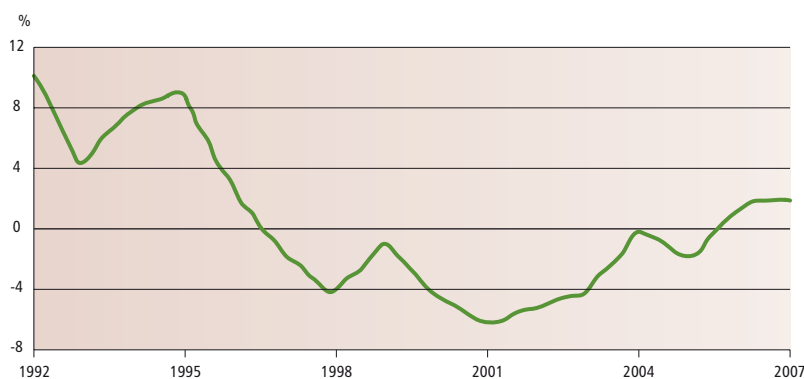
Ceny mieszkań typu apartament w Austrii

Przypadek Austrii, która podobnie jak pozostałe kraje „starej” Unii przystąpiła do strefy euro w 1999 r. (w 1999 r. w formie bezgotówkowej, a od 2002 r. w formie gotówkowej), pozornie nie potwierdza, na ogół wspólnej, zależności pomiędzy wprowadzeniem euro a aprecjacji cen mieszkań (kanał kredytowy).

Austria zanotowała znaczącą, bo sięgającą w Wiedniu 150%, dynamikę cen mieszkań w latach 1987–1994, co zakończyło się ich spadkami w kolejnych latach, znaczącym spadkiem rozmiarów budownictwa i nadwyżką podaży niesprzedanych mieszkań. W pozostałych miastach dynamika cen była zróżnicowana, a w niektórych skala apercjacji była nawet wyższa niż w Wiedniu. W 2007 r. ceny mieszkań w Wiedniu były wciąż o 14% niższe niż w szczytowej fazie cyklu. Dynamikę cen mieszkań segmentu apartamentowego w Wiedniu w omawianych latach prezentuje wykres 62, natomiast w Austrii wykres 63.

Wykres 62

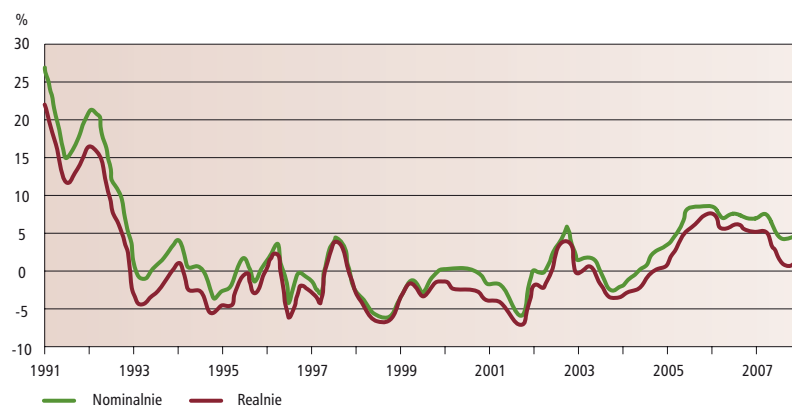
Dynamika cen mieszkań segmentu apartamentowego w Wiedniu



Źródło: Bank Centralny Austrii.

Wykres 63

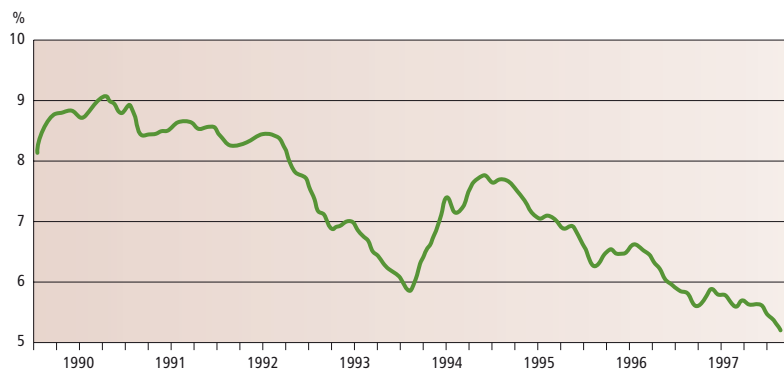
Dynamika cen mieszkań segmentu apartamentowego w Austrii



Źródło: Bank Centralny Austrii.

Bardziej pogłębiona analiza rynku austriackiego, a zwłaszcza analiza długookresowych stóp procentowych (podstawy udzielania kredytów mieszkaniowych), pokazuje, że oddziaływanie kanału kredytowego było podobne jak w pozostałych krajach Unii Europejskiej oraz że okres apercjacji cen mieszkań pokrywa się z okresem spadków stóp procentowych (wykres 64). Spadek stóp procentowych, boom na rynku i załamanie wystąpiły jednak wcześniej niż w pozostałych krajach, stąd pozorny brak powiązań.

Wykres 64
Długookresowe stopy procentowe w Austrii

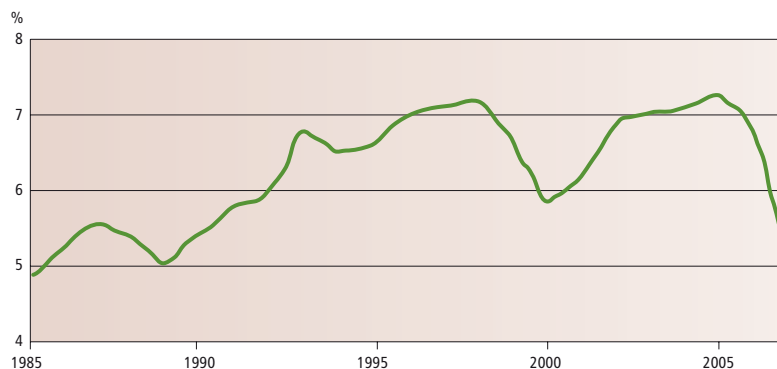


Źródło: Bank Centralny Austrii.

Znacząca skala załamania rynku oraz obawy banków spowodowały, że dopiero w ostatnim okresie mamy do czynienia z pewnym ożywieniem na tym rynku.

Załamanie rynku nieruchomości w Austrii było powiązane z ogólną koniunkturą, aczkolwiek powiązanie pomiędzy cenami mieszkań a poziomem bezrobocia nie jest bardzo silne (wykres 65).

Wykres 65
Stopa bezrobocia w Austrii



Źródło: Bank Centralny Austrii.

Załącznik 4

Ceny mieszkań typu apartament w wybranych krajach strefy euro

Analiza cen mieszkań prowadzona z punktu widzenia akcesji do strefy euro wykazuje znaczące różnice pomiędzy poszczególnymi krajami, co wynika z narodowych różnic pomiędzy tymi rynkami i zróżnicowanymi mechanizmami transmisji monetarnej. Trzeba też pamiętać, że segment apartamentów, który poddano analizie, nie jest jednolicie definiowany w tych krajach ze względu na dostępność danych – mieszkania tego segmentu charakteryzują się znacznie wyższym ryzykiem, a w konsekwencji wyższą podatnością na wahania cykliczne niż pozostałe segmenty.

Analiza pokazuje, że w grupie krajów wprowadzających euro reakcje wystąpiły głównie w trzech okresach:

- W okresie przedakcesyjnym, co na ogół wiąże się z ujednoliceniem i spadkiem stóp procentowych, ale w przypadku Niemiec związane było z polityką państwa (subsytia dla landów wschodnich, boom kredytowy, następnie załamanie). Do grupy tej można też zaliczyć Austrię.
- Po akcesji, gdzie poza czynnikiem stóp procentowych wpływ miały też pozostałe czynniki związane z wprowadzaniem euro i pozytywnymi tendencjami w gospodarce. Do grupy tej należą: Hiszpania, Luksemburg, Francja, Belgia i Irlandia.
- W okresie przedakcesyjnym, który został następnie przedłużony na okres późniejszy (Grecja, Finlandia).

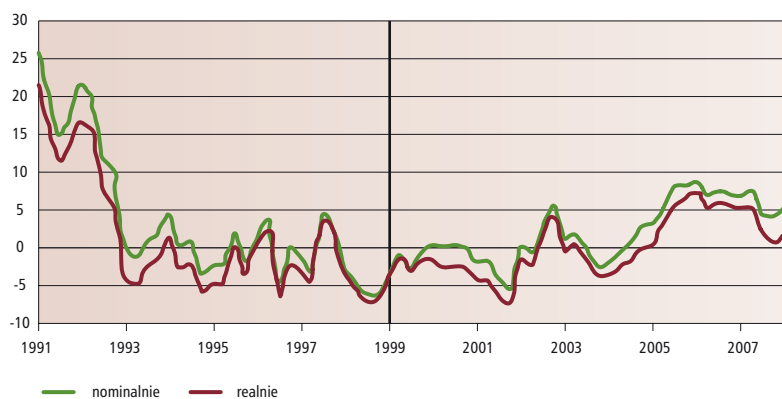
Wzrosty cen wystąpiły też w Wielkiej Brytanii, która nie przystąpiła do strefy euro, przy czym w kraju tym kanał kredytowy zadziałał specyficznie (innowacje produktowe).

Ścisłe określenie czynników sprawczych omawianych tendencji cenowych, a zwłaszcza ich skali oraz okresu występowania, wymagałoby szczegółowej analizy tych rynków.

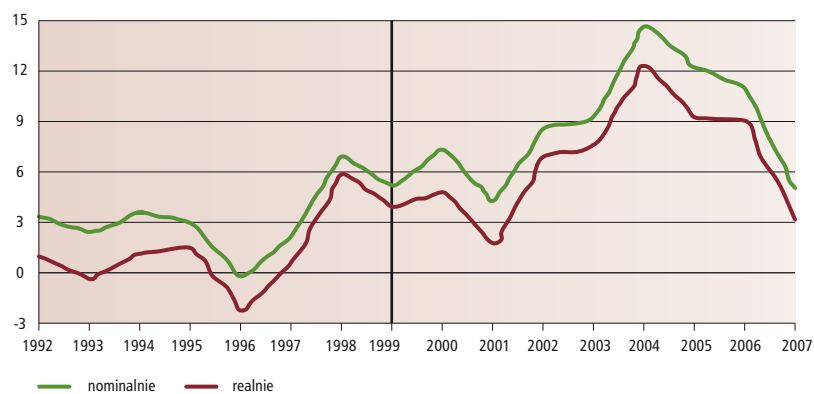
Omawiane tendencje cen prezentują wykresy 66–79; czarną, pionową kreską wskazano rok przystąpienia do strefy euro.

Wykres 66

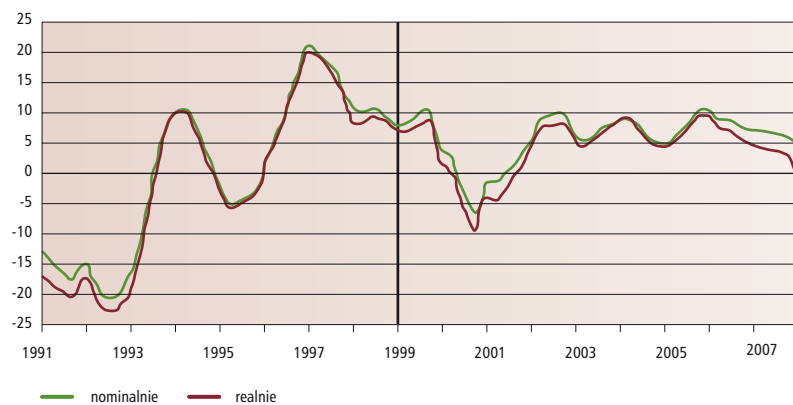
Austria – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008



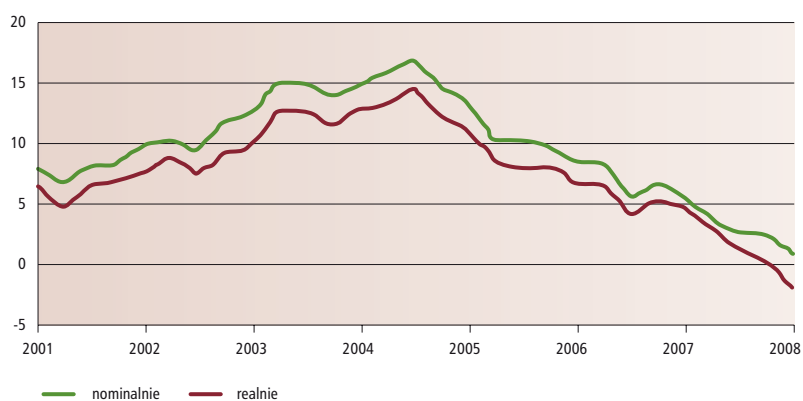
Źródło: Global Property Guide.

Wykres 67**Belgia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1992–2007**

Źródło: Global Property Guide.

Wykres 68**Finlandia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008**

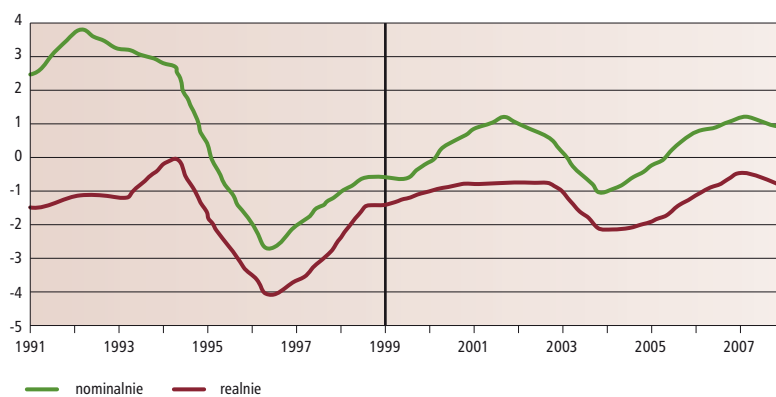
Źródło: Global Property Guide.

Wykres 69**Francja – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2001–2008**

Źródło: Global Property Guide.

Wykres 70

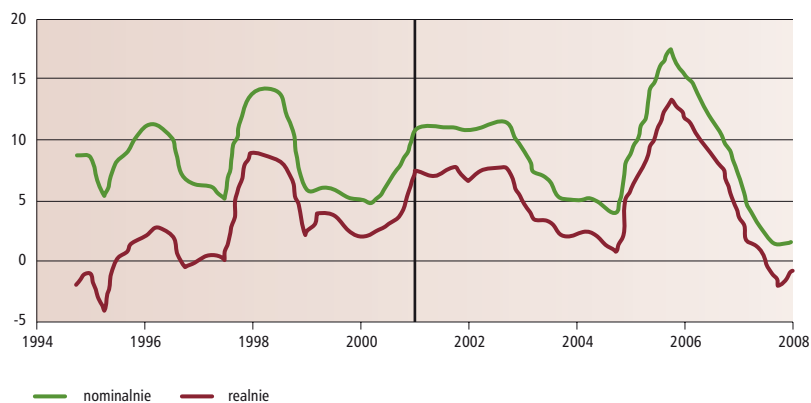
Niemcy – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2007



Źródło: Global Property Guide.

Wykres 71

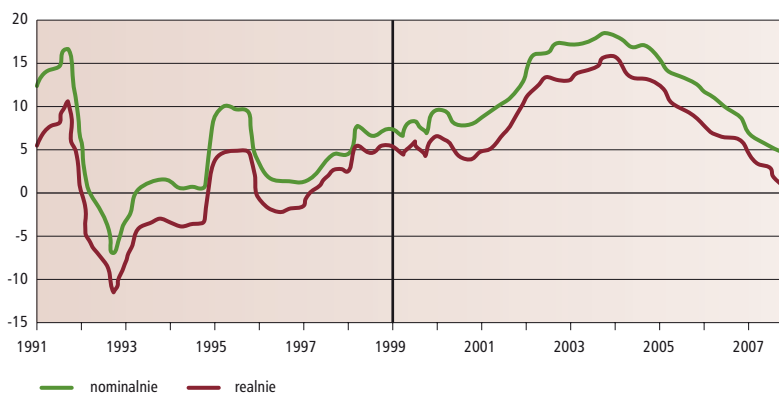
Grecja – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1994–2008



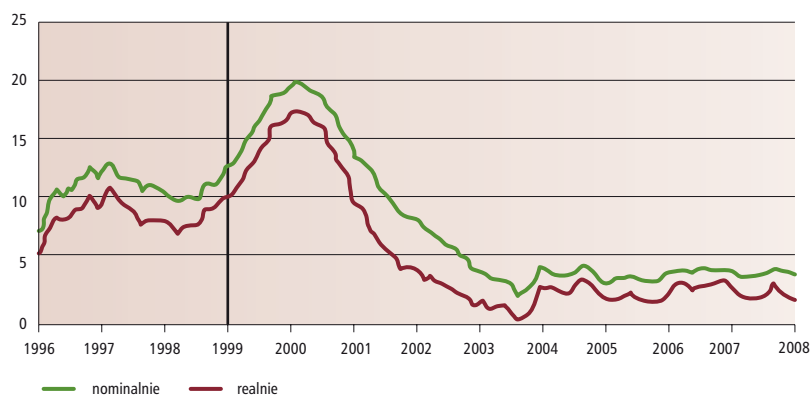
Źródło: Global Property Guide.

Wykres 72

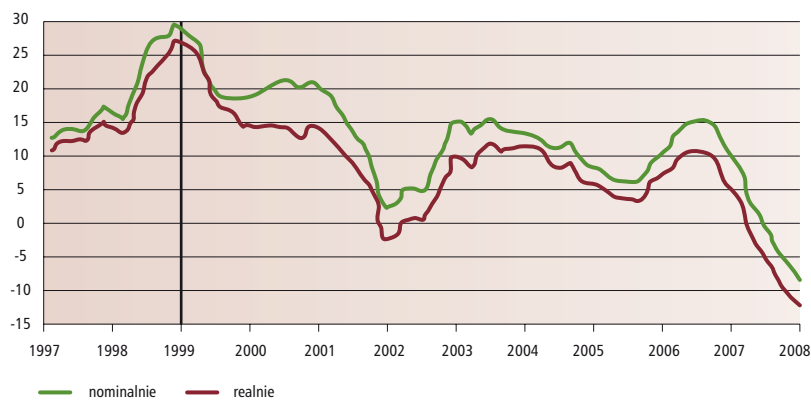
Hiszpania – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008



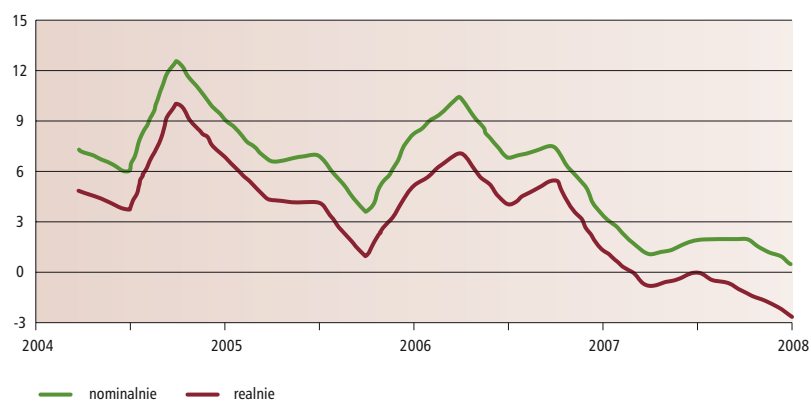
Źródło: Global Property Guide.

Wykres 73**Holandia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1996–2008**

Źródło: Global Property Guide.

Wykres 74**Irlandia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1997–2008**

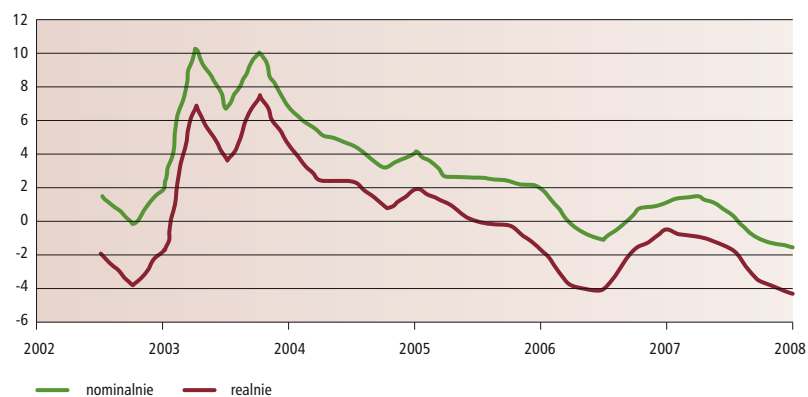
Źródło: Global Property Guide.

Wykres 75**Luksemburg – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2004–2008**

Źródło: Global Property Guide.

Wykres 76

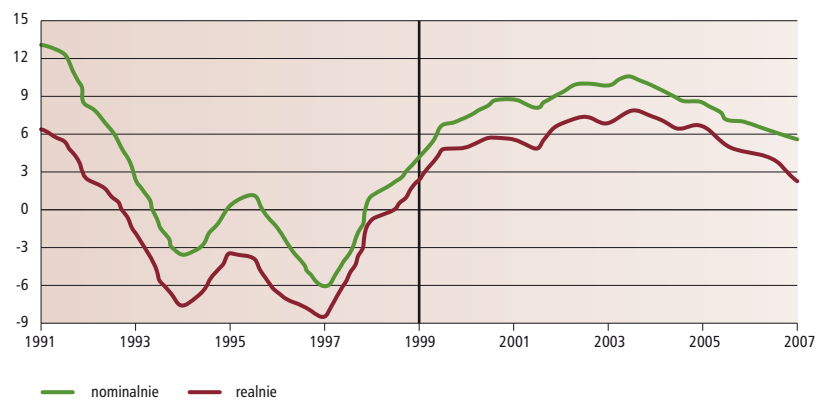
Portugalia – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2002–2008



Źródło: Global Property Guide.

Wykres 77

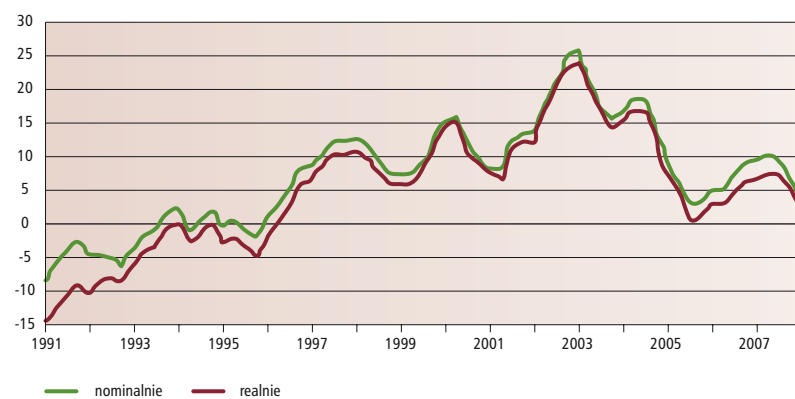
Włochy – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2007



Źródło: Global Property Guide.

Wykres 78

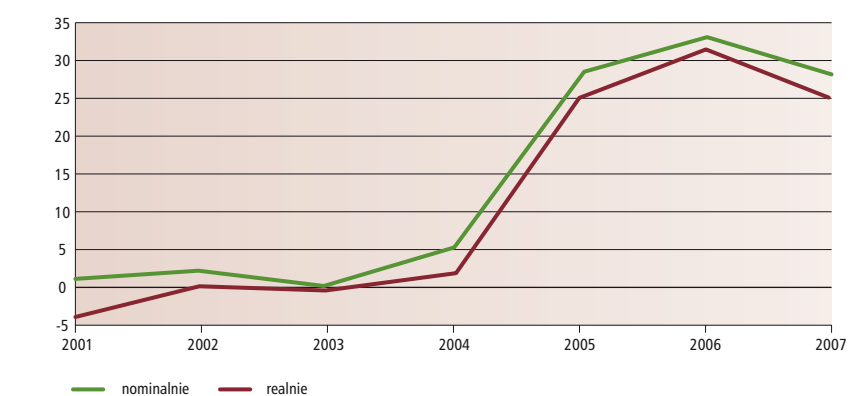
Wielka Brytania – roczna dynamika cen mieszkań w latach 1991–2008



Źródło: Global Property Guide.

Wykres 79

Polska – roczna dynamika cen mieszkań w latach 2001–2007



Źródło: Global Property Guide.