

Materiały i Studia nr 322

Rynek nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

Marcin Wagner



Materiały i Studia nr 322

Rynek nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

Marcin Wagner

**Instytut Ekonomiczny
Warszawa, 2016 r.**

Marcin Wagner – Narodowy Bank Polski; marcin.wagner@nbp.pl

Chciałbym podziękować Michałowi Rubaszkowi, którego wsparcie merytoryczne było pomocne w przygotowywaniu niniejszego opracowania.

Tekst wyraża poglądy autora, które niekoniecznie odzwierciedlają oficjalne stanowisko Narodowego Banku Polskiego.

Wydał:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
tel. +48 22 185 23 35
www.nbp.pl

ISSN 2084-6258

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2016

Spis treści

Wstęp	9
1. Charakterystyka zmian na rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro	14
1.1. Ceny nieruchomości mieszkaniowych	14
1.2. Podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych	17
1.3. Ceny nieruchomości mieszkaniowych a podaż	21
2. Czynniki wpływające na sytuację na rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro	24
2.1. Dochód gospodarstw domowych i demografia	24
2.2. Sektor finansowy	30
2.2.1 Wpływ liberalizacji rynków finansowych na dostępność nieruchomości mieszkaniowych	30
2.2.2 Charakterystyka rynku finansowego w krajach strefy euro	33
2.2.3 Wpływ pogorszenia koniunktury na rynku mieszkaniowym na sytuację finansową gospodarstw domowych	38
2.3. Rozwiązania w systemie podatkowym	40
2.4. Struktura właścicielska	43
2.4.1 Regulacje dotyczące rynku wynajmu	47
2.4.2 Warunki mieszkaniowe na rynku wynajmu	51
2.5. Prawo planowania i zagospodarowania przestrzennego oraz elastyczność podaży mieszkań	53
3. Implikacje dla sytuacji na rynku nieruchomości w Polsce	58
Podsumowanie	73
Bibliografia	76

Spis tabel

Tabela 1. Rozwiązania w systemie finansowania nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w 2007 r.	35
Tabela 2. Wybrane rozwiązania w systemie podatkowym w strefie euro w 2008 r.	42
Tabela 3. Liczba procedur i terminy wydania decyzji o pozwoleniu na budowę oraz ewidencji gruntów i budynków w krajach strefy euro w 2008 r.	54

Spis wykresów

Wykres 1. Dynamika PKB, kredytów mieszkaniowych oraz cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (% , r/r)	10
Wykres 2. Rozrzut dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (%)	12
Wykres 3. Ceny realne nieruchomości mieszkaniowych w latach 1999–2012	15
Wykres 4. Średnioroczne tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (%)	16
Wykres 5. Podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz znaczenie sektora budowlanego: a) Udział budownictwa w wartości dodanej brutto w krajach strefy euro (w %), b) Udział w budownictwa w strukturze zatrudnienia (w %), c) Udział inwestycji mieszkaniowych w PKB (w %) oraz d) Liczba ukończonych nieruchomości mieszkaniowych (2000=100)	19
Wykres 6. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do budownictwa w strefie euro w latach 2005–2008 (w mld euro)	20
Wykres 7. Średnia dynamika kosztów w budownictwie w strefie euro w latach 2001–2007 (% , r/r)	20
Wykres 8. Ceny a podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych: a) Udział budownictwa w WDB w 2007 r. i dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych (w %) oraz b) Udział inwestycji mieszkaniowych w PKB a dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych (%)	22
Wykres 9. Dynamika liczby ukończonych nieruchomości mieszkaniowych a tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych	23
Wykres 10. Dekompozycja kredytów mieszkaniowych ze względu na wiek głowy gospodarstwa domowego	26
Wykres 11. Udział osób z grupy wiekowej 25–39 lat (w %) a dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych	26
Wykres 12. Wzrost liczby populacji (1999=100)	26
Wykres 13. Udział osób z grupy wiekowej 25–39 lat (w %)	26
Wykres 14. Średnioroczne tempo wzrostu realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych per capita w latach 1999–2007	28
Wykres 15. Dekompozycja dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 1996–2006	28
Wykres 16. Dynamika kredytów mieszkaniowych i warunki kredytowe w strefie euro	32
Wykres 17. Dynamika kredytów mieszkaniowych i cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w latach 1999–2007	33
Wykres 18. Sekurytyzacja kredytów mieszkaniowych w strefie euro w 2007 r. (% udzielonych kredytów mieszkaniowych)	38

Wykres 19. Sytuacja finansowa gospodarstw domowych po 2007 r.: a) Zmiana udziału liczby osób zalegających w płatnościach hipotecznych lub wynajmu w latach 2007–2012 (w pkt proc.) oraz b) Zmiana udziału liczby właścicieli z kredytem mieszkaniowym, których wydatki mieszkaniowe przekraczają 40% dochodu do dyspozycji latach 2007–2012 (w pkt proc.)	39
Wykres 20. Indeks ulg podatkowych dla kosztów hipoteki w 2009 r.	41
Wykres 21. Struktura właścicielska na rynku nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w 2007 r.: a) Udział właścicieli i wynajmujących (w %), b) Udział właścicieli i wynajmujących osiągających dochody poniżej 60% mediany dochodów (w %)	44
Wykres 22. Struktura właścicielska a ceny nieruchomości mieszkaniowych (w %)	46
Wykres 23. Relacja cen nieruchomości mieszkaniowych do wysokości czynszów w 2007 r. (długookresowa średnia = 100)	46
Wykres 24. Regulacje dotyczące rynku wynajmu w 2009 r.: a) Indeks obrazujący warunki ustalania i podwyżek stawek czynszów (0–6, im wyższa wartość, tym wyższy stopień kontroli stawek czynszów), b) Indeks obrazujący poziom ochrony wynajmujących (0–6, im wyższa wartość, tym wyższy stopień ochrony)	50
Wykres 25. Otoczenie instytucjonalne rynku wynajmu w strefie euro: a) Indeks obrazujący poziom ochrony praw własności (2013 r.), b) Wskaźnik obrazujących poziom formalizmu w zakresie postępowań eksmisji lokatorów (2002 r.)	50
Wykres 26. Wysokość rocznego czynszu w 2009 r. (w tys. euro)	51
Wykres 27. Udział wynajmujących mieszkających w przeludnionych mieszkaniach (w %)	52
Wykres 28. Udział osób w wieku 18–34 lat mieszkających z rodzicami (2007 r.)	53
Wykres 29. Elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro na tle Stanów Zjednoczonych	56
Wykres 30. Czynniki wpływające na elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefie euro: a) Liczba dni na wydanie pozwolenia na budowę w 2008 r., b) Gęstość zaludnienia	57
Wykres 31. Ceny nieruchomości mieszkaniowych w Polsce (2006Q3=100)	58
Wykres 32. Struktura nowo podpisanych umów kredytowych na zakup mieszkania (% kw/kw)	60
Wykres 33. Oprocentowanie kredytu mieszkaniowego w 2007 r. (%)	60
Wykres 34. Dynamika dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych (% realnie)	61
Wykres 35. Liczba populacji ze względu na grupę wiekową (w mln)	61

Wykres 36. Liczb mieszkań w ofercie na rynku pierwotnym w 6 największych miastach (w tys.)	63
Wykres 37. Udział budownictwa mieszkaniowego w WDB i zatrudnionych w budownictwie w zatrudnieniu ogółem (%)	63
Wykres 38. Struktura własności mieszkań w Polsce	66
Wykres 39. Struktura portfela kredytów mieszkaniowych (%)	69

Streszczenie

Na podstawie doświadczeń krajów strefy euro omówiono wpływ czynników, które są istotne w kształtowaniu popytu mieszkaniowego, jak i funkcjonowaniu rynku nieruchomości mieszkaniowych. Od początku funkcjonowania strefy euro odnotowano tu heterogeniczność w zakresie funkcjonowania rynku mieszkaniowego. Ważną rolę odegrały tu dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, jak również czynniki demograficzne. Wzrost popytu mieszkaniowego w części państw znalazł odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki kredytów mieszkaniowych. W dużym stopniu była ona wynikiem korzystniejszych rozwiązań w systemie finansowym. Istotną rolę odegrała także polityka mieszkaniowa. Doświadczenia części państw członkowskich wskazują, że rozwinięty rynek wynajmu ogranicza presję na wzrost cen mieszkań. Odmienne polityka mieszkaniowa w krajach strefy euro przyczyniła się do powstania istotnych różnic w długości i kształcie cykli oraz ich mechanizmach. W oparciu o doświadczenia krajów strefy euro dokonano analizy polskiego rynku mieszkaniowego. Istnieją czynniki sprzyjające narastaniu nierównowag na polskim rynku mieszkaniowym. Chodzi tu głównie o ograniczenia po stronie podaży inwestycji mieszkaniowych i niski stopień rozwoju rynku wynajmu. Czynniki te mogłyby również negatywnie wpłynąć na funkcjonowanie rynku nieruchomości po przystąpieniu do strefy euro. Pojawia tu się ryzyko wystąpienia asymetrii na zmiany parametrów polityki monetarnej pomiędzy gospodarką polską a krajami członkowskimi oraz dywergencji cykli mieszkaniowych.

Słowa kluczowe: rynek nieruchomości mieszkaniowych, boom mieszkaniowy

Klasyfikacja JEL: R21, R31.

Wstęp

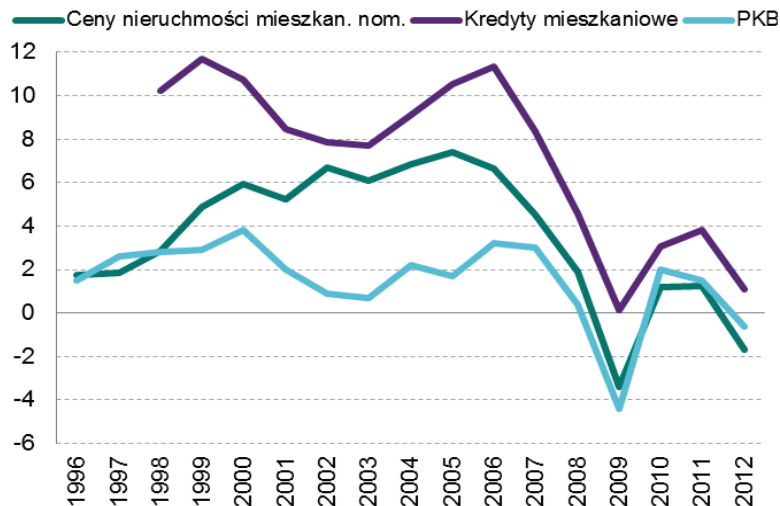
Rynek nieruchomości mieszkaniowych odgrywa ważną rolę w gospodarce narodowej. Jego nierównomierny rozwój może prowadzić do powstania nierównowag makroekonomicznych. Często też kryzysy w tym sektorze przenoszą się na całą gospodarkę. Istotny wpływ rynku nieruchomości wynika ze skali zagregowanych wydatków związanych z mieszkalnictwem, jak i jego roli w bilansach podmiotów w sektorze prywatnym. Ostatnie lata pokazały znaczenie kształtowania się cen nieruchomości mieszkaniowych dla sytuacji makroekonomicznej.

Rozpatrując rolę rynku nieruchomości mieszkaniowych w całej gospodarce powinno się rozważyć:

- relację pomiędzy rynkiem nieruchomości mieszkaniowych a sferą realną oraz stabilnością finansową,
- przyczyny powstania nierównowag na rynku nieruchomości.

Analizując rynek nieruchomości mieszkaniowych można zauważyć relację pomiędzy wzrostem gospodarczym a cenami w tym sektorze (Wykres 1). Badania wskazują, że spowolnienie gospodarcze powiązane z załamaniem na rynku nieruchomości może przyczynić się do pogłębienia recesji (Agnello i Schuknecht, 2009). Szczególnie w przypadku, gdy kraj charakteryzuje się dużym udziałem budownictwa w gospodarce. Inwestycje mieszkaniowe odgrywają wtedy istotną rolę w tworzeniu PKB, przy dużym udziale osób zatrudnionych w budownictwie, jak i silnej ekspansji kredytów mieszkaniowych. To z kolei prowadzi do rosnącego zadłużenia hipotecznego gospodarstw domowych. Pogorszenie się sytuacji na rynku nieruchomości ogranicza wtedy aktywność zarówno poprzez spadek nakładów inwestycyjnych, jak i ograniczenie konsumpcji, zagrażając także stabilności finansowej.

Wykres 1. Dynamika PKB, kredytów mieszkaniowych oraz cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (% , r/r)



Źródło: EBC, Eurostat.

Wpływ sytuacji na rynku nieruchomości na spożycie indywidualne wynika z: pracochłonności sektora budownictwa, efektu majątkowego oraz skali lewarowania podmiotów prywatnych. W związku z dużym udziałem osób zatrudnionych w budownictwie, ich zagregowany dochód wpływa na wielkość konsumpcji. Jednocześnie badania pokazują, że w części państw ma miejsce także silny efekt majątkowy (Skudelny, 2009). Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych może skłonić gospodarstwa domowe do zwiększenia wydatków konsumpcyjnych. Warto także pamiętać o popytowym efekcie sektora mieszkaniowego, który zajmuje ważne miejsce w budżetach gospodarstw domowych (Łaszek, 2002).

W państwach wysokorozwiniętych rynek nieruchomości mieszkaniowych jest wspierany rozwiniętym sektorem finansowym. Znajduje to potwierdzenie w udziale kredytów mieszkaniowych w całości aktywów w systemie bankowym. Silne powiązanie z rynkiem finansowym może z kolei prowadzić do przenoszenia kryzysów z rynku nieruchomości na całą gospodarkę. Zagrożenie dla stabilności finansowej może mieć miejsce w przypadku silnego spadku cen nieruchomości przy

zmianie warunków kredytowania oraz pojawienia się problemów gospodarstw domowych ze spłatą raty kredytu. To z kolei może prowadzić do zwiększenia się niepewności na rynkach finansowych, w wyniku której instytucje kredytowe mają utrudniony dostęp do kapitału i problemy z płynnością.

Rozpatrując rolę rynku nieruchomości mieszkaniowych w gospodarce narodowej należy rozważyć mechanizm powstania nierównowag w tym sektorze. W pewnym stopniu wynikają one z cyklicznego charakteru rynku nieruchomości, co jest związane z opóźnieniem pomiędzy reakcją podaży a zmianami popytu. W związku ze sztywną krótkookresową podażą szoki popytowe przekładają się na przyspieszenie dynamiki cen nieruchomości, generując z opóźnieniem i często nieadekwatne efekty podażowe (Łaszek et al., 2009). Ważną rolę w kształtowaniu się popytu mieszkaniowego odgrywa dostęp do „taniego kredytu”. Zwykle jest on związany z wprowadzeniem innowacji produktowych, które przyczyniają się do wzrostu popytu za cenę ryzyka (m.in. kredyty denominowane). Wzrost dostępności kredytu mieszkaniowego wspierany stopniową deregulacją sektora bankowego oddziałuje w kierunku przyspieszenia dynamiki kredytów mieszkaniowych, jednocześnie przyczyniając się do wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. W tej sytuacji banki wykorzystują wyższą wartość zabezpieczenia hipotecznego do dalszego zwiększenia akcji kredytowej. Warto tu zwrócić uwagę także na fakt, że nieruchomości mieszkaniowe, oprócz zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych pełnią również rolę aktywów na rynkach finansowych. A więc podlegają oczekiwaniom spekulacyjnym¹, które oddziałują na ceny. Czynnikiem mogącym wpływać na nierównowagę na rynku nieruchomości mieszkaniowych może być także nieadekwatna polityka mieszkaniowa powiązana ze strukturą regulacyjno-instytucjonalną. Może ona być ukierunkowana na wzrost udziału właścicielskiego poprzez:

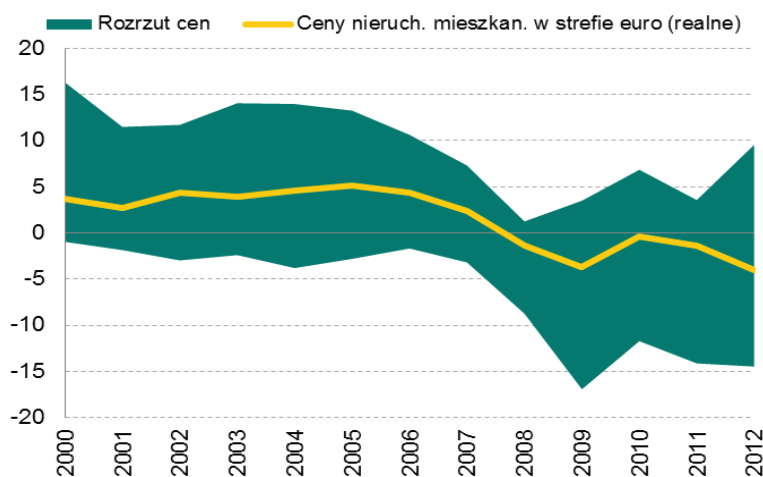
¹ Szacuje się, że udział nieruchomości mieszkaniowych nabywanych w celach spekulacyjnych przez osoby fizyczne, jak i inwestorów instytucjonalnych kształtuje się na poziomie 15-20% (Łaszek et al., 2009).

- preferencyjne opodatkowanie inwestycji mieszkaniowych,
- korzystniejsze opodatkowanie zysków od kapitału ze sprzedaży nieruchomości oraz czynszów imputowanych (*imputed rents*),
- możliwości odliczenia wydatków poniesionych na spłatę odsetek od kredytów mieszkaniowych od dochodu do opodatkowania (tzw. ulga odsetkowa).

O ile kryzysy na rynkach nieruchomości są zjawiskiem relatywnie częstym w skali globalnej, to w skali kraju mają zazwyczaj miejsce raz na pokolenie. Tyle bowiem potrzeba czasu, aby zapomnieć o złych doświadczeniach z przeszłości (Łaszek et al., 2009).

Od momentu funkcjonowania strefy euro można zauważyć silne rozbieżności w tempie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych pomiędzy państwami regionu (Wykres 2).

Wykres 2. Rozrzut dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (%)^{*}



^{*}Rozrzut cen mierzony jako rozbieżność pomiędzy największym a najmniejszym tempem wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro.

Źródło: EBC.

Celem opracowania jest próba wyjaśnienia, jakie czynniki wpłynęły na heterogeniczność funkcjonowania rynku mieszkaniowego pomiędzy państwami strefy euro. Omówione zostaną przyczyny boomu mieszkaniowego w części państw członkowskich. Rozpatrywanym okresem będą lata 1999-2012. Analizując przyczyny rozbieżności rozważać będziemy:

- czynniki popytowe (dochód do dyspozycji gospodarstw domowych, zmiany demograficzne),
- czynniki podażowe (inwestycje mieszkaniowe, wielkość zatrudnienia w budownictwie, udział budownictwa w wartości dodanej brutto, zasób mieszkaniowy, koszt użytkowania),
- strukturę właścicielską, politykę państwa (regulacje prawno-instytucjonalne, rozwiązania podatkowe, wspieranie wynajmu bądź własności),
- rozwiązania rynku finansowego (oprocentowanie kredytów mieszkaniowych: stałe *vs* zmienne, zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych, wskaźnik LtV, finansowanie akcji kredytowej przez banki).

W pierwszej części przedstawiono główne dane obrazujące aktywność na rynku mieszkaniowym w krajach strefy euro. Ze względu na istotne różnice pomiędzy państwami członkowskimi podzielono je na trzy grupy. Następnie, w rozdziale drugim, omówiono czynniki, które wpłynęły w istotnym stopniu na kształt rynku mieszkaniowego i różnice w jego funkcjonowaniu pomiędzy państwami członkowskimi. Odwołując się do doświadczeń krajów strefy euro, w części trzeciej przedstawiono wnioski dotyczące funkcjonowania rynku mieszkaniowego w Polsce, w tym w kontekście dyskusji na temat potencjalnego uczestnictwa w strefie euro.

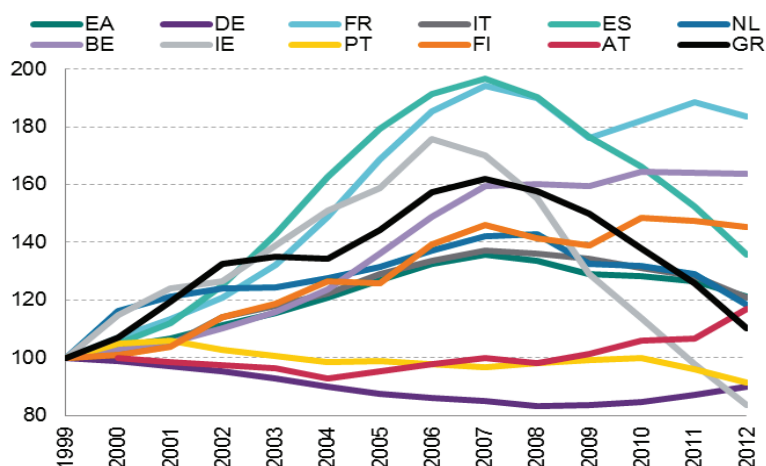
1. Charakterystyka zmian na rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro

1.1. Ceny nieruchomości mieszkaniowych

Od początku funkcjonowania strefy euro występuje silne zróżnicowanie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych między krajami członkowskimi regionu (Wykres 3 i 4). Analizując lata 1999-2012, ze względu na tempo wzrostu cen, państwa można podzielić na trzy grupy:

- Kraje o relatywnie niskiej, a niekiedy nawet ujemnej dynamice cen nieruchomości mieszkaniowych (Niemcy, Austria i Portugalia).
- Państwa, w których miał miejsce silny wzrost cen, przy czym nie przyczynił się on do dotkliwych konsekwencji makroekonomicznych (Francja, Belgia, Holandia, Finlandia i Włochy).
- Kraje o wysokiej dynamice cen nieruchomości mieszkaniowych, która przyczyniła się do powstania nierównowag, a w konsekwencji do kryzysu na rynku nieruchomości. Jednocześnie duża ekspozycja gospodarki na rynek mieszkaniowy wpłynęła na kryzys zadłużeniowy i pogłębienie się recesji gospodarczej (Hiszpania, Irlandia i Grecja).

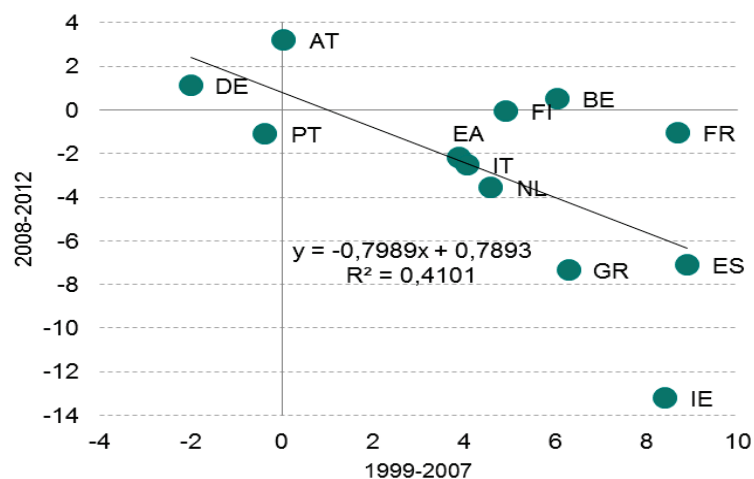
Wykres 3. Ceny realne nieruchomości mieszkaniowych w latach 1999-2012



Źródło: EBC.

Rozpatrując kraje o niskiej dynamice cen nieruchomości mieszkaniowych można zauważyć, że w Niemczech do 2008 r. ceny utrzymywały się w trendzie spadkowym. Średnioroczne tempo spadku w tym okresie wyniosło 2,0%. Dodatnia dynamika cen ma tu miejsce dopiero od 2009 r., przy czym jest ona relatywnie niska. W okresie 2009-2012 ceny rosły rocznie średnio o 2,0%. Spadek cen zaobserwowano także w Austrii, choć tu trwał on do 2004 r., a jego średnie tempo wyniosło 1,8%. Po wejściu na ścieżkę wzrostu cen, średnia dynamika wyniosła 3,0%. Na uwagę zasługuje wzrost cen w 2012 r. aż o 9,6%. Ciekawym przykładem jest Portugalia. Kraj Południa strefy euro, który przy dużej ekspozycji gospodarki na sektor budowlany w 1999 r. nie doświadczył boomu mieszkaniowego. W okresie 1999-2012 średnie tempo wzrostu cen wyniosło tu -0,6%. Ujemna dynamika w tym okresie jest głównie wynikiem spadku w 2012 i 2013 r., odpowiednio o 3,6% i 4,8%.

Wykres 4. Średnioroczne tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (%)



Uwaga: Dla Irlandii przyjęto okresy 1999-2006 oraz 2007-2012.

Źródło: EBC.

Z kolei w drugiej grupie krajów relatywnie wysokie tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych odnotowano przede wszystkim w Belgii, Finlandii i we Francji. Na uwagę zasługuje tu przede wszystkim Francja, w której dynamika cen jest porównywalna do krajów regionu, w których miały miejsce kryzysy w sektorze nieruchomości, tj. Hiszpanii, Irlandii i Grecji. Średnie tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych we Francji w latach 1999-2007 wyniosło 8,7%, przy niewielkiej korekcie po 2007 r. (spadek średnio o 1,1%). Z kolei w Belgii i Finlandii odnotowano niższą dynamikę. W latach 1999-2007 jej średnia wartość wyniosła odpowiednio 6,0% i 4,9%. Również tu korekta po szczycie była relatywnie niewielka. Średnie tempo wzrostu cen w tym okresie w Belgii wyniosło 0,5%, zaś w Finlandii -0,1%. Wzrost cen miał także miejsce w Holandii i we Włoszech, choć był on zdecydowanie niższy od tego zaobserwowanego we Francji i Belgii. Do 2007 r. średnia dynamika w Holandii wyniosła 4,6%, zaś we Włoszech 4,1%. O ile we Francji, w Belgii i Finlandii nie zaobserwowano istotnej korekty na rynku nieru-

chomości mieszkaniowych, to w przypadku Holandii i Włoch po 2007 r. odnotowano spadek cen. Wyniósł on średnio odpowiednio 3,6% i 2,5%.

Na uwagę pod kątem kształtowania się cen zasługuje przede wszystkim trzecia grupa krajów. Wysokie tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w Hiszpanii, Irlandii, jak i Grecji przyczyniło się do narastania nierównowag doprowadzając w konsekwencji do kryzysu w tym sektorze, który przeniósł się na całą gospodarkę. W Hiszpanii średnie tempo wzrostu cen w latach 1999-2007 było najwyższe w strefie euro. Wyniosło ono 8,9%. Również w Irlandii w tym okresie odnotowano wysoką dynamikę wynoszącą 8,4%². W Grecji wzrost cen był niższy. Dynamika kształtowała się tu na poziomie 6,3%. W związku z kryzysem na rynku nieruchomości w tych krajach miała miejsce silna korekta (Wykres 4). Najsilniej spadały ceny w Irlandii, gdzie ich średnie tempo spadku po szczycie wyniosło aż 13,2%. W efekcie w 2012 r. ceny irlandzkich nieruchomości mieszkaniowych były najniższe od momentu funkcjonowania strefy euro. Również w Hiszpanii i Grecji po 2007 r. ceny weszły w tendencję spadkową, choć była ona słabsza niż w Irlandii. Średnie tempo spadku w tym okresie wyniosło odpowiednio 7,1% i 7,3%.

1.2. Podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Rozpatrując aktywność w budownictwie mieszkaniowym będziemy brać pod uwagę: jego udział w WDB i strukturze zatrudnienia oraz wielkość inwestycji mieszkaniowych w relacji do PKB. Omówione zostaną się także dane dotyczące dynamiki liczby ukończonych budynków mieszkalnych, i zasobu mieszkaniowego w relacji do liczby ludności. Po przedstawieniu jak kształtowała się aktywność w tym sektorze, zostanie ona porównana do ścieżki wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Pozwoli to zobrazować jak przebiegała współzależność pomiędzy tymi kategoriami w krajach strefy euro.

² Dla Irlandii przyjęto punkt odniesienia 2006 r., ze względu na fakt, że w tym okresie przypadł najwyższy poziom cen nieruchomości mieszkaniowych.

Heterogeniczność rynku mieszkaniowego w strefie euro opisana w poprzednim podpunkcie znajduje także potwierdzenie w znaczeniu sektora nieruchomości mieszkaniowych w gospodarkach narodowych państw w regionie. W okresie szczytu na rynku nieruchomości (2007 r.) największy udział budownictwa w WDB miał miejsce w Hiszpanii, Irlandii oraz Grecji. W 2007 r. wyniósł on odpowiednio 13,4%, 9,5% i 8,0% (Wykres 5 panel a). Warto zauważyć, że już od 1999 r. był on w tych gospodarkach powyżej średniej w strefie euro. Ze względu na wysoką pracochłonność budownictwa odsetek osób zatrudnionych w tym sektorze również był istotny (Wykres 5 panel b). Na uwagę zasługują tu przede wszystkim rosnąca rola budownictwa do 2007 r. w hiszpańskiej gospodarce. Załamanie na rynku nieruchomości przyczyniło się do silnego spadku aktywności w tym sektorze, co obrazują dane dotyczące dynamiki inwestycji mieszkaniowych w tych krajach (Wykres 5 panel c i d).

Wykres 5. Podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz znaczenie sektora budowlanego: a) Udział budownictwa w wartości dodanej brutto w krajach strefy euro (w %), b) Udział w budownictwa w strukturze zatrudnienia (w %), c) Udział inwestycji mieszkaniowych w PKB (w %) oraz d) Liczba ukończonych nieruchomości mieszkaniowych (2000=100)



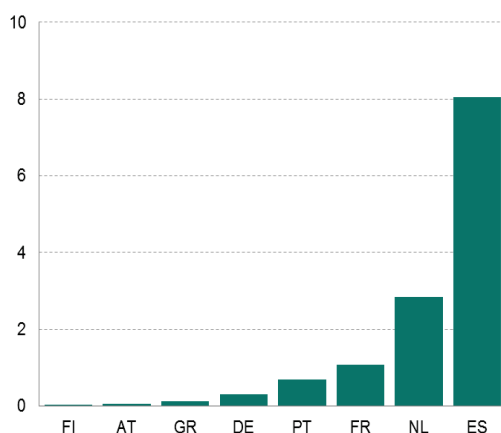
Źródło: Eurostat, AMECO, EMF (2014).

Warto wspomnieć, że inwestycje mieszkaniowe przyczyniały się do wzrostu gospodarczego w czasie boomu mieszkaniowego w Hiszpanii, Irlandii i Grecji. Do 2007 r. stanowiły one ok. 9-12% PKB, zaś w 2012 r. już jedynie 3-6%. Rozpatrując podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Hiszpanii i Irlandii należy również zwrócić uwagę na dwa czynniki:

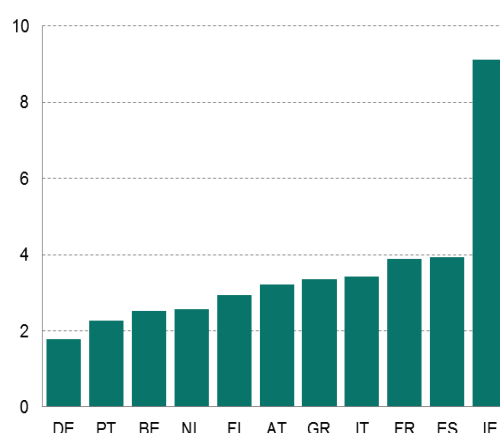
- napływ kapitału do hiszpańskiego sektora budowlanego w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (Wykres 6),
- wysoką dynamikę kosztów w budownictwie w Irlandii (Wykres 7).

Relatywnie wysoka dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych wspierała napływ bezpośrednich inwestycji do sektora budowlanego w Hiszpanii. W latach 2005-2008 napłynęło tu ok. 8 mld euro bezpośrednich inwestycji zagranicznych i był to największy przyrost spośród krajów strefy euro. Z kolei w Irlandii w latach 2001-2007 odnotowano najwyższą dynamikę kosztów budownictwa. Średnie tempo wzrostu w tym okresie wyniosło tu 9,1% wobec 3,2% w strefie euro.

Wykres 6. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do budownictwa w strefie euro w latach 2005-2008 (w mld euro)



Wykres 7. Średnia dynamika kosztów w budownictwie w strefie euro w latach 2001-2007 (% r/r)



Źródło: Eurostat, OECD.

Analizując zmiany aktywności w sektorze budowlanym warto zwrócić uwagę na Portugalię i Austrię, które w momencie utworzenia wspólnego obszaru gospodarczego miały relatywnie wysoki udział budownictwa w WDB, wynoszący odpowiednio 8,8% i 7,8%. Natomiast w kolejnych latach systematycznie się on zmniejszał. Podobną tendencję zaobserwowano w strukturze zatrudnienia w tym sekto-

rze. Niemniej jednak mimo malejącej roli budownictwa w portugalskiej gospodarce, udział liczby zatrudnionych w tym sektorze do 2008 r. pozostawał powyżej 10%. O ile udział inwestycji mieszkaniowych w PKB w austriackiej gospodarce w latach 1999-2012 pozostawał stabilny, to w Portugalii istotnie on malał. Warto zauważyć, że w 2012 r. był on najniższy w strefie euro, podczas gdy odsetek osób pracujących w tym sektorze pozostał relatywnie wysoki.

Od momentu funkcjonowania strefy euro utrzymujący się spadek udziału budownictwa w WDB zaobserwowano także w Niemczech, choć tu już w 1999 r. był on na niskim poziomie (5,6%). Zmniejszała się także rola tego sektora w strukturze zatrudnienia. Jednocześnie inwestycje mieszkaniowe w relacji do PKB znajdowały się w trendzie spadkowym.

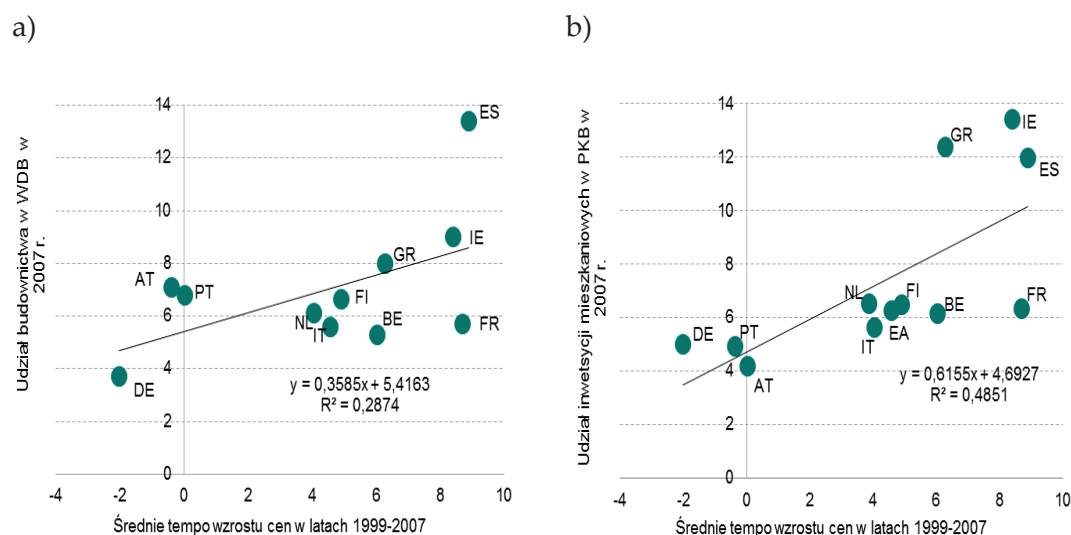
W pozostałych państwach regionu w latach 1999-2012 budownictwo także odgrywało mniejszą rolę w gospodarce. W Holandii już od 1999 r. jego udział w WDB obniżał się, przy zmniejszającej się roli inwestycji mieszkaniowych w strukturze PKB. We Włoszech i Francji znaczenie sektora budowlanego dopiero od 2007 r. zaczęło maleć. Z kolei w Belgii udział budownictwa w WDB od 1999 r. utrzymywał się w trendzie wzrostowym, który był wspierany rosnącym do 2007 r. wkładem inwestycji mieszkaniowych do PKB. Należy jednak pamiętać, że w 1999 r. rola tego sektora w belgijskiej gospodarce była najmniejsza w strefie euro. Warto także zauważyć, że w Finlandii dane obrazujące rolę budownictwa w gospodarce narodowej cechowały się relatywnie wysoką zmiennością.

1.3. Ceny nieruchomości mieszkaniowych a podaż

Warto w tym miejscu przyrzeć się bliżej jak przebiegała współzależność pomiędzy danymi obrazującymi rolę budownictwa w gospodarce narodowej a cenami nieruchomości mieszkaniowych. Wysoka dynamika cen sprzyjała wzrostowi podaży mieszkań m.in. ze względu na wysoką zyskowność działalności. W krajach, w których miał miejsce silny wzrost cen, sektor budownictwa mieszkaniowego odgrywał

ważną rolę w skali całej gospodarki (Wykres 8). Przemawiają za tym dane dla Hiszpanii, Irlandii i Grecji. Dynamika inwestycji mieszkaniowych przełożyła się na zasób mieszkaniowy w krajach strefy euro. Rozpatrując liczbę ukończonych nieruchomości mieszkaniowych można zauważyć ich silne tempo wzrostu w Hiszpanii, Irlandii, Francji, Grecji oraz we Włoszech w czasie boomu mieszkaniowego (Wykres 9). W Holandii i Finlandii ich tempo wzrostu było relatywnie niskie. Z kolei w Niemczech i Portugalii liczba ukończonych nieruchomości mieszkaniowych od 2001 r. utrzymywała się w trendzie spadkowym. Widać także, że w krajach o wysokiej dynamice po 2007 r. miał miejsce ich silny spadek, szczególnie w Hiszpanii, Irlandii i Grecji. Jedynie we Francji i Finlandii w okresie 1999-2007 odnotowano odbicie.

Wykres 8. Ceny a podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych: a) Udział budownictwa w WDB w 2007 r. i dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych (w %) oraz b) Udział inwestycji mieszkaniowych w PKB a dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych (%)

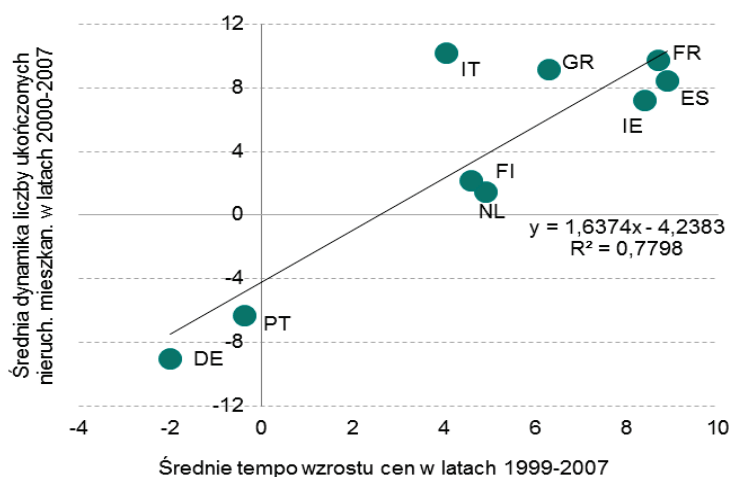


Źródło: AMECO, EBC.

Warto w tym miejscu także przyjrzeć się zasobowi nieruchomości mieszkaniowych w stosunku do liczby mieszkańców. W Hiszpanii i Grecji, w relacji do pozostałych

państw regionu, podaż można uznać za relatywnie wysoką. W 2007 r. liczba jednostek mieszkaniowych na tys. mieszkańców w tych krajach przekroczyła 550. Z kolei w Irlandii wysoką dynamikę ukończonych nieruchomości mieszkaniowych można w pewnym stopniu tłumaczyć ich niedostateczną podażą na rynku. W 2000 r. ich liczba przypadająca na tys. mieszkańców była najniższa w regionie i wyniosła ok. 370. Relatywnie niską podaż odnotowano także w Holandii. W pozostałych państwach regionu można ją uznać za względnie umiarkowaną.

Wykres 9. Dynamika liczby ukończonych nieruchomości mieszkaniowych a tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych



Źródło: European Mortgage Federation, EBC.

W dalszych punktach dokonano analizy czynników, które miały potencjalny wpływ na odmienne kształtowanie się sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro.

2. Czynniki wpływające na sytuację na rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro

2.1. Dochód gospodarstw domowych i demografia

Rozpatrując czynniki popytowe rynku nieruchomości mieszkaniowych należy przede wszystkim wziąć pod uwagę dochody gospodarstw domowych, jak i zmiany demograficzne. W tej części zostanie omówiony ich wpływ na kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych. Badania wskazują, że istotną rolę w kształtowaniu się dynamiki cen odgrywa nie tyle liczba ludności ogółem, co jej struktura wiekowa. Na zmiany popytu mieszkaniowego oddziałuje głównie aktywność na rynku mieszkaniowym populacji w wieku 25-40 lat. Ważny jest jej udział w ludności ogółem, jak i osiągniany przez nią dochód.

Analizując wpływ demografii na sytuację na rynku nieruchomości mieszkaniowych warto przytoczyć wyniki badań Mankiw i Weil (1988). Autorzy szacują, że zmiany demograficzne wpływają na popyt mieszkaniowy. Ten z kolei oddziałuje na ceny. Jednocześnie wskazali oni, że oprócz wielkości populacji ważna jest jej struktura wiekowa. Ta z kolei przekłada się na kształt struktury własnościowej rynku mieszkaniowego. Autorzy przeprowadzili empiryczną analizę dotyczącą wpływu struktury demograficznej na poziom cen nieruchomości mieszkaniowych w Stanach Zjednoczonych. Wykorzystali do tego zmodyfikowany model Poterby (1984), gdzie w równaniu popytu na mieszkanie zawarli jedynie czynniki demograficzne. Okazało się, że na poziomie indywidualnym popyt mieszkaniowy jest w dużej mierze objaśniony przez wiek gospodarstw domowych.

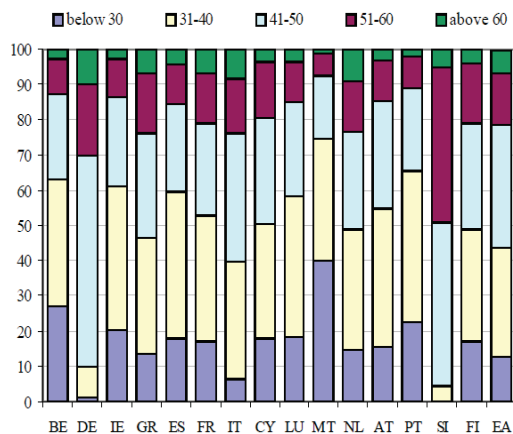
Według badań autorów popyt mieszkaniowy osiąga najwyższą wartość u osób w wieku ok. 40 lat, przy silnym wzroście w grupie wiekowej 20-30 lat, która wg autorów ma największe znaczenie w kształtowaniu się popytu mieszkaniowego. Po-

twierdząc to także dane dla strefy euro dotyczące dekompozycji popytu na kredyt mieszkaniowy ze względu na wiek głowy gospodarstwa domowego (Wykres 10), choć tu dolna granica wiekowa jest przesunięta w porównaniu do Stanów Zjednoczonych. Warto jednak w tym miejscu zwrócić uwagę na Niemcy, gdzie wiek ten jest wyższy. Kredyty mieszkaniowe są tu udzielane głównie osobom powyżej 40. roku życia.

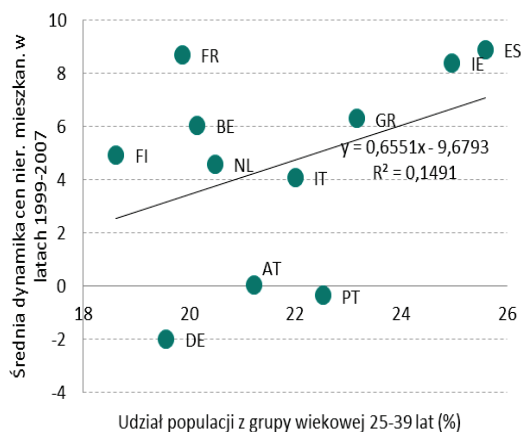
Analizując zmiany demograficzne w strefie euro widać, że były one najsilniejsze w Hiszpanii i Irlandii (Wykres 12 i Wykres 13). W 2007 r. liczba ludności w stosunku do 1999 r. wzrosła tu odpowiednio o 12% i 17%. Jednocześnie wzrost ten był wspierany przez imigrację. Dynamika powyżej 5% miała miejsce jeszcze we Francji. W pozostałych państwach przyrost liczby ludności mieścił się w przedziale 2,5-4,5%, z wyjątkiem Niemiec, gdzie jego dynamika była bliska zeru. Jeżeli chodzi o strukturę demograficzną w strefie euro można zauważyć, że w części państw o relatywnie wysokiej dynamice cen nieruchomości mieszkaniowych udział osób z grupy wiekowej 25-39 w całej populacji był relatywnie wysoki (Wykres 11 i Wykres 13). Chodzi tu przede wszystkim o Hiszpanię i Irlandię, gdzie w latach 1999- 2007 zaobserwowano jego wzrost, a w 2007 r. udział ten wyniósł ok. 25%. Podobne zmiany demograficzne odnotowano także w Grecji i Portugalii, choć już na mniejszą skalę. Udział osób z omawianej grupy wiekowej oscylował wokół 22,5-23,5%. W pozostałych państwach regionu odsetek osób z grupy wiekowej 25-39 lat utrzymywał się w trendzie spadkowym.

Podsumowując, analiza struktury demograficznej wskazuje, że silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w części krajów strefy euro (Hiszpania i Irlandia) był wspierany czynnikami demograficznymi.

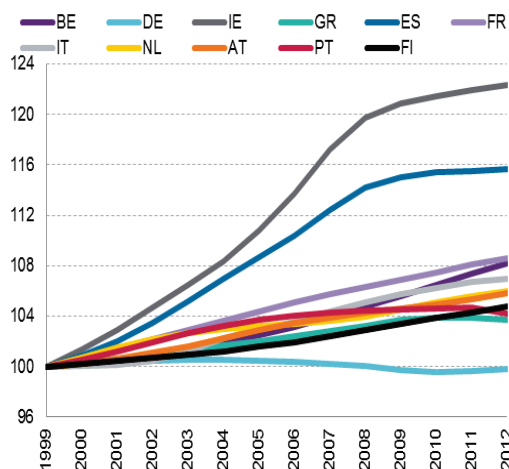
Wykres 10. Dekompozycja kredytów mieszkaniowych ze względu na wiek głowy gospodarstwa domowego



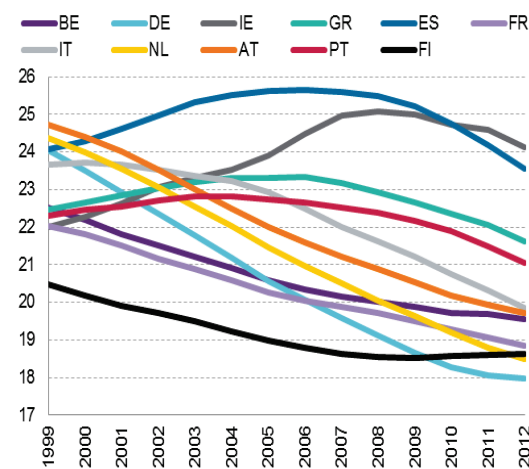
Wykres 11. Udział osób z grupy wiekowej 25-39 lat (w %) a dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych



Wykres 12. Wzrost liczby populacji (1999=100)



Wykres 13. Udział osób z grupy wiekowej 25-39 lat (w %)



Źródło: Eurostat, EBC.

Model opracowany przez Mankiw i Weil był jednym z pierwszych, który zbadał relację pomiędzy demografią a cenami nieruchomości mieszkaniowych. Niemniej jednak spotkał się on z krytycznymi opiniami. Zarzucono, że równanie popytu jest niekompletne. Krytyka dotyczyła także nieuwzględnienia podaży w modelu, jak i słabych własności prognostycznych. Jak słusznie zauważył Poterba (1991), zmiany

demograficzne w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie były podobne, podczas gdy dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych istotnie się pomiędzy sobą różniła. Poterba przyznaje, że demografia oddziałuje na popyt, zakładając podobnie jak Mankiw i Weil, że podaż nieruchomości mieszkaniowych jest mało elastyczna. Podkreśla on także ważną rolę grupy wiekowej 20-34 lat, co może być związane z założeniem rodziny i zmianą statusu z wynajmującego na właściciela. Niemniej jednak Poterba wskazuje, że demografia nie jest jedynym czynnikiem określającym dynamikę cen nieruchomości mieszkaniowych. Zależy ona także od realnych dochodów gospodarstw domowych, jak i kosztów w budownictwie.

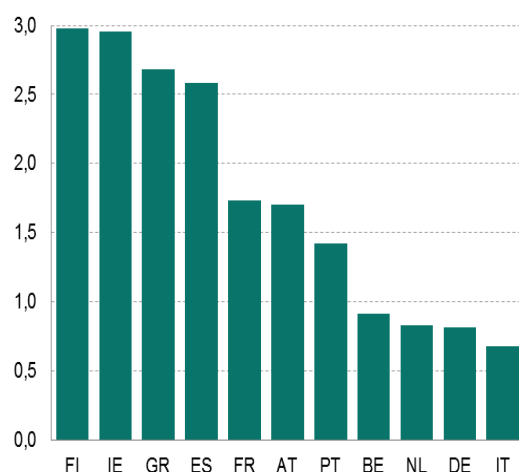
Istotną rolę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w kształtowaniu się popytu mieszkaniowego potwierdzają także wyniki badań EBC (2003). Wskazują one, że oczekiwany dochód oddziałuje na decyzje gospodarstw domowe związane z zaspokojeniem potrzeb mieszkaniowych. Wpływa on na skłonność do zwiększania zadłużania hipotecznego. To z kolei pokazuje, że sytuacja na rynku pracy również może wpływać na rynek mieszkaniowy. W opracowaniu EBC wskazano także, że popyt mieszkaniowy wpływa na ceny gruntów budowlanych. Te z kolei przekładają się na ceny nieruchomości mieszkaniowych.

Wpływ dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych na kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych znajduje także potwierdzenie w badaniach Muellbauer i Murphy (1997). Podkreślają oni, że poluzowanie warunków finansowania budownictwa mieszkaniowego przyczyniło się do dalszej liberalizacji i zwiększenia konkurencyjności pomiędzy instytucjami finansowymi w Wielkiej Brytanii. To z kolei przełożyło się na dynamikę cen nieruchomości mieszkaniowych, czyniąc ją bardziej podatną na zmiany dochodu i kosztów użytkowania.

Analizując dynamikę dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych *per capita* w strefie euro można zauważyć, że była on wysoka w krajach, które doświadczyły

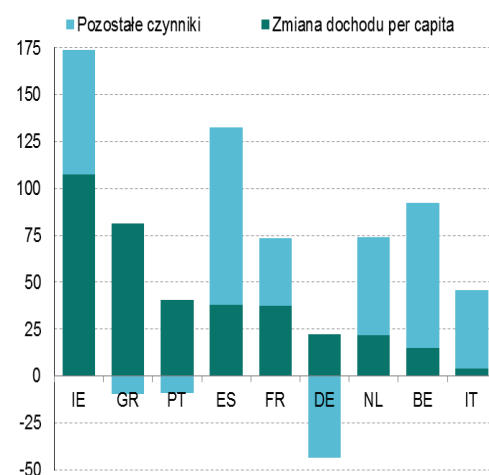
boomu mieszkaniowego (Wykres 14). Do 2007 r. w Hiszpanii, Grecji, i Irlandii³ jej średnie tempo wzrostu wyniosło od 2,6% do 3,0%. Wzrost powyżej 2,5% utrzymywał się także w Finlandii. W pozostałych państwach strefy euro ich dynamika była relatywnie mniejsza.

Wykres 14. Średnioroczne tempo wzrostu realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych *per capita* w latach 1999-2007*



*dla Irlandii przyjęto okres 2003-2007

Wykres 15. Dekompozycja dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 1996-2006*



*Wkłady (absolutne) do wzrostu cen na przestrzeni 10 lat

Źródło: AMECO, Miles i Pillonca (2007).

Wpływ dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych na kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro potwierdzają badania Miles i Pillonca (2008). Powołując się na ich wyniki można zauważyć, że w części państw ich rola w kształtowaniu się cen w latach 1996-2006 była kluczowa. Widać to przede wszystkim na przykładzie Grecji i Irlandii (Wykres 15). Wkład zmiany dochodu w pozostałych państwach, w opinii autorów, również był istotny.

³ Dla Irlandii dane dostępne od 2003 r.

Badania EBC (2003) pokazują, że w długim okresie dochodowa elastyczność popytu oscyluje wokół 1. Wynika ona z silnych preferencji na rzecz posiadania mieszkania na własność, jak i znaczącego udziału w budżetach gospodarstw domowych wydatków związanych z zaspokojeniem potrzeb mieszkaniowych. W konsekwencji mamy do czynienia z dużą zmiennością popytu, podczas gdy elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych jest relatywnie niska. Stąd zmiana popytu w krótkim okresie istotnie przekłada się na dynamikę cen nieruchomości mieszkaniowych. Dopiero w dłuższym okresie podaż dostosowuje się do zmiany popytu.

Podsumowując, badania wskazują, że głównymi czynnikami kształtującymi popyt mieszkaniowy są: wzrost populacji i udział osób z grupy wiekowej 25-40 lat oraz realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych. Czynniki te odegrały ważną rolę w trakcie wzrostu aktywności w tym sektorze w strefie euro w latach 1999-2007.

2.2. Sektor finansowy

W tej części omówiona zostanie rola sektora finansowego w kształtowaniu się sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro. Przedstawiony będzie wpływ liberalizacji, deregulacji oraz innowacji w sektorze finansowym na rynek mieszkaniowy. Zmiany te przyczyniły się do wzrostu kredytowej dostępności nieruchomości mieszkaniowych. Ta z kolei przełożyła się na silną ekspansję kredytów mieszkaniowych, która oddziaływała w kierunku wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Warto zwrócić uwagę, że istotne wsparcie sektora finansowego w nabywaniu nieruchomości mieszkaniowych było jedną z przyczyn globalnego kryzysu finansowego z 2008 r., jak również recesji gospodarczej w kilku krajach strefy euro.

W pierwszej części podpunktu przedstawione zostaną zmiany na rynku finansowym, które odegrały ważną rolę w zwiększeniu kredytowej dostępności nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro, szczególnie w przypadku gospodarstw domowych osiągających relatywnie umiarkowane dochody. Przedstawiony zostanie także jej wpływ na kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych. Następnie zostaną omówione przyjęte rozwiązania w poszczególnych krajach w regionie i ich oddziaływanie na aktywność gospodarczą. Rozpatrywanym okresem będzie faza ekspansji na rynku mieszkaniowym (lata 1999-2007). W części trzeciej zostanie przedstawiony wpływ wzrostu kredytowej dostępności mieszkania w związku z liberalizacją rynków finansowych na pogłębienie się kryzysu mieszkaniowego w części państw strefy euro. Zostanie tu głównie omówione pogorszenie się sytuacji finansowej gospodarstw domowych po 2007 r.

2.2.1 Wpływ liberalizacji rynków finansowych na dostępność nieruchomości mieszkaniowych

Liberalizacja i deregulacja rynków finansowych przyczyniły się do wzrostu kredytowej dostępności nieruchomości mieszkaniowych, w wyniku której wzrósł popyt

na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych (BIS, 2006; Andre, 2010). Ważną rolę odegrały tu:

- wzrost wartości wskaźnika LtV (*loan to value*; stosunek wartości ekspozycji kredytowej do wartości nieruchomości),
- wydłużenie okresu zapadalności kredytu mieszkaniowego,
- spadek stóp procentowych,
- wprowadzenie kredytu mieszkaniowego bez wymogu spłaty rat kapitałowych (*interest-only loans*, głównie w Holandii i Irlandii),
- zmienne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych,
- pożyczka hipoteczna (*MEW - mortgage equity withdrawal*)⁴,
- wzrost roli sekurytyzacji.

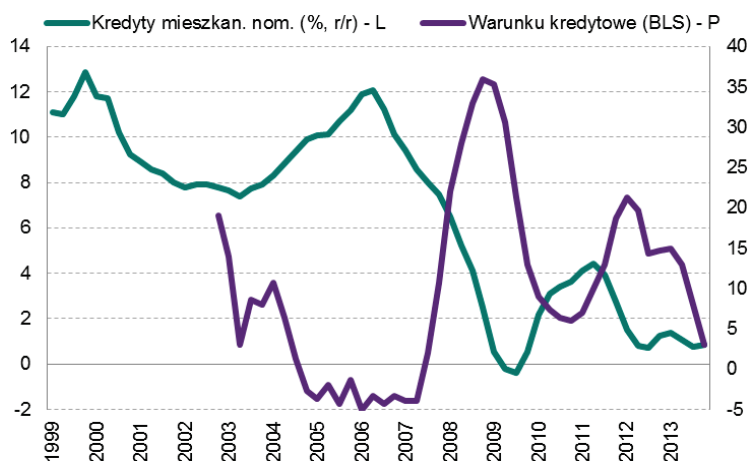
Głównym instrumentem zwiększającym dostępność kredytu mieszkaniowego było obniżenie wkładu własnego, w efekcie wzrostu wartości wskaźnika LtV. Jego relatywnie wysokiej wartości z reguły towarzyszył dłuższy okres spłaty kredytu. Pozwoliło to gospodarstwom domowym skrócić okres gromadzenia oszczędności przeznaczonych na zakup nieruchomości mieszkaniowych. Badania wskazują, że w krajach OECD wzrost wskaźnika LtV o 10 pkt proc. przyczynia się do wzrostu udziału właścicielskiego średnio o 12 pkt. proc. u osób z grupy wiekowej 25-34 lat osiągających umiarkowane dochody (Andrews et al. 2011). Do wzrostu popytu mieszkaniowego przyczynił się także utrzymujący się od 2001 r. spadek stóp procentowych w strefie euro. Ograniczył on negatywny wpływ wysokości zadłużenia hipotecznego na koszty jego obsługi. Wprowadzenie zmiennego oprocentowania umożliwiło osobom osiągającym niższe dochody spłatę w pierwszych okresach jedynie odsetek i przeniesienie części kosztów na kolejne lata. Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie procentowej było niższe w stosunku do kredytów opartych o stałą stawkę referencyjnej. Równocześnie przy tendencji

⁴ Gospodarstwo domowe uzyskuje dodatkowy przepływ pieniężny dzięki możliwości zaciągnięcia kredytu w związku z rosnącą wartością nieruchomości.

spadkowej stawki referencyjnej, w efekcie spadku stóp procentowych, obniżył się koszt obsługi takiego zobowiązania względem kredytu opartego na stałym oprocentowaniu. Z kolei MEW pozwoliło gospodarstwom domowym uzyskać dodatkowe środki finansowe w wyniku wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowej. Warto także zauważyć, że liberalizacja i deregulacja rynków finansowych wpłynęła na wzrost liczby podmiotów oferujących kredyty mieszkaniowe, jak i rosnącą rolę sekurytyzacji. Zwiększenie konkurencji i płynności w sektorze bankowym oddziaływało w kierunku obniżenia opłat bankowych.

Powyższe czynniki przyczyniły się do silnej ekspansji kredytów mieszkaniowych w strefie euro (Wykres 16). Ta z kolei wpłynęła na przyspieszenie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych. Badania wskazują, że wzrost kredytu mieszkaniowego o 10% przyczynia się do wzrostu nominalnych cen nieruchomości mieszkaniowych średnio o 6% w krajach wysokorozwiniętych (MFW, 2011), przy czym relacja ta ma miejsce głównie w okresie ekspansji.

Wykres 16. Dynamika kredytów mieszkaniowych i warunki kredytowe w strefie euro



Źródło: EBC.

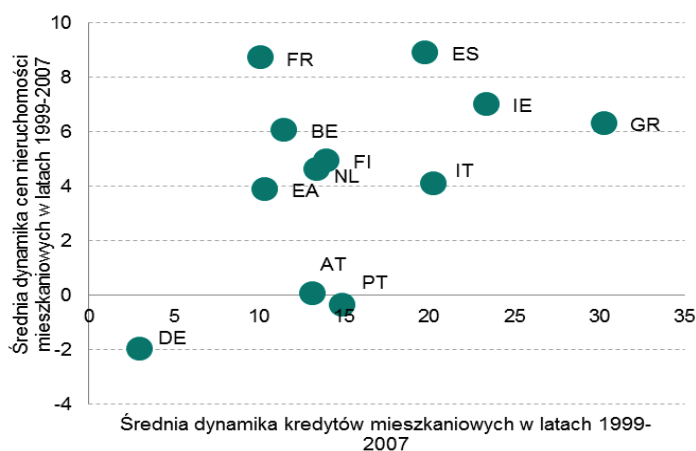
Liberalizacja rynków finansowych przyczyniła się do silniejszego wpływu stopy procentowej na zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych (Iacovello i Minetti,

2002). Badania wskazują, że zmienne oprocentowanie, wysoki poziom wskaźnika LtV, MEW i rosnąca rola sekurytyzacji oddziałuje w kierunku wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych (Tsatsaronis i Zhu, 2004; Almeida et al., 2006). Jednocześnie kraje o niskiej wartości wskaźnika LtV, przy relatywnie wysokich kosztach transakcyjnych doświadczają mniejszej zmienności cen nieruchomości mieszkaniowych (Muellbauer, 2008; Muellbauer i Murphy, 2008). Autorzy wskazują, że ogranicza to działania spekulacyjne na rynku mieszkaniowym. Rozpatrując wpływ dostępności kredytu mieszkaniowego na sytuację na rynku mieszkaniowym należy pamiętać, że jej wzrost zwiększył podatność tego sektora na szoki makroekonomiczne (Girouard et al., 2006).

2.2.2 Charakterystyka rynku finansowego w krajach strefy euro

Rozpatrując rolę sektora finansowego w kształtowaniu się popytu mieszkaniowego w strefie euro można zauważyć, że w części państw regionu odegrał on ważną rolę (Tabela 1). W krajach o wysokiej dynamice kredytów mieszkaniowych w latach 1999-2007 tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych także było wysokie (Wykres 17). Chodzi tu głównie o: Hiszpanię, Irlandię oraz Grecję.

Wykres 17. Dynamika kredytów mieszkaniowych i cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w latach 1999-2007



Źródło: EBC.

Zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych w tych krajach wspierał relatywnie niski poziom zadłużenia gospodarstw domowych w 1999 r. Jednocześnie w Hiszpanii i Irlandii rozwiązania w sektorze finansowy przyczyniły się do wzrostu kredytowej dostępności nieruchomości mieszkaniowych. Chodzi tu głównie o: relatywnie długie okresy spłaty kredytu, zmienne oprocentowanie, jak i możliwości zaciągnięcia kolejnego kredytu w efekcie wzrostu wartości nieruchomości. Wzrost dostępności w tych krajach przełożył się na zwiększenie udziału właścicieli z kredytem mieszkaniowym wśród osób osiągających relatywnie niskie dochody. W 2007 r. wyniósł on w Hiszpanii i Irlandii odpowiednio 21,7% i 18,7% wobec 12% w całej strefie euro. Warto w tym miejscu przyjrzeć się bliżej Grecji. Wysoka dynamika kredytów mieszkaniowych nie przełożyła się tu na znaczący wzrost udziału właścicieli. Jednocześnie okres spłaty kredytu był relatywnie krótki (prawie dwukrotnie krótszy niż w Hiszpanii i Irlandii), przy dominującym stałym oprocentowaniu. Może to oznaczać, że głównymi kredytobiorcami były tu osoby zamożne, które nabywały więcej niż jedną nieruchomość mieszkaniową, kierując się głównie motywami spekulacyjnymi.

Rozpatrując oddziaływanie sektora finansowego na rynek nieruchomości mieszkaniowych należy także wymienić Holandię, w której przeciętny wskaźnik LtV w 2007 r. był najwyższy w strefie euro. Wyniósł on 101%, przy jednoczesnym relatywnie długim okresie spłaty kredytu wynoszącym ok. 30 lat. Gospodarstwa domowe miały tu także możliwość skorzystania z pożyczki hipotecznej w przypadku wzrostu wartości zakupionej nieruchomości mieszkaniowej (MEW). Przyczyniło się to do wzrostu udziału właścicieli z kredytem w tym kraju. W 2007 r. był on najwyższy spośród krajów strefie euro i wyniósł 58,1%, z czego aż 24,6% stanowiły osoby osiągające relatywnie niskie dochody.

W pozostałych państwach strefy euro wpływ sektora finansowego na kształtowanie się popytu mieszkaniowego był mniejszy, z wyjątkiem Finlandii i Belgii, w których udział właścicieli z kredytem mieszkaniowym w 2007 r. stanowił ok. 40%.

Rozpatrując rolę sektora finansowego warto wymienić tu Włochy, w których odegrał on najmniejszą rolę w regionie. Nie wprowadzono tu rozwiązań zwiększających dostępność nieruchomości mieszkaniowych. W 2007 r. wskaźnik LtV był najniższy w regionie (65%), przy relatywnie krótkim okresie spłaty kredytu. Stąd udział właścicieli z kredytem mieszkaniowym, mimo względnie wysokiej dynamiki kredytów mieszkaniowych, wyniósł tu w 2007 r. jedynie ok. 14%.

Tabela 1. Rozwiązania w systemie finansowania nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w 2007 r.

	Zadłuż. gosp. dom. PKB)	hipot. dom. (%)	Przeciętne LTV	Okres spłaty kredytu	Udział zmien. oprocent.	MEW	Udział właścicieli kredytu. mieszk. w 2007 r.		Dynamika kredyt. mieszk.	Dynamika cen real. nier. miesz.
	1999	2007	2007 (%)	2007 (w latach)	2007 (%)		poniżej 60% mediany doch.	razem	śred. 1999-2007 (%)	śred. 1999-2007 (%)
ES	26,7	61,4	72,5	30	91	√	21,7	33,2	19,8	8,9
IE	29,0	74,0	83	31-35	67	√	18,7***	33,2	23,4	7,0
GR	6,7	30,5	73	15-20	28	-	6,7	11,8	30,3	6,3
FR	20,8	34,6	91	19	15	-	10,4	27,3	10,1	8,7
BE	27,6	37,7	80	20	10	-	13,8	39,4	11,5	6,0
NL	60,7	97,8	101	30	18	√	24,6	58,1	13,4	4,6
FI	20,4*	34,3	81	20-25	96	√	15	41,8	14,0	4,9
IT	7,3	17,5	65	22	47	-	5,8	13,8	20,3	4,1
PT	36,9	59,7	71	30-40	99	limit.	8,1	24,3	14,9	-0,4
AT	16,4*	24,0	84	30	61	-	14,9	27,2	13,2	0,0
DE	55,6	47,6	70	25-30	15	-	13,2**	29,4**	3,0	-2,0
EA	27,0	41,5	79	-	43	-	12	26,6	10,4	3,9

2002, **2005, ***2006

Źródło: EBC (2009), EMF, Eurostat.

Analizując Tabelę 1 warto bliżej przyjrzeć się zróżnicowaniu pomiędzy krajami strefy euro w kontekście wspólnej polityki monetarnej. Widać tu, że państwa członkowskie różnią się pomiędzy sobą m.in.: wielkością zadłużenia, wartością wskaźnika LtV, jak i oprocentowaniem (stałe vs zmienne). To z kolei może prowadzić do odmiennego kształtu mechanizmu transmisji polityki monetarnej (Baele et al., 2004; EBC, 2008). Różnice w strukturze rynków finansowych w krajach unii walutowej mogą być źródłem asymetrycznych szoków, przyczyniając się do fragmentacji rynków finansowych oraz różnic w przebiegu cyklu koniunkturalnego (Al-Eyd i Pelin Berkmen, 2013). Relatywnie niski poziom ukredytowania gospodarki i konkurencji w sektorze bankowym może ograniczać wpływ zmian parametrów polityki monetarnej na aktywność gospodarczą (Gertler i Gilchrist, 1994; Angeloni i in., 2002). Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych, jak i rozwój rynków finansowych przyczynił się do silniejszej reakcji gospodarstw domowych na zmiany stóp procentowych. Zmiany te oddziałują zarówno na konsumpcję (efekt dochodowy i majątkowy) i popyt mieszkaniowy, jak również inwestycje. Badania wskazują, że wpływ zmiany stopy procentowej na aktywność jest silniejszy przy zmiennym niż stałym oprocentowaniu kredytów mieszkaniowych (Rubio, 2009; Calza et al., 2009). Wzrost stopy procentowej w przypadku zmiennego oprocentowania prowadzi do wzrostu kosztów obsługi kredytu mieszkaniowego, przy jednoczesnym ograniczeniu inflacji. W efekcie wzrost realnej wartości raty kredytowej jest tu silniejszy aniżeli w przypadku stałego oprocentowania. To z kolei przekłada się na spadek konsumpcji związany z obniżeniem się dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. W przypadku stałego oprocentowania reakcja gospodarstw domowych na zmiany stóp procentowych jest ograniczona. Może ona mieć miejsce gdy stopy procentowe zostają obniżone skłaniając gospodarstwa domowe do refinansowania kredytu mieszkaniowego.

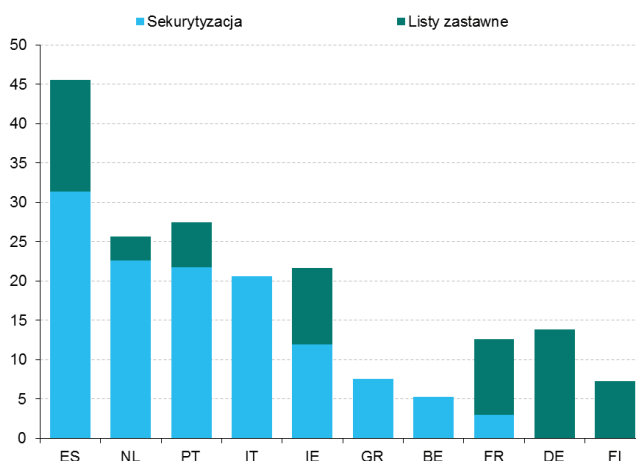
Warto zwrócić uwagę na rosnącą rolę sekurytyzacji⁵ kredytów mieszkaniowych w strefie euro (Wykres 18). Wspierała ona ekspansywną politykę kredytową, dzięki zasileniu banków w płynność. Wysoka dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych przełożyła się na wzrost wartości zabezpieczeń, który ułatwił bankom finansowanie z rynku kapitałowego. To z kolei przyczyniło się do obniżenia kosztu kredytu mieszkaniowego. Głównym instrumentem sekurytyzacji są długoterminowe papiery dłużne, których zabezpieczeniem są otrzymywane należności ze spłat kredytu mieszkaniowego (RMBS – *residential mortgage-backed security*). Największą rolę w regionie odegrały one w Hiszpanii. W 2007 r. sekurytyzacja obejmowała ponad 30% udzielonych kredytów mieszkaniowych. Warto także odnotować ich relatywnie duży udział w Holandii, Portugalii i we Włoszech (ponad 20%). Należy jednak pamiętać, że mogą one mieć negatywny wpływ na stabilność finansową. W przypadku RMBS ryzyko niewypłacalności przechodzi na nabywcę instrumentu finansowego. To z kolei może przyczynić się do lekkomyślnej polityki kredytowej banków, zachęcającej do udzielania ryzykownych kredytów, dzięki szybkiemu przeniesieniu ryzyka ich niewypłacalności poza bilans banku.

Alternatywą dla sekurytyzacji mogą być hipoteczne listy zastawne (rodzaj obligacji zabezpieczonej hipotecznie, *covered bonds*). Emitując listy zastawne banki zobowiązują się do wykupu papierów wg wartości nominalu oraz płatności odsetek w terminach wskazanych w warunkach emisji. Są one bezpieczniejsze niż RMBS dla stabilności sektora finansowego, ponieważ emitent zobowiązuje się do ich wykupu, a więc pozostają one w jego bilansie. Jednocześnie w przypadku spadku cen nieruchomości mieszkaniowych bank (emitent) jest zobowiązany do wyrównania straty poniesionej przez inwestora. Największą rolę hipoteczne listy zastawne odgrywają w Niemczech (tzw. *Pfandbrief*). Nadal należy pamiętać, że mimo rosnącej roli seku-

⁵ Sekurytyzacja jest sprzedażą papierów wartościowych pod zabezpieczenie przychodów z kredytu mieszkaniowego lub sprzedaż całego kredytu do podmiotu zewnętrznego (fundusz sekurytyzacyjny). Operacja ta ma na celu refinansowanie kapitału zaangażowanego w kredycie lub wydzielenie kredytu z aktywów banku.

rytyzacji w strefie euro nadal depozyty pozostają dominującą formą finansowania kredytów przez banki.

Wykres 18. Sekurytyzacja kredytów mieszkaniowych w strefie euro w 2007 r. (% udzielonych kredytów mieszkaniowych)



Źródło: EBC.

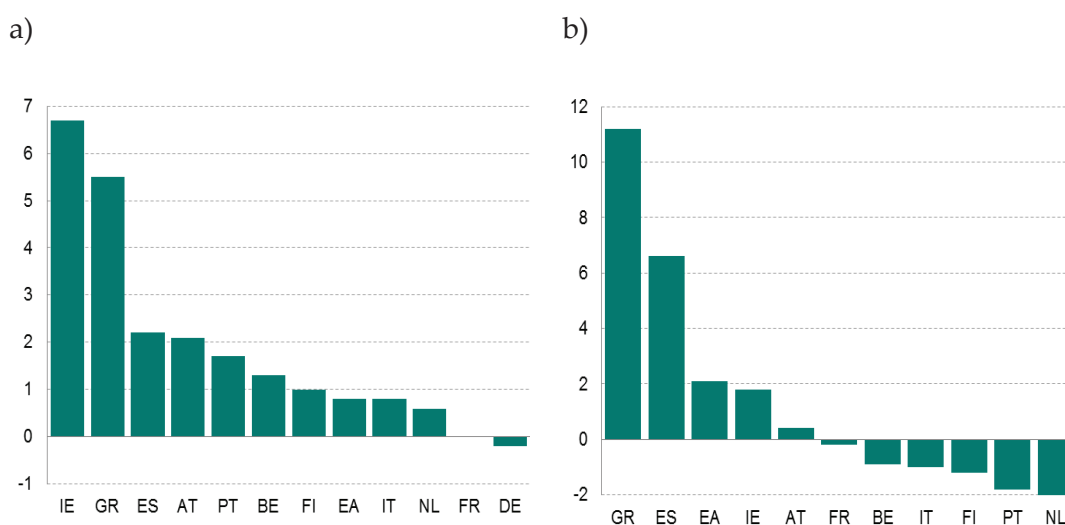
2.2.3 Wpływ pogorszenia koniunktury na rynku mieszkaniowym na sytuację finansową gospodarstw domowych

Wzrost popytu mieszkaniowego, przy rosnących cenach nieruchomości mieszkaniowych, przyczynił się do wzrostu zadłużenia hipotecznego gospodarstw domowych. W 2007 r. wyniosło ono w strefie euro 42% PKB wobec 27% w 1999 r. Największy przyrost zadłużenia hipotecznego w relacji do PKB odnotowano w Irlandii, Holandii i Hiszpanii (odpowiednio o 45, 37 i 35 pkt proc.).

Korzystne rozwiązania dotyczące finansowania zakupu nieruchomości mieszkaniowych przełożyły się na pogłębienie kryzysu na rynku mieszkaniowym. Wysoka wartość wskaźnika LtV, w warunkach spadku cen nieruchomości przyczyniła się do wystąpienia ujemnego wkładu własnego. Ma to miejsce gdy wartość nieruchomości osiąga niższą wartość od wartości zaciągniętego kredytu. Jednocześnie pogorszyła się sytuacja na rynku pracy. W latach 2007-2012 stopa bezrobocia wzrosła

aż o 16 pkt proc. w Grecji i Hiszpanii oraz o 10 pkt proc. w Irlandii. To z kolei przełożyło się na pogorszenie sytuacji finansowej gospodarstw domowych. W konsekwencji w latach 2007-2012 odnotowano wzrost udziału liczby osób zalegających w płatnościach hipotecznych lub wynajmu, głównie w Grecji i Irlandii (o ponad 5 pkt proc.; Wykres 19 panel a). Załamanie na rynku nieruchomości przyczyniło się także do wzrostu odsetek osób z kredytem mieszkaniowym, których wydatki na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych przekroczyły 40% dochodu do dyspozycji (Wykres 19 panel b).

Wykres 19. Sytuacja finansowa gospodarstw domowych po 2007 r.: a) Zmiana udziału liczby osób zalegających w płatnościach hipotecznych lub wynajmu w latach 2007-2012 (w pkt proc.) oraz b) Zmiana udziału liczby właścicieli z kredytem mieszkaniowym, których wydatki mieszkaniowe przekraczają 40% dochodu do dyspozycji latach 2007-2012 (w pkt proc.)



Źródło: Eurostat.

Podsumowując, rozwiązania w systemie finansowym dotyczące finansowania zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych odgrywają ważną rolę w funkcjonowaniu rynku mieszkaniowego. Oddziałują one na kredytową dostępność mieszkania, co w dużym stopniu wpływa na kształtowanie się popytu mieszkaniowego. Silny

wzrost dostępności może przyczynić się do boomu kredytowego, przekładając się na wzrost cen mieszkań.

2.3. Rozwiązania w systemie podatkowym

W tej części omówiony zostanie wpływ rozwiązań w systemie podatkowym na kształtowanie się popytu mieszkaniowego w krajach strefy euro.

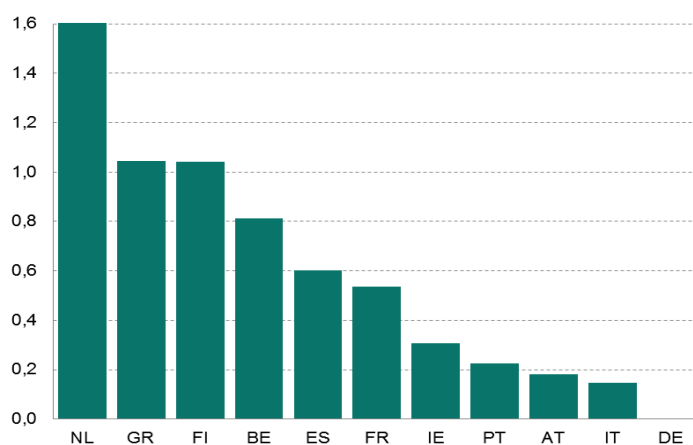
W większości państw członkowskich rozwiązania te zachęcały do nabywania nieruchomości mieszkaniowych, przyczyniając się jednocześnie do wzrostu cen i akumulacji kapitału w sektorze budowlanym. Wspierały one nabywanie nieruchomości mieszkaniowych na własność. Preferencyjne rozwiązania przejawiały się w:

- odliczeniu odsetek od kredytu mieszkaniowego od dochodu do opodatkowania (ulga odsetkowa),
- braku podatku od czynszów imputowanych,
- korzystnym opodatkowaniu zysków kapitałowych ze sprzedaży nieruchomości,
- niskim stawką podatku od nieruchomości,
- niższej od podstawowej stawce podatku VAT od obrotu nieruchomościami.

Rozwiązania w systemie podatkowym przełożyły się na decyzje dotyczące formy zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych, o czym szerzej w następnym punkcie. Wyniki badań (Catte et al., 2004) wskazują, że ulga odsetkowa, jak i niskie stawki podatków od nieruchomości oddziałują w kierunku wzrostu popytu mieszkaniowego, przekładając się tym samym na wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych. Warto zauważyć, że ulga odsetkowa wpływa silniej na popyt mieszkaniowy wśród osób relatywnie zamożnych (Andrews i Sánchez, 2011). Rozwiązania w systemie podatkowym wspierające nabywanie mieszkań własnościowych przełożyły się na wzrost zmienności cen nieruchomości mieszkaniowych (van der Noord, 2003). Z

kolei Muellbauer (2005) podkreśla ważną rolę podatków od nieruchomości w kształtowaniu się cen nieruchomości mieszkaniowych. W opinii autora, ich relatywnie wysokie stawki przyczyniają się do ograniczenia dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych, ponieważ alternatywa w postaci wynajmu staje się wtedy bardziej atrakcyjna.

Wykres 20. Indeks ulg podatkowych dla kosztów hipoteki w 2009 r.*



* Indeks uwzględnia możliwość odliczenia wydatków poniesionych na spłatę odsetek od kredytów mieszkaniowych od dochodu do opodatkowania oraz ograniczenia dotyczące okresu jego odliczenia (w przypadku braku ulg podatkowych wartość indeksu wynosi zero).

Źródło: OECD.

Rozpatrując opodatkowanie nieruchomości w krajach strefy euro w 2008 r. można zauważyć, że w większości państw członkowskich korzystniejsze było ono w przypadku właścicieli aniżeli wynajmujących. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę przede wszystkim na Holandię, w której indeks ulg podatkowych dla kosztów hipoteki w 2009 r. był najwyższych spośród krajów strefy euro (Wykres 20). Z kolei w Niemczech, Austrii i we Włoszech wskaźnik ten był relatywnie niski. W większości państw w regionie właściciele nie byli zobligowani do odprowadzenia podatku od czynszów imputowanych (Tabela 2). Jednocześnie mogli oni (z wyjątkiem Niemiec)

odliczyć od dochodu do opodatkowania odsetki od kredytu mieszkaniowego. Warto także zwrócić uwagę na maksymalne stawki podatku od zysków kapitałowych. Widać tu, że w krajach o najniższej dynamice cen nieruchomości mieszkaniowych w regionie (Niemcy, Austria i Portugalia) maksymalna stawka podatku od zysków kapitałowych była najwyższa w strefie euro. Z kolei w Hiszpanii i Irlandii relatywnie niska stawka podatku od zysków kapitałowych oddziaływała w kierunku wzrostu spekulacyjnego popytu mieszkaniowego. Należy także pamiętać, że w Irlandii i Belgii w 2008 r. nie obowiązywał podatek katastralny. Rozpatrując politykę podatkową w kontekście rynku nieruchomości mieszkaniowych warto zwrócić uwagę na stawki podatku katastralnego, które w krajach strefy euro są na niskim poziomie. Ich wpływy stanowią tu średnio poniżej 1% PKB, z wyjątkiem Francji (ok. 2% PKB)⁶. Główną formą opodatkowania w kontekście rynku mieszkaniowego jest opodatkowanie transakcji obrotu nieruchomościami a nie samej nieruchomości mieszkaniowej.

Tabela 2. Wybrane rozwiązania w systemie podatkowym w strefie euro w 2008 r.

	Podatek od czynszów imput.	Ulga odsetkowa	Podatek od zysków kapitałowych Od sprzed. nieruch. miesz. po 10 latach	Max. stawka (%)
BE	√	√	-	16,5
DE	-	-	-	45
IE	-	√	-	20
GR	-	√	√	b.d.
ES	-	√	√	18
FR	-	√	-	16
IT	-	√	-	20
NL	√ (0,6%)	√	-	b.d.
AT	-	√	-	50
PT	-	√	√	42
FI	-	√	-	28

Źródło: EBC.

⁶ Dane za 2012 r.

Stawki podatku od takich transakcji w strefie euro wynoszą:

- poniżej 5% w AT, DE, IE, NL, FI,
- 5-8% FR, ES, PT,
- powyżej 10% w BE, GR, IT.

W opinii Komisji Europejskiej (2012), przejście z opodatkowania transakcji obrotu nieruchomości mieszkaniowych na wyższy podatek katastralny oddziaływałoby w kierunku ograniczenia wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro. Jednocześnie badania wskazują, że taka forma opodatkowania mniej ogranicza wzrost gospodarczy niż inne należności podatkowe (Johansson et al., 2008).

Podsumowując, preferencyjne rozwiązania w systemie podatkowym dotyczące rynku mieszkaniowego mogły skłaniać gospodarstwa domowe do lewarowania i nadmiernej alokacji kapitału w sektorze o relatywnie niskiej produktywności, tj. budownictwie. Ważną rolę we wspieraniu popytu mieszkaniowego w strefie euro odegrały relatywnie niskie stawki podatków od nieruchomości, oddziałując tym samym na wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych.

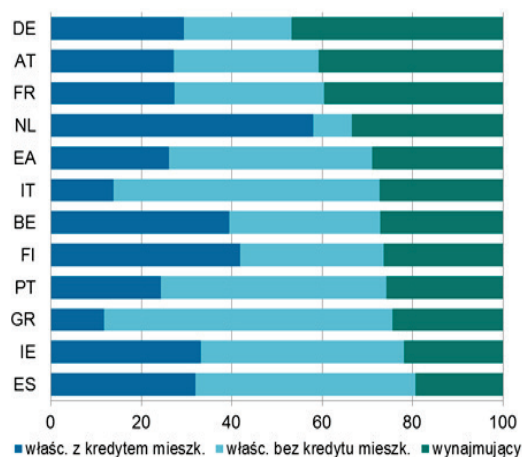
2.4. Struktura właścicielska

W tym punkcie zostanie omówiona struktura właścicielska rynku nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro oraz jej wpływ na sektor mieszkaniowy. Przedstawione zostanie funkcjonowanie rynku wynajmu i jego rola w kształtowaniu się sytuacji na rynku mieszkaniowym. Jest on ważnym elementem, ponieważ umożliwia zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych przez osoby młode oraz osiągające relatywnie niskie dochody bez konieczności zaciągania zobowiązań z tytułu kredytów mieszkaniowych. Jednocześnie rozpatrując strukturę właścicielską w strefie euro można zauważyć, że w części państw z rozwiniętym rynkiem wynajmu zmienność cen nieruchomości mieszkaniowych była niższa.

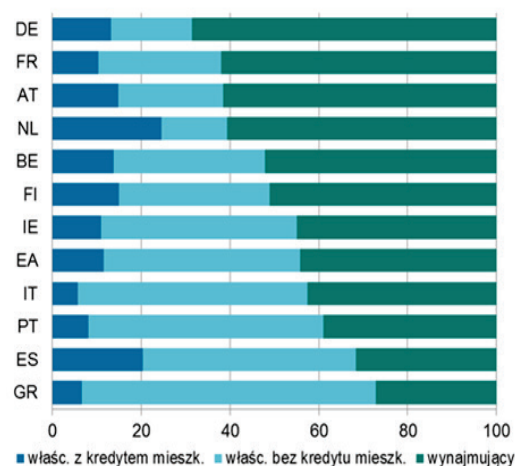
W większości krajów strefy euro polityka państwa promowała nabywanie nieruchomości mieszkaniowych na własność (m.in. poprzez ulgi podatkowe, korzystne rozwiązania dotyczące finansowania zakupu oraz regulacje dotyczące rynku wynajmu). Przełożyło się to na wysoki udział właścicieli, który w 2007 r. w całej strefie euro wyniósł ok. 70%. Niemniej jednak rozpatrując strukturę właścicielską na rynku nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro można zauważyć, że jest ona zróżnicowana (Wykres 21 panel a). Relatywnie duży udział właścicieli nieruchomości mieszkaniowych ma miejsce w krajach dotkniętych boomem na rynku nieruchomości tj. Hiszpanii, Irlandii i Grecji (ok. 75-80% w 2007 r.), jak również w Portugalii (powyżej 70%).

Wykres 21. Struktura właścicielska na rynku nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w 2007 r.: a) Udział właścicieli i wynajmujących (w %), b) Udział właścicieli i wynajmujących osiągających dochody poniżej 60% mediany dochodów (w %)

a)



b)



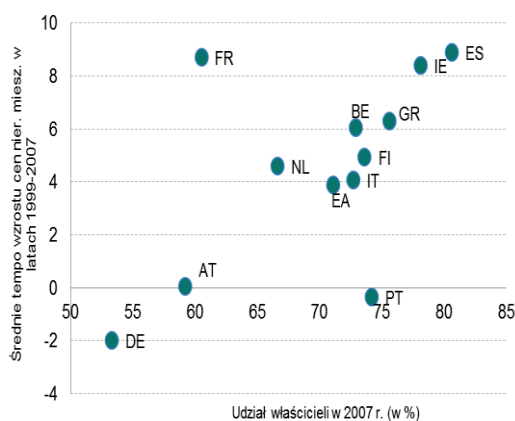
Źródło: Eurostat.

Z kolei najmniejszy odsetek właścicieli odnotowano w Niemczech i Austrii (poniżej 60% w 2007 r.). Udział właścicieli poniżej średniej w strefie euro miał miejsce także we Francji i w Holandii (odpowiednio 61% i 67% w 2007 r.). Warto w tym miejscu

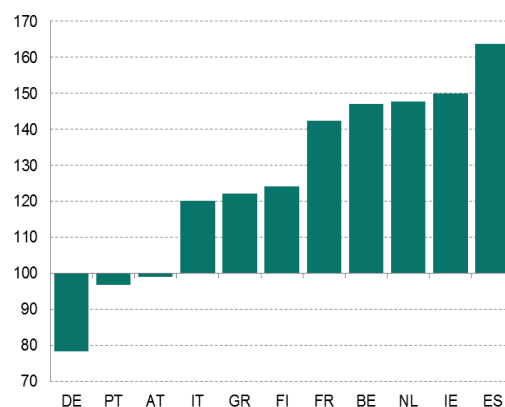
przyjrzyć się także strukturze właścicielskiej u osób osiągających relatywnie niskie dochody (Wykres 21 panel b). Wysoki udział właścicieli w tej grupie odnotowano w krajach Południa strefy euro. Jednocześnie w Hiszpanii w okresie boomu na rynku mieszkaniowym aż 20% osób osiągających relatywnie niskie dochody stanowili właściciele z kredytem mieszkaniowym.

Struktura właścicielska odgrywa ważną rolę w kształtowaniu się cen nieruchomości mieszkaniowych, jak również we wpływie polityki monetarnej na ceny nieruchomości (Cuerpo et al., 2014). Wzrost udziału właścicieli przyczynia się do przyspieszenia dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w reakcji na zmieniające się warunki makroekonomiczne. W związku tym polityka państwa skierowana na zakup nieruchomości mieszkaniowych na własność może prowadzić do nierównowag oraz wzrostu wahań cyklicznych w gospodarce. Szczególnie gdy właścicielami zostają osoby o relatywnie niskich dochodach m.in. w wyniku mało atrakcyjnej lub braku alternatywy w postaci rynku wynajmu. Jednocześnie wysoki udział właścicieli w strukturze własnościowej ogranicza stopień mobilności siły roboczej. Warto zauważyć, że wysoka dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych przyczyniła się do poprawy sytuacji fiskalnej państw w efekcie wyższych przychodów uzyskiwanych z opodatkowania dochodu z transakcji sprzedaży nieruchomości. To z kolei mogło ograniczyć działania osłabiające tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych (EMF, 2010).

Wykres 22. Struktura właścicielska a ceny nieruchomości mieszkaniowych (w %)



Wykres 23. Relacja cen nieruchomości mieszkaniowych do wysokości czynszów w 2007 r. (długookresowa średnia = 100)



Źródło: EBC, Eurostat, OECD.

Analizując kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych i strukturę właścicielską można zauważyć, że w części państw o relatywnie wysokim udziale wynajmujących odnotowano niższą dynamikę cen (Wykres 22). Dotyczy to głównie Niemiec i Austrii. Z kolei w części państw z najniższym odsetkiem wynajmujących towarzyszyło wysokie tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych (Hiszpania, Irlandia i Grecja). Wskazuje to na ważną rolę, jaką może odgrywać rynek wynajmu w kształtowaniu się sytuacji w sektorze nieruchomości. Przyczynia się on do ograniczenia zmienności cen nieruchomości mieszkaniowych. W sytuacji wzrostu cen, przy rozwiniętym rynku wynajmu, gospodarstwa domowe mogą skłonić się do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych na rynku wynajmu, ograniczając tym samym presję na wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych.

Rozpatrując relację pomiędzy kosztem posiadania mieszkania a jego wynajmowaniem w krajach strefy euro można zauważyć, że w większości państw regionu nie miało to jednak miejsca, szczególnie w Hiszpanii i Irlandii (Wykres 23). Rosnące rozbieżności pomiędzy kosztem posiadania mieszkania a jego wynajmowaniem w

tych krajach nie skłoniły gospodarstwa domowe do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych na rynku wynajmu. Może to wskazywać na nieefektywne funkcjonowanie tego rynku. Z kolei dane dla Niemiec i Austrii sygnalizują wysoki stopień rozwoju rynku wynajmu.

2.4.1 Regulacje dotyczące rynku wynajmu

Regulacje dotyczące rynku wynajmu powinny redukować nieefektywności wynikające z asymetrii informacji pomiędzy właścicielami a wynajmującymi (Andrews i Sánchez, 2011). Rozpatrując funkcjonowanie rynku wynajmu należy wziąć pod uwagę przede wszystkim regulacje dotyczące (Cuerpo et al., 2014):

- poziomu czynszów (ustalanie ich wysokości oraz warunki ich wzrostu - *rent control*),
- relacji pomiędzy wynajmującym a właścicielem.

Regulacje dotyczące relacji pomiędzy wynajmującym a właścicielem określają m.in.: okres trwania umowy najmu, wymaganą wysokość depozytu, ochronę i prawa lokatorów (m.in. okres wypowiedzenia, możliwość dokonywania renowacji mieszkania, warunki eksmisji i rozwiązywania umowy najmu). Badania wskazują, że ograniczenie wzrostu stawek czynszów przy ochronie wynajmujących przyczynia się do wzrostu popytu na wynajem nieruchomości mieszkaniowych (Arnott, 2003; Andrews i Sánchez, 2011). Ważnym elementem funkcjonowania rynku wynajmu jest także otoczenie instytucjonalne. Chodzi tu głównie o skuteczność postępowań sądowych, w tym relatywnie niski ich poziom formalizmu.

Rozwinięty rynek wynajmu oddziałuje w kierunku stabilności sektora mieszkaniowego oraz relatywnie wysokiego stopnia mobilności siły roboczej. Umożliwia on gospodarstwom domowym osiągającym niższe dochody, jak i osobom młodym zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych bez zaciągania zobowiązań kredytowych. Należy pamiętać, że gospodarstwa te są bardziej narażone na szoki związane z po-

gorszeniem się koniunktury, a rozwinięty rynek wynajmu przyczynia się do szybszych dostosowań na rynku pracy (Barceló, 2006; Cuerpo et al., 2014). W przypadku wysokiego udziału właścicieli w strukturze własnościowej stopień mobilności siły roboczej jest niższy ze względu na wyższy koszt transakcyjny związany z obrotem nieruchomościami (Coulson i Fisher, 2009). Według badań OECD (Andrews i Caldera Sanchez, 2011) prawdopodobieństwo zmiany miejsca zamieszkania w ciągu roku jest o ponad 10 pkt. proc. mniejsze w przypadku właścicieli niż wynajmujących.

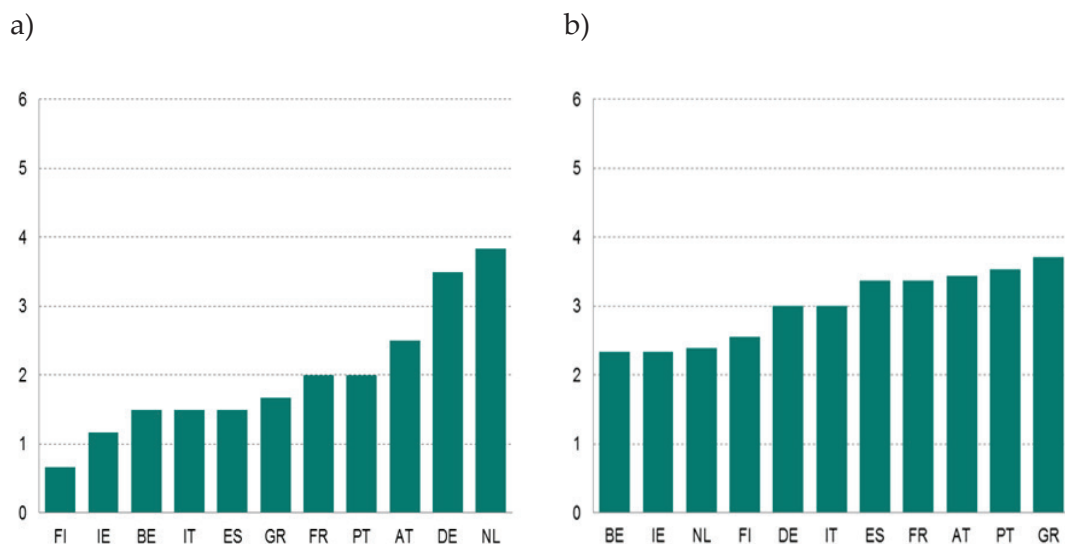
Należy jednak pamiętać, że przeregulowany rynek wynajmu może przyczynić się do obniżenia stopnia mobilności siły roboczej i nieefektywnej alokacji zasobu mieszkaniowego (Glaeser i Luttmer, 1997). Zbyt restrykcyjne ograniczenie poziomu i podwyżek stawek czynszów, przy jednoczesnej ochronie wynajmujących (np. utrudnienie eksmisji lokatorów), może skłonić gospodarstwa domowe do pozostania w aktualnym miejscu zamieszkania (Lind, 2001; Ball, 2009). Poziom czynszów poniżej wartości rynkowej może także ograniczyć rynek wynajmu po stronie podażowej (Sims, 2007). Prowadzi to do obniżenia rentowności z inwestycji w mieszkania na wynajem w związku z niższymi od oczekiwań zyskami z wynajmu. To z kolei przyczynia się do spadku inwestycji mieszkaniowych w tym sektorze, obniżając jednocześnie jakość zasobu mieszkaniowego na wynajem.

Rozpatrując funkcjonowanie rynku wynajmu w strefie euro można zauważyć, że w krajach z wysokim udziałem wynajmujących (Niemcy, Austria i Holandia) polityka państwa dotycząca warunków ustalania i podwyżek stawek czynszów była relatywnie restrykcyjna (Wykres 24 panel a). W Niemczech wysokość czynszu nie może przekraczać 20% średniego poziomu cen najmu dla poszczególnych lokalizacji (*Mietspiegel*). Z kolei w krajach z wysokim udziałem właścicieli (m.in. Irlandia, Hiszpania, Grecja i Włochy) stawki czynszów był ograniczane w mniejszym stopniu. Jednocześnie w krajach z rozwiniętym rynkiem wynajmu polityce państwa wspierającej ograniczenie stawek czynszów towarzyszyła relatywnie umiarkowana

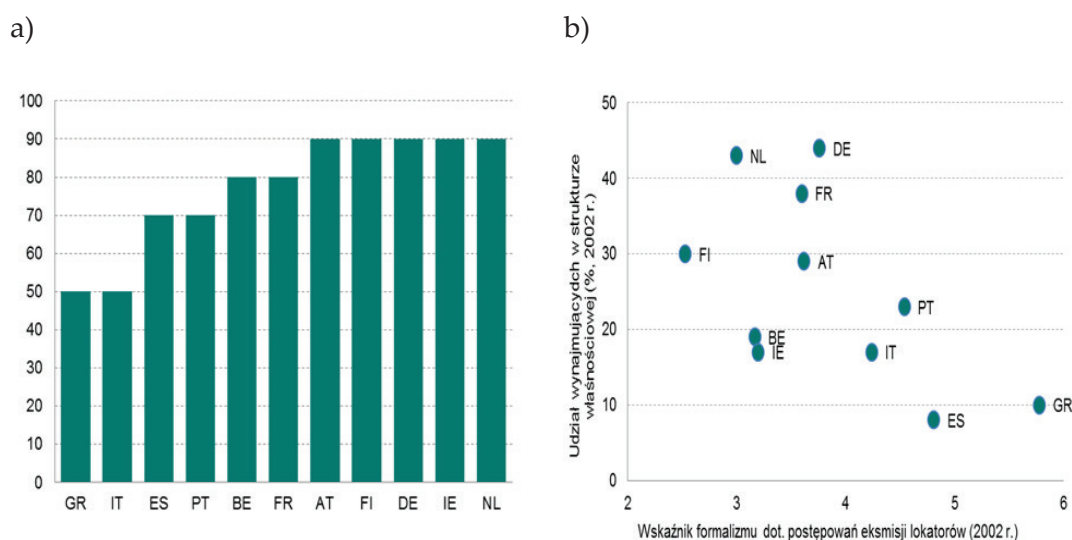
ochrona lokatorów (Wykres 24 panel b). Oddziaływało to w kierunku poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej związanej z rynkiem wynajmu (m.in. mniejsze utrudnienia eksmisji lokatora w przypadku niewywiązywania się przez niego z zobowiązań wobec właściciela).

Rozwinięty rynek wynajmu w części państw strefy euro jest także wynikiem korzystnego otoczenia instytucjonalnego prowadzenia działalności w tym sektorze (Wykres 25 panel a). Wyniki raportu dotyczącego wolności gospodarczej (Heritage Foundation, Wall Street Journal; 2013) wskazują na wysoki poziom ochrony prawa własności zarówno w Niemczech, Austrii, jak i Holandii. Jednocześnie w tych krajach odnotowuje się relatywnie niski stopień formalizmu postępowań w zakresie eksmisji lokatorów (Djankov et al., 2002; Cuerpo et al., 2014). Z kolei w Grecji, Hiszpanii, Portugalii i Włoszech niskiemu udziałowi wynajmujących w strukturze własnościowej towarzyszy mniej korzystne otoczenie instytucjonalne (Wykres 25 panel b).

Wykres 24. Regulacje dotyczące rynku wynajmu w 2009 r.: a) Indeks obrazujący warunki ustalania i podwyżek stawek czynszów (0-6, im wyższa wartość, tym wyższy stopień kontroli stawek czynszów), b) Indeks obrazujący poziom ochrony wynajmujących (0-6, im wyższa wartość, tym wyższy stopień ochrony)



Wykres 25. Otoczenie instytucjonalne rynku wynajmu w strefie euro: a) Indeks obrazujący poziom ochrony praw własności (2013 r.), b) Wskaźnik obrazujących poziom formalizmu w zakresie postępowań eksmisji lokatorów (2002 r.)

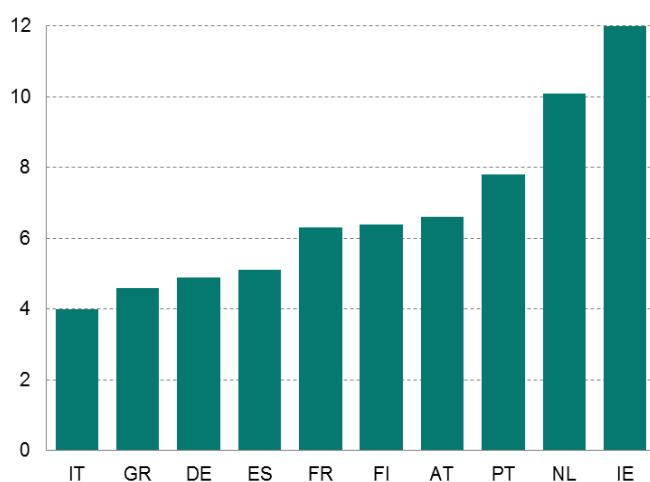


Źródło: The Heritage Foundation, Wall Street Journal, OECD, Komisja Europejska, S. Djankov.

2.4.2 Warunki mieszkaniowe na rynku wynajmu

Rozpatrując stopień rozwoju rynku wynajmu w krajach strefy euro należy uwzględnić warunki mieszkaniowe na tym rynku. Odgrywają one ważną rolę, ponieważ pozwalają określić wpływ przyjętych regulacji na efektywność funkcjonowania rynku wynajmu. Korzystne warunki mieszkaniowe na tym rynku czynią, że alternatywa w postaci wynajmu mieszkania jest bardziej atrakcyjną formą zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych. Rozpatrując warunki mieszkaniowe na rynku wynajmu warto zwrócić uwagę na: wysokość stawek czynszów, udział osób młodych mieszkających z rodzicami, jak również wskaźnik obrazujący stopień przeludnienia w wynajmowanych mieszkaniach. W państwach z rozwiniętym rynkiem wynajmu wysokość stawek czynszów powinna być relatywnie umiarkowana, przy niskim odsetku osób mieszkających w przeludnionych mieszkaniach. Korzystne warunki mieszkaniowe na tym rynku wspierają zaspokajanie popytu mieszkaniowego przez osoby młode. To z kolei przyczynia się do zmniejszenia się udziału osób z grupy wiekowej 18-35 lat mieszkających z rodzicami.

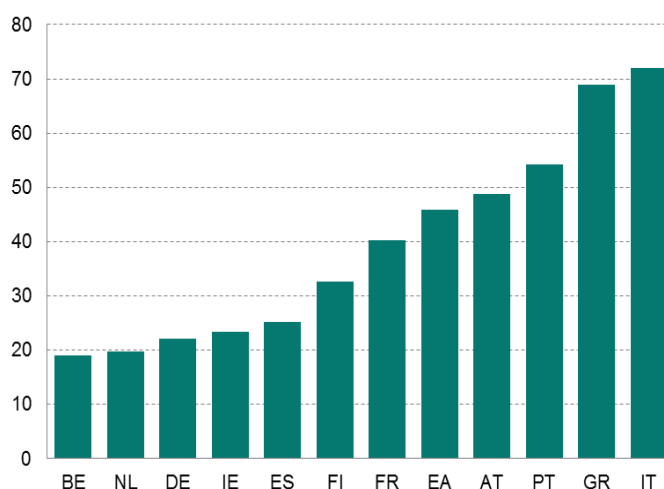
Wykres 26. Wysokość rocznego czynszu w 2009 r. (w tys. euro)



Źródło: Dol i Haffner (2010).

Analizując regulacje dotyczące poziomu czynszów można zauważyć, że w części państw w których są one restrykcyjniejsze ich wysokość była relatywnie niska (Wykres 26). Przemawiają za tym przede wszystkim dane dotyczące wysokości czynszów w Niemczech. Ich roczna wysokość w 2009 r. była tu jedną z najniższych w regionie i wyniosła 4,9 tys. euro. Rozpatrując niemiecki rynek wynajmu warto zwrócić uwagę, że podwyżka czynszu może mieć tu miejsce jedynie raz w roku, a w ciągu trzech lat nie może ona być wyższa niż 20%. Jednocześnie termin umowy najmu jest tu z reguły zawierany, w przeciwieństwie do większości państw strefy euro, na czas nieokreślony. Z kolei najwyższą wysokość czynszu w 2009 r. odnotowano w Irlandii (12 tys. euro), w której kontrola stawek była relatywnie mało restrykcyjna.

Wykres 27. Udział wynajmujących mieszkających w przeludnionych mieszkaniach (w %)

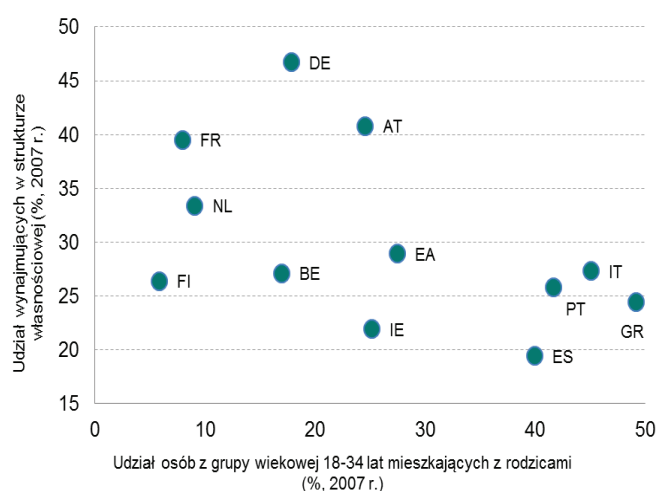


Źródło: Eurostat.

Dane obrazujące stopień zatłoczenia na rynku wynajmu, jak i udział osób z grupy wiekowej 18-34 lat mieszkających z rodzicami wskazują na relatywnie niski stopień rozwoju rynku wynajmu w krajach Południa strefy euro. W 2007 r. aż 70% wynajmujących w Grecji i we Włoszech mieszkało w przeludnionych nieruchomościach

mieszkaniowych (Wykres 27). Jednocześnie w Hiszpanii, Portugalii, Grecji i we Włoszech udział osób w wieku 18-34 lat mieszkających z rodzicami przekraczał 40% (Wykres 28). Z kolei rozpatrując dane dla Niemiec, Austrii, Holandii i Francji można zauważyć, że rynek wynajmu wspierał tu zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych przez osoby młode.

Wykres 28. Udział osób w wieku 18-34 lat mieszkających z rodzicami (2007 r.)



Źródło: Eurostat.

Podsumowując, ważnym czynnikiem ograniczającym wahania cykliczne na rynku mieszkaniowym jest rozwinięty rynek wynajmu. Umożliwia on zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych gospodarstw domowym osiągniętym umiarkowane dochody bez zaciągania zobowiązań finansowych. To z kolei wspiera stabilność systemu finansowego.

2.5. Prawo planowania i zagospodarowania przestrzennego oraz elastyczność podaży mieszkań

Od połowy lat 90. XX w. w związku z rosnącym popytem mieszkaniowym w krajach strefy euro miała miejsce deregulacja prawa planowania i zagospodarowania przestrzennego. Przyczyniła się ona do wzrostu udziału właścicieli w strukturze

własnościowej na rynku mieszkaniowym. Przejawiała się ona przede wszystkim w zmniejszeniu liczby procedur i skróceniu terminu wydawania decyzji o pozwoleniu na budowę, jak również we wzroście liczby budynków objętych uproszczoną procedurą (Pedro et al., 2011).

Rozpatrując prawo planowania i zagospodarowania przestrzennego w krajach strefy euro w 2008 r. można zauważyć zróżnicowanie pomiędzy funkcjonującymi rozwiązaniami w państwach członkowskich (Tabela 3). Dotyczy to zarówno procedur ewidencji gruntów i budynków, jak i wydania decyzji o pozwoleniu na budowę. W trakcie boomu mieszkaniowego liberalne procedury funkcjonowały w Finlandii, Holandii, Irlandii i Hiszpanii. Termin wydania decyzji o pozwoleniu na budowę wyniósł tu poniżej 6 miesięcy. Z kolei rozpatrzenie wniosku o ewidencję gruntów i budynków trwało tu krócej niż 1 miesiąc, z wyjątkiem Irlandii.

Tabela 3. Liczba procedur i terminy wydania decyzji o pozwoleniu na budowę oraz ewidencji gruntów i budynków w krajach strefy euro w 2008 r.

	Ewidencja gruntów i budynków			Pozwolenia na budowę	
	Ranking w Doing Business	Liczba procedur	Termin rozpatrzenia (liczba dni)	liczba procedur	Termin wydania decyzji (liczba dni)
NL	22	2	5	15	175
FI	17	3	14	16	66
ES	42	4	18	8	170
GR	93	12	23	17	170
IT	49	8	27	11	234
AT	30	3	32	12	194
IE	79	5	38	11	119
DE	47	4	40	9	97
PT	65	5	42	17	286
FR	159	9	123	9	215
BE	161	7	132	13	214

Źródło: Doing Business 2008.

Deregulacja procedur planowania i zagospodarowania przestrzennego wspierała wzrost popytu mieszkaniowego w krajach strefy euro, jak i oczekiwań co do przyspieszenia dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych (Oxley et al., 2009). Przemawiają za tym przede wszystkim dane dla Irlandii. Liberalizacja przepisów przyczyniła się tu do nadmiernej aktywności w sektorze mieszkaniowym. Ta z kolei doprowadziła do nieefektywnej alokacji zasobu mieszkaniowego. Ok. 30% nieruchomości mieszkaniowych wybudowanych w latach 2000-2003 była tu niezamieszkałych (Fitz Ger-lad et al., 2003).

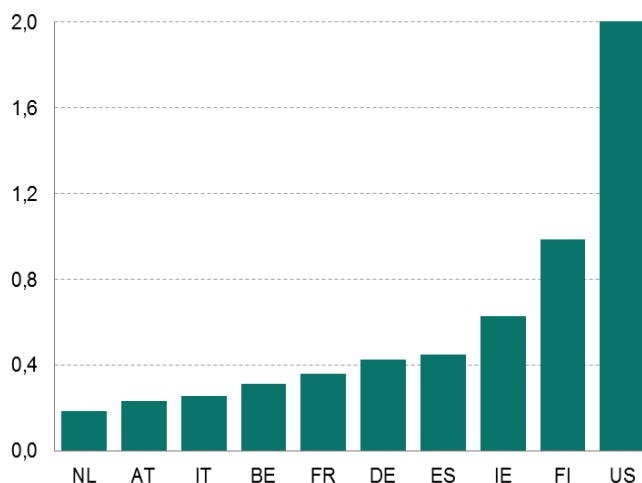
Prawo zagospodarowania przestrzennego ma również wpływ na elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych. Wpływa ona z kolei na kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych i inwestycji mieszkaniowych w sytuacji wystąpienia szoku popytowego. Wzrost popytu mieszkaniowego przy ograniczeniach podaży oddziałuje głównie w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Badania wskazują, że niska elastyczność podaży wspiera przyspieszenie dynamiki i zwiększa zmienność cen nieruchomości mieszkaniowych (Glaeser et. al., 2008; Gyourko 2009; Sánchez i Johansson, 2011). Autorzy podkreślają, że niska elastyczność podaży może wpływać na pogłębienie kryzysu na rynku nieruchomości, jak i częstsze jego występowanie.

Jednocześnie Grimes i Aitken (2006) wskazują, że w krótkim i średnim okresie w związku z wystąpieniem szoku popytowego wyższa elastyczność podaży oddziałuje w kierunku ograniczenia tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Jednocześnie przyczynia się ona także do wzrostu mobilności siły roboczej (Sánchez i Andrews, 2011). Ograniczenia po stronie podaży na rynku nieruchomości, przy wzroście popytu na pracę, mogą głównie przełożyć się na wzrost wynagrodzeń, a nie zatrudnienia. Wysoka dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych oddziałuje wtedy w kierunku wzrostu presji płacowych. Wyniki badań wskazują, że reakcja wzrostu zatrudnienia na wzrost popytu na pracę jest o 20%

słabsza w miastach, w których występują ograniczenia po stronie podażowej na rynku nieruchomości (Saks, 2008).

Rozpatrując elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro można zauważyć, że jest ona relatywnie niska (porównując do Stanów Zjednoczonych; Wykres 29).

Wykres 29. Elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro na tle Stanów Zjednoczonych*



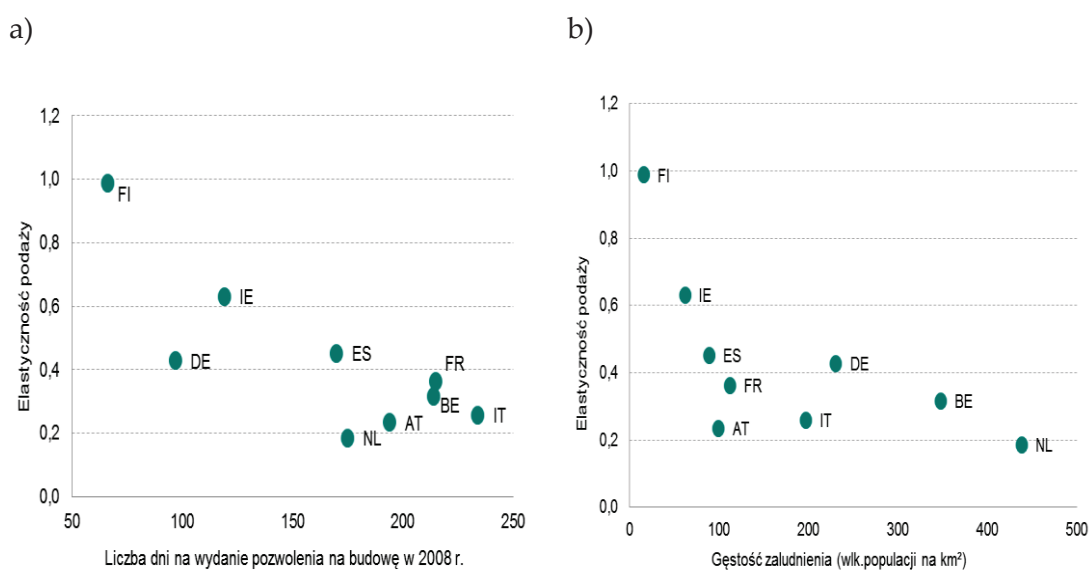
*Podaż nieruchomości mierzona jako napływ inwestycji mieszkaniowych. Elastyczność podaży oszacowana dla próby 1985-2007; dla Hiszpanii 1995-2007; brak danych dla Portugalii i Grecji

Źródło: OECD.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę przede wszystkim na Holandię. Również w Belgii, we Włoszech i Francji odnotowano ograniczenia po stronie podażowej. Ważną rolę odegrał tu relatywni długi okres wydania pozwolenia na budowę (Wykres 30 panel a). Warto zauważyć, że w Holandii i Belgii w kierunku ograniczenia podaży mogła oddziaływać także duża gęstość zaludnienia (Wykres 30 panel b). Niska elastyczność podaży mogła w tych państwach wspierać wysoką dy-

namikę cen nieruchomości mieszkaniowych. Z kolei relatywnie krótki okres wydania pozwoleń na budowę i mała gęstość zaludnienia przyczyniła się w Finlandii do najwyższej elastyczności podaży nieruchomości mieszkaniowych w regionie (wg badań OECD).

Wykres 30. Czynniki wpływające na elastyczność podaży nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefie euro: a) Liczba dni na wydanie pozwolenia na budowę w 2008 r., b) Gęstość zaludnienia



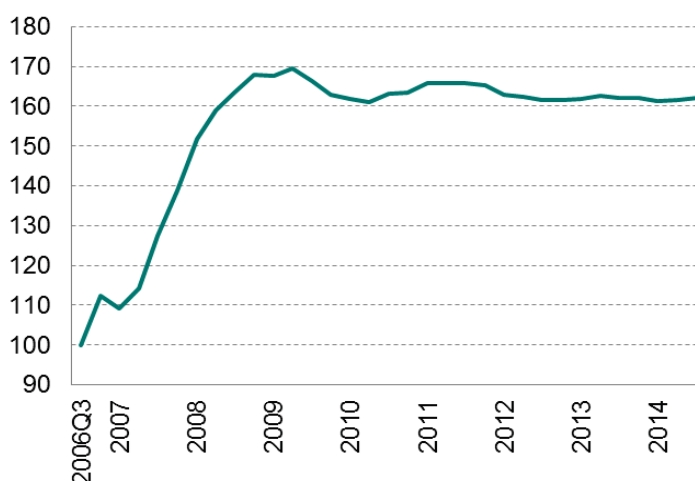
Źródło: OECD, Doing Business 2008.

Podsumowując, elastyczność podaży pozwala zatem przybliżyć, czy wzrost popytu mieszkaniowego przełoży się głównie na przyspieszenie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych, czy też przyczyni się do silniejszego wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Tym samym, zróżnicowanie w zakresie zagospodarowania przestrzennego w krajach strefy euro może prowadzić do zróżnicowanej reakcji rynku nieruchomości na szok popytowy.

3. Implikacje dla sytuacji na rynku nieruchomości w Polsce

Na podstawie przedstawionych doświadczeń krajów strefy euro zostanie omówione funkcjonowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Polski rynek mieszkaniowych na tle krajów członkowskich znajduje się dopiero w początkowej fazie rozwoju. Rozpatrując okres od momentu wejścia do Unii Europejskiej (2004), nie odnotowano tu jeszcze pełnego cyklu w gospodarce rynkowej. A więc doświadczenie uczestników rynku nieruchomości związane z cyklem, kryzysem i ich wpływem na sektor mieszkaniowy i gospodarkę jest relatywnie niewielkie. W związku z tym odwołanie się do doświadczeń państw strefy euro wydaje się konieczne, szczególnie w kontekście dyskusji przystąpienia do wspólnego obszaru walutowego. Analizując polski sektor mieszkaniowy można zauważyć napięcia, które mogą istotnie oddziaływać na funkcjonowanie tego rynku, szczególnie w przypadku wstąpienia do strefy euro.

Wykres 31. Ceny nieruchomości mieszkaniowych w Polsce (2006Q3=100)



Źródło: NBP.

Rozpatrując funkcjonowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce warto zacząć od omówienia boomu mieszkaniowego, który miał miejsce w latach 2006-2008. Skala wzrostu cen znacząco wykraczała poza przyrost dochodów gospodarstw domowych. Boom mieszkaniowy istotnie wpłynął na obecny kształt rynku mieszkaniowego w Polsce. Jego mechanizm szczegółowo omówiono w opracowaniu NBP (Łaszek et al., 2009).

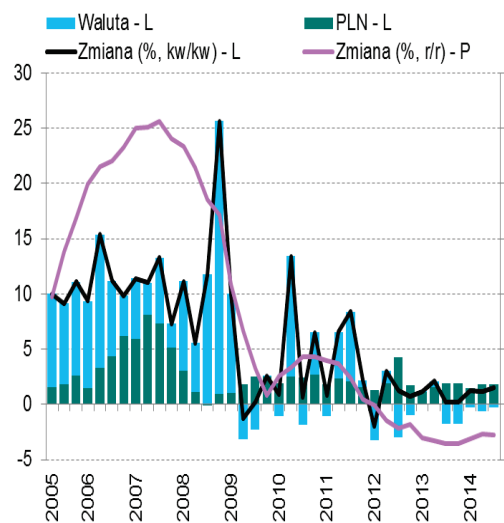
W latach 2006-2008 ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrosły w Polsce o ok. 70% (Wykres 31). W dużym stopniu mechanizm boomu na polskim rynku mieszkaniowym był podobny do tego zaobserwowanego w części państw strefy euro. Wysokim poziomem popytu mieszkaniowego wynikał głównie: ze wzrostu dostępności kredytu mieszkaniowego, dużej płynności i zaostrzenia konkurencji w sektorze bankowym oraz akceptacji przez banki wyższego poziomu ryzyka w warunkach rosnących dochodów gospodarstw domowych i korzystnych zmianach demograficznych (Łaszek et al., 2009). Wspierany był on także poprawą koniunktury w gospodarce, szczególnie w latach 2006-2007, kiedy wzrost PKB przekraczał 6%. Do znaczącej poprawy wskaźnika dostępności kredytowej mieszkania przyczyniły się przede wszystkim:

- liberalizacja polityki kredytowej,
- wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych,
- spadek stopy procentowej,
- pojawienie się „tańszych” kredytów walutowych na zakup nieruchomości mieszkaniowej, głównie denominowanych w CHF.

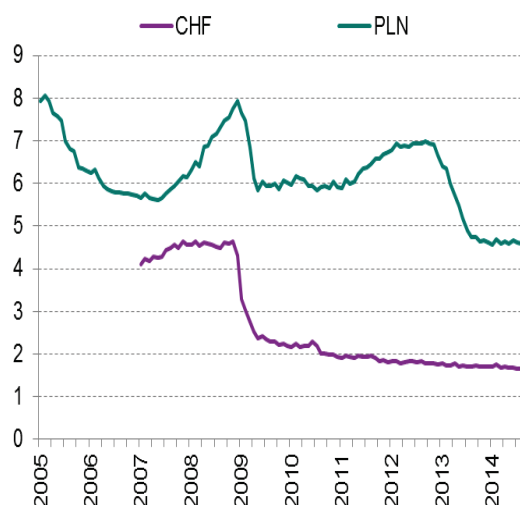
Powyższe czynniki przyczyniły się do silnego wzrostu akcji kredytowej (Wykres 32). W latach 2006-2008 roczna dynamika kredytów mieszkaniowych mieściła się w przedziale 30-60%. Ważną rolę w ich wysokim tempie odegrało przede wszystkim wprowadzenie kredytów walutowych przy zakupie nieruchomości mieszkaniowych. Głównie były to kredyty denominowane we franku szwajcarskim. W związ-

ku z niższym ich oprocentowaniem od kredytów złotych stały się one dominującą formą finansowania zakupu nieruchomości mieszkaniowej na kredyt (Wykres 33). Wzrostowi popytu na kredyt mieszkaniowy sprzyjały także rosnące dochody gospodarstw domowych, których dynamika w latach 2006-2008 przekraczała 4% (Wykres 34). Jednocześnie niski poziom rozwoju rynku wynajmu (szerzej w dalszej części opracowania) związany głównie z restrykcyjnymi regulacjami w ustawie o ochronie praw lokatora wspierał - i tak już silne - preferencje gospodarstw domowych w zakresie posiadania mieszkania. W konsekwencji, podobnie jak w części państw strefy euro, nie funkcjonował mechanizm ograniczający presję na wzrost cen w postaci rozwiniętego rynku wynajmu.

Wykres 32. Struktura nowo podpisanych umów kredytowych na zakup mieszkania (% kw/kw)



Wykres 33. Oprocentowanie kredytu mieszkaniowego w 2007 r. (%)

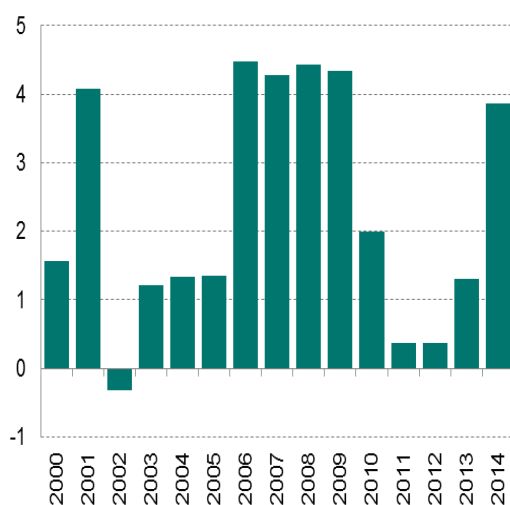


Źródło: NBP, Eurostat, AMRON-SARFiN.

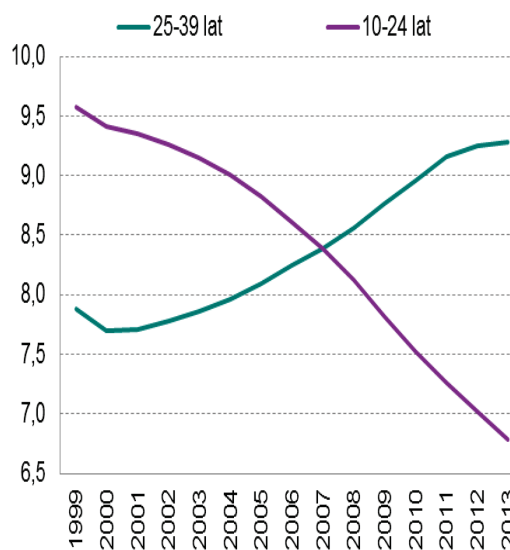
Popyt mieszkaniowy, oprócz wzrostu dostępności kredytu, był także wspierany czynnikami demograficznymi, przy rosnącym stopniu urbanizacji (Wykres 35). W latach 2002-2008 wzrost populacji w grupie wiekowej 25-39 lat mieścił się w przedziale 0,9%-2,1%. Jak przedstawiono wcześniej w opracowaniu jest to grupa, która

w największym stopniu wpływa na kształtowanie się popytu mieszkaniowego. Warto zauważyć, że czynniki demograficzne będą w przyszłości niekorzystnie wpływać na kształtowanie się popytu mieszkaniowego.

Wykres 34. Dynamika dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych (% realnie)



Wykres 35. Liczba populacji ze względu na grupę wiekową (w mln)



Źródło: Eurostat.

W początkowej fazie boomu mieszkaniowego wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nie był odczuwalny dla gospodarstw domowych, ponieważ wskaźnik dostępności kredytu pozostawał na korzystnym poziomie (dzięki czynnikom wyżej opisanym). W późniejszej fazie cyklu dynamika cen przyspieszyła do poziomu, przy którym wskaźnik ten uległ pogorszeniu. Niemniej jednak popyt mieszkaniowy nadal pozostawał na wysokim poziomie. Gospodarstwa domowe decydowały się na zakup mieszkania w warunkach rosnących cen ze względu na oczekiwania ich dalszego wzrostu. Podobnie jak w części krajów strefy euro zadziałał mechanizm „kupię za nim zdrożeje”. Utrzymanie się tendencji wzrostowej cen nieruchomości mieszkaniowych sprzyjało także zakupom mieszkań w celach spekulacyjnych, jako forma lokowania oszczędności. Szczególnie w sytuacji, gdy ceny miesz-

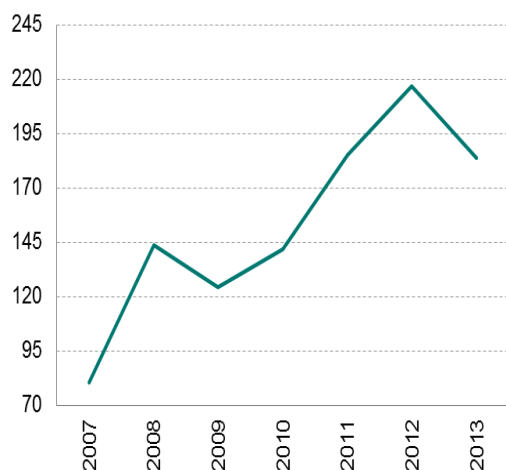
kań w latach 2008-2009 wzrosły o ok. 17%, a indeks WIG względem swojego maksimum w 2007 r. był niższy odpowiednio o 51% w 2008 r. i 28% w 2009 r.

W związku z silną presją popytową, przekładającą się na wzrost akcji kredytowej, odnotowano gwałtowne przyspieszenie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych. Była on także wynikiem wzrostu kosztów w budownictwie, o ok. 7% w latach 2007-2008, jak również wzrostu wartości aktywów krajowych związanych m.in. z wejściem Polski do Unii Europejskiej.

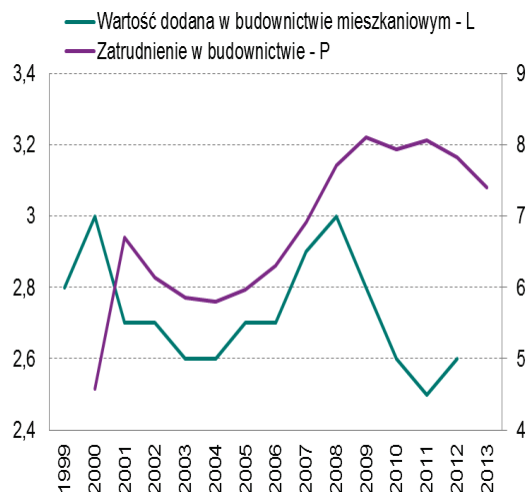
Rozpatrując mechanizm boomu mieszkaniowego w Polsce warto zwrócić uwagę na stronę podażową. Odegrała ona ważną rolę w utrzymaniu się tendencji wzrostowej cen nieruchomości mieszkaniowych.

W czasie boomu mieszkaniowego dopiero po okresie 3-4 lat od zawarcia kontraktu na tzw. „dziurę w ziemi” mieszkania były oddawane nabywcy. Tak duże opóźnienie reakcji po stronie podaży, oprócz barier administracyjnych, było także wynikiem nieodpowiedniej polityki mieszkaniowej (Łaszek et al., 2009). Chodzi tu m.in. o objęcie podatkiem VAT budownictwa deweloperskiego w 2000 r., co obniżyło aktywność w budownictwie mieszkaniowym, przyczyniający się do opóźnienia reakcji firm deweloperskich na boom mieszkaniowy. W efekcie, wzrost podaży mieszkań nie nadążał za wzrostem popytu zgłaszanym przez gospodarstwa domowe. W warunkach rosnącego popytu deweloperzy zwiększali więc ceny nieruchomości mieszkaniowych. Z kolei w późniejszej fazie cyklu przesunięcie pomiędzy podażą a popytem przyczyniło się do wzrostu liczby niesprzedanych mieszkań. Firmy deweloperskie zbyt późno zmniejszyły produkcję i obniżyły ceny mieszkań w odpowiedzi na słabnący popyt mieszkaniowy, co doprowadziło do nadpodaży zasobu mieszkaniowego (Wykres 36). Warto zwrócić uwagę, że mimo boomu mieszkaniowego w Polsce, rola tego sektora w gospodarce była relatywnie niewielka (Wykres 37). W 2008 r. udział budownictwa mieszkaniowego w WDB wyniósł 3% wobec 6,4% w strefie euro.

Wykres 36. Liczb mieszkań w ofercie na rynku pierwotnym w 6 największych miastach (w tys.)



Wykres 37. Udział budownictwa mieszkaniowego w WDB i zatrudnionych w budownictwie w zatrudnieniu ogółem (%)



Źródło: REAS, Eurostat.

Boom na polskim rynku mieszkaniowym w latach 2006-2008 nie przełożył się na załamanie koniunktury w sektorze nieruchomości w kolejnych latach, tak jak to można było zaobserwować w części państw strefy euro, jak i w innych gospodarkach światowych. Uniknięcie potencjalnego załamania na rynku nieruchomości w Polsce wynikało głównie z połączenia następujących czynników.

Po pierwsze, pogorszenie się otoczenia gospodarczego. Chodzi tu głównie o załamanie na amerykańskim rynku nieruchomości w połowie 2007 r. (tzw. kryzys *subprime*), które przełożyło się na globalny kryzys finansowy. Pojawiły się problemy płynnościowe w sektorze bankowym, jak również wzrosły obawy co do wpływu kryzysu finansowego na gospodarkę i sektor bankowy. W efekcie, banki w Polsce ograniczyły ekspansję kredytową, jak również zmniejszyły się oczekiwania spekulacyjne co do dalszego wzrostu cen mieszkań.

Po drugie, pojawiła się nadpodaż mieszkań. Wynikała ona zarówno z opóźnienia reakcji po stronie podażowej, jak również niedopasowania w pewnym stopniu przez deweloperów oferty mieszkaniowej do potrzeb klientów. Przejawiało się to w zbyt dużej liczbie w ofercie mieszkań większych niż dwupokojowe.

Po trzecie, boom mieszkaniowy w Polsce miał silne oparcie w czynnikach fundamentalnych.

Po czwarte, ceny nieruchomości mieszkaniowych osiągnęły relatywnie wysoki poziom w stosunku do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Podsumowując mechanizm i przebieg boom mieszkaniowego, można dojść do następujących wniosków dotyczących polskiego rynku mieszkaniowego:

- krótkookresowa podaż jest sztywna, co prowadzi do opóźnień reakcji po stronie podażowej, w warunkach rosnącego popytu przekłada się to na wzrost cen,
- brak mechanizmu stabilizującego ceny mieszkań w postaci rozwiniętego rynku wynajmu,
- polityka kredytowa banków przyczyniła się do gwałtownego rozwoju kredytów walutowych przy zakupie mieszkania,
- ważną rolę odgrywają zachowania zbiorowe i spekulacja.

Powyższe czynniki, ponieważ nadal mogą one oddziaływać w kierunku wzrostu napięć na polskim rynku mieszkaniowym w przyszłości.

Sztywna krótkookresowa podaż z jednej strony jest wynikiem barier administracyjnych, ograniczonej dostępności terenów m.in. w związku z wydłużający się okresem uzyskania prawomocnego pozwolenia na budowę, które trwa co najmniej

3,5 miesiąca⁷. Z drugiej strony działalność firm deweloperskich w Polsce wiąże się z wysoką koncentracją inwestycji mieszkaniowych. Udział 5 największych deweloperów w łącznej liczbie realizowanych inwestycji mieszkaniowych w największych polskich miastach mieści się w przedziale 30-50% (Łaszek i Olszewski, 2015). Niski stopień konkurencji w sektorze wiąże się także z wysokimi kosztami wejścia, przy relatywnie wysokim stopniu ryzyka inwestycji deweloperskich. Realizacja inwestycji mieszkaniowych trwa relatywnie długo (ok. 18 kwartałów), w związku z tym istnieje możliwość, że w momencie wprowadzenia ich na rynek popyt na nie będzie inny niż w momencie rozpoczęcia inwestycji mieszkaniowych (Łaszek et al., 2012). Do tego dochodzi ryzyko niewypłacalności klienta. W efekcie w Polsce mamy do czynienia z konkurencją monopolistyczną w sektorze deweloperskim.

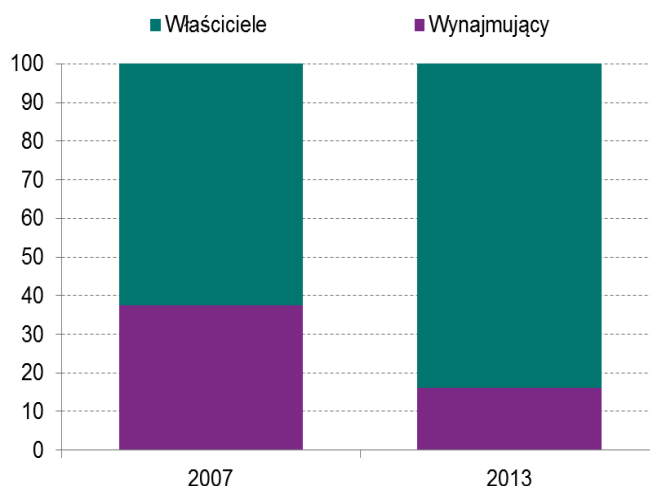
Opóźniona reakcja po stronie podażowej na zmiany popytu mieszkaniowego przyczynia się do ograniczenia mechanizmów dostosowań ilościowych, w konsekwencji równowaga na rynku mieszkaniowym dokonuje się przede wszystkim przez dostosowania cenowe. W celu poprawy efektywności rynku mieszkaniowego w Polsce warto podjąć działania mające na celu zwiększenie konkurencji w sektorze deweloperskim.

Kolejnym czynnikiem, który negatywnie wpływa na kształt rynku mieszkaniowego jest niski poziom rozwoju rynku wynajmu. Znajduje to potwierdzenie w spadku udziału sektora na wynajem w strukturze własnościowej mieszkań w Polsce (Wykres 38). Od 2008 r. odsetek osób wynajmujących mieszkanie zmniejsza się. W 2013 r. wyniósł on zaledwie 16% wobec 37% w 2007 r. Jedynie 4% stanowią wynajmujący po cenach rynkowych. Z drugiej strony aż 60% osób z grupy wiekowej 18-

⁷ Proces ten wiąże się z: uzyskaniem wypisu z Miejscowego Planu Zagospodarowania Przestrzennego (do 14 dni), warunków technicznych dostawy mediów (do 30 dni), pozytywnej decyzji o pozwoleniu budowę, prawomocności decyzji (14 dni, w przypadku złożenia odwołania decyzja musi zostać uprawomocniona przez wyższą instancję) oraz zgłoszeniem w nadzorze budowlanym zamiaru budowy (7 dni przed datą planowanego jej rozpoczęcia).

34 wciąż mieszka z rodzicami⁸. Wskazuje to, że istnieje relatywnie duża, potencjalna grupa osób, która mogłaby zaspokoić potrzeby mieszkaniowe na rynku wynajmu.

Wykres 38. Struktura własności mieszkań w Polsce



Źródło: Eurostat.

Brak rozwiniętego rynku wynajmu jest związany z jednostronnym rozwojem sektora mieszkaniowego, nakierowanego na mieszkania własnościowe, jak i restrykcyjnymi regulacjami dotyczącymi rynku wynajmu. Chodzi tu głównie o przepisy o ochronie lokatora. Ze względu na ochronę najemcy, właściciel może mieć utrudniony dostęp do wynajmowanego mieszkania. Wynika to z problemu eksmisji lokatora w sytuacji niewywiązywania przez niego postanowień zawartych w umowie najmu np. niepłacenia czynszu. Jest to związane z faktem, że w Polsce nie ma tzw. „eksmisji na bruk”, mimo wypowiedzenia umowy najmu. Właściciel mieszkania musi wtedy rozpocząć postępowanie administracyjne i czekać na wyrok sądu (może to trwać nawet kilka lat). Tu z kolei może pojawić się kolejny problem. Zgodnie

⁸ Odsetek osób wynajmujących mieszkania i mieszkających z rodzicami może w rzeczywistości nieco się różnić. Wynika to faktu, że część osób wynajmujących mieszkanie wciąż jest zameldowanych w mieszkaniu rodziców.

z ustawą o ochronie praw lokatora istnieje grupa osób, którym w związku z eksmisją należy się mieszkanie socjalne. Chodzi tu m.in. o: kobiety w ciąży, obłożnie chorych, małoletnich i bezrobotnych⁹. Po orzeczeniu przez sąd prawa do lokalu socjalnego, gmina ma obowiązek dostarczenie takiego mieszkania. W związku z ograniczeniami budżetowymi na rozbudowę budownictwa komunalnego i socjalnego, okres oczekiwania może trwać kilka lat. W konsekwencji „niechciany” lokator nadal będzie przebywał w mieszkaniu, z którego próbowano go eksmitować. Właściciel jest wtedy pozbawiony przychodów z najmu, jednocześnie musi on pokrywać koszty związane z utrzymaniem mieszkania. Rozwiązaniem, w którym eksmisja najemcy mogłaby się odbyć w trybie przyspieszonym, w związku niewywiązywaniem się przez niego postanowień z umowy, jest najem okazjonalny (wprowadzony w 2010 r.). Część przepisów chroniących lokatora zostaje wtedy wyłączona. Rozwiązanie nie poprawia jednak istotnie funkcjonowanie rynku wynajmu, ponieważ przy najmie okazjonalnym lokator musi wskazać lokal, w którym będzie mógł on zamieszkać w przypadku eksmisji. Wielu potencjalnych najemców nie ma możliwości wskazania takiego lokalu. Po drugie, umowę najmu okazjonalnego może zawrzeć jedynie właściciel mieszkania będący osobą fizyczną, która nie prowadzi działalności gospodarczej w zakresie wynajmowania lokali (Łaszek et al., 2010). W związku z tym, rozwiązanie te nie poprawia warunków rozwoju komercyjnych mieszkań na wynajem. Z drugiej strony popyt na wynajem mieszkań może być także ograniczany brakiem odpowiednich regulacji dotyczących stawek czynszów (tj. w Niemczech).

W związku z negatywnym wpływem regulacji na rynek wynajmu, inwestycje mieszkaniowe w tym sektorze są obciążone relatywnie wysokim ryzykiem (Łaszek et al., 2013). To z kolei przekłada się na wyższy poziom czynszu i kaucji, co ograni-

⁹ W związku z prawem do lokalu socjalnego osób bezrobotnych mogą pojawiać się przypadki nadużyć. Chodzi tu m.in. o osoby, które uzyskują dochody z szarej strefy. Jednocześnie mają one możliwość uniknięcia kosztów mieszkaniowych z ograniczonym ryzykiem eksmisji. Ponadto w związku z pozwem o eksmisji najemcy mogą starać się o uzyskanie statusu bezrobotnego przed zakończeniem postępowania w II instancji.

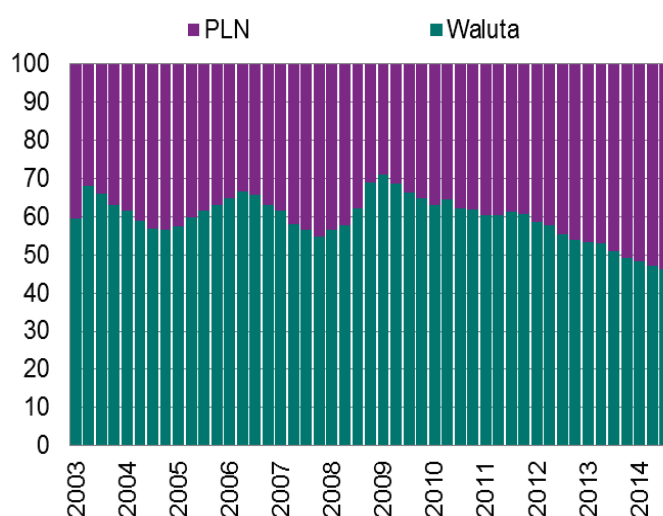
cza popyt na wynajem. Dla części osób stawka czynszu jest zbyt wysoka, więc nadal mieszkają one z rodzicami. Z drugiej strony wysoki poziom czynszu może zrównywać koszt najmu z kosztem zakupu mieszkania. W konsekwencji gospodarstwa domowe decydują się na zakup mieszkania, traktując je jednocześnie jako bezpieczną formę lokowania oszczędności. Występują również ograniczenia w tym sektorze po stronie podaży. Przejawia się to w niedopasowaniu oferty mieszkań na wynajem do potrzeb klientów (zbyt duże dla studentów, zbyt małe dla rodziny z dzieckiem), co może być związane z brakiem profesjonalnego, rynkowego budownictwa na wynajem.

Podsumowując, w Polsce mamy do czynienia z brakiem rozwiniętego rynku wynajmu. Jest to związane przede wszystkim z restrykcyjnymi przepisami dotyczącymi ochrony praw lokatora, które zwiększają ryzyko działalności w tym sektorze. To kolei oddziałuje w kierunku wyższych stawek czynszu ograniczając popyt na tym rynku. Jak wcześniej omówiono, rynek wynajmu odgrywa ważną rolę w funkcjonowaniu sektora mieszkaniowego. Atrakcyjna alternatywa w postaci rozwiniętego rynku wynajmu przekłada się na przepływy pomiędzy tym segmentem a segmentem mieszkań własnościowych, zmniejszając presję na wzrost cen nieruchomości. W konsekwencji przyczynia się to do wygładzenia cyklu na rynku mieszkaniowym. Warto więc podjąć działania oddziałujące w kierunku rozwoju rynku wynajmu w Polsce.

Kolejnym czynnikiem, który wpływa na funkcjonowanie rynku mieszkaniowego w Polsce jest relatywnie duży udział kredytów walutowych w strukturze portfela kredytów mieszkaniowych. Główną rolę odgrywają tu kredyty mieszkaniowe denominowane we franku szwajcarskim, które w I kw. 2015 r. stanowiły ok. 37% portfela kredytów mieszkaniowych. Jak wcześniej wspomniano, oddziaływały one w kierunku gwałtownego wzrostu akcji kredytowej. Gospodarstwa domowe decydując się na zakup nieruchomości mieszkaniowej kierują się przede wszystkim bieżącą sytuacją. W związku z tym percepcja ryzyka kursowego i wpływu potencjalnych

zmian stóp procentowych na koszt obsługi zadłużenia (w Polsce dominuje zmienne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych) jest ograniczana. W rezultacie, niższe oprocentowanie kredytów denominowanych we franku szwajcarskim od kredytów złotych wspierało boom mieszkaniowy. Rozpatrując lata 2003-2014 dopiero od 2014 r. udział kredytów walutowych w portfelu kredytów mieszkaniowych wynosi mniej niż 50% (Wykres 39).

Wykres 39. Struktura portfela kredytów mieszkaniowych (%)



Źródło: KNF.

Wysoki udział kredytów walutowych w finansowaniu zakupu nieruchomości mieszkaniowej negatywnie wpływa na stabilność systemu finansowego i funkcjonowanie rynku mieszkaniowego. Wynika to z dodatkowych zagrożeń w postaci ryzyka kursowego, jak również wpływu stopy procentowej obcego państwa. Korzystniejsze oprocentowanie kredytu denominowanego w obcej walucie od kredytu złotowego jest przede wszystkim związane z „ominięciem” krajowej stopy procentowej. To z kolei może przyczynić się do powstania nadpłynności w sektorze bankowym, doprowadzając do narastania nierównowag w efekcie gwałtownego wzrostu akcji kredytowej. Silne wahania kursowe, w warunkach pogorszenia koniunk-

tury, mogą przełożyć się na pogorszenie jakości portfela kredytów mieszkaniowych, jak również wystąpienie ujemnego wkładu własnego. Gospodarstwa domowe nie mogą wtedy sprzedać mieszkania „bez straty”, co z kolei ogranicza popyt mieszkaniowy w dłuższym horyzoncie czasowym.

W związku z wystąpieniem ryzyka kursowego przy kredytach walutowych, KNF wydał rekomendacje S i T zaostrzające kryteria udzielania kredytów. W przypadku kredytów walutowych banki powinny stosować wyższe wymogi kapitałowe (o ok. 20%) niż przy kredytach złotych. W 2011 r. wprowadzono maksymalny poziom udziału kosztów obsługi kredytów w budżecie gospodarstw domowych (DtI). Dla kredytów walutowych współczynnik DtI wynosił 42%. Z kolei w czerwcu 2014 r. wprowadzono wymóg udzielania kredytów w walucie, w której kredytobiorcy osiągają trwałe dochody (ponad 50% wynagrodzenia). Wprowadzone zmiany przyczyniły się to do utrzymującego się od 2009 r. spadku udziału kredytów denominowanych w obcej walucie, który w I kw. 2015 r. wyniósł poniżej 50%. Niemniej jednak nadal kredyty te odgrywają ważną rolę w sektorze bankowym.

Rozpatrując funkcjonowanie rynku mieszkaniowego w Polsce warto zwrócić uwagę, że większość udzielanych kredytów mieszkaniowych jest o zmiennych stopach. Jednocześnie, nowelizacja przepisów dotyczących listów zastawnych i banków hipotecznych. Projekt, który został przyjęty przez rząd w połowie 2015 r. i ma obowiązywać od stycznia 2016 r. ma na celu zwiększyć rolę stałego oprocentowania w segmencie kredytów mieszkaniowych. Kredyty mieszkaniowe byłyby refinansowane długoterminowymi listami zastawnymi wg stałej stopy procentowej. Stałe oprocentowanie funkcjonowałoby przez 5-7 lat, przy średnim okresie kredytowania 20-30 lat. Po upływie początkowego okresu nastąpiłoby przejście na stawkę WIBOR bądź odnowienie stałej stopy na aktualnych warunkach rynkowych¹⁰. Nowelizacja

¹⁰ Jeżeli po okresie obowiązywania stałego oprocentowania koszt finansowania banku wzrósłby w związku z wyższymi kosztami nowo wyemitowanych listów zastawnych, to koszt obsługi kredytu przez klienta także wzrośnie.

przepisów ma zwiększyć popyt na listy zastawne, których udział w finansowaniu kredytów mieszkaniowych wynosił w Polsce w 2015 r. 0,9%, podczas gdy w Niemczech i Francji odpowiednio 17% i 25%. Projekt zakłada ograniczenie barier podatkowych i prawnych¹¹. Zmiany powinny przełożyć się na łatwiejszy dostęp do europejskiego rynku listów zastawnych, przyczyniając się do stabilnego i tańszego finansowania przez banki akcji kredytowej (listy zastawne nie mogą być wycofane przed terminem wskazanym w warunkach emisji w przeciwieństwie np. do depozytów). W rezultacie powinno to oddziaływać na poprawę stabilności systemu finansowego. Oczekiwania rynkowe zakładają, że w ciągu 5 lat od wejścia w życie nowelizacji ustawy, emisja listów zastawnych mogłaby stanowić ok. 30% finansowania akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych.

Podsumowując, istnieją czynniki sprzyjające narastaniu nierównowag na rynku mieszkaniowym w Polsce. Chodzi tu głównie o niski stopień rozwoju rynku wynajmu i niską konkurencję w sektorze deweloperskim. W związku z tym, szok popytowy silnie oddziałuje na akcje kredytową, szczególnie przy dominującej roli zmiennego oprocentowania kredytów mieszkaniowych. To z kolei może prowadzić do silnego wzrostu cen mieszkań. Pozytywnym sygnałem jest natomiast ograniczenie udziału kredytów walutowych w strukturze portfela kredytów mieszkaniowych. Niemniej jednak nadal pozostaje on na relatywnie wysokim poziomie. W związku z tym ryzyko kursowe i wpływ stopy procentowej obcego państwa wciąż oddziałuje na funkcjonowanie rynku mieszkaniowego w Polsce.

Działania mające na celu poprawę efektywności tego sektora powinny być podjęte także w kontekście dyskusji przystąpienia Polski do strefy euro. W związku z niż-

¹¹ Zniesiony zostanie podatek u źródła (jego dotychczasowa stawka wynosiła 20%). Zwiększone zostaną uprawnienia inwestorów w przypadku upadłości emitenta listów zastawnych. Banki hipoteczne będą zobowiązane do utrzymywania wymogu zabezpieczania listów zastawnych w wysokości co najmniej 10% wartości emisji i buforu płynności na zabezpieczenie obsługi odsetek od listów zastawnych w okresie kolejnych 6 miesięcy. Podwyższone zostaną limity na kredyty mieszkaniowe refinansowane z emisji listów zastawnych z poziomu 60% do 80% wartości nieruchomości. Jednocześnie otwarte fundusze emerytalne będą miały większe możliwości inwestowania w listy zastawne.

szą stopą procentową w strefie euro niż w Polsce może wzrosnąć oddziaływanie kanału kredytowego na polski rynek mieszkaniowy. Najprawdopodobniej będziemy mieć wtedy do czynienia ze wzrostem dostępności kredytu mieszkaniowego i ryzykiem bańki na rynku nieruchomości. Dodatkowo pojawia się ryzyko wystąpienia asymetrii na zmiany parametrów polityki monetarnej pomiędzy gospodarką polską a krajami członkowskimi oraz zaburzenia synchronizacji cykli mieszkaniowych. Polski rynek nieruchomości po przyjęciu euro może zachowywać się inaczej niż rynek ten w pozostałych państwach członkowskich. Wpływ wejścia do strefy euro na rynek nieruchomości został także omówiony w raporcie NBP (2014). Opracowanie wskazuje, że wyższa niż przeciętnie w strefie euro wrażliwość podaży i popytu na kredyt na nieruchomości na zmiany stóp procentowych generowałaby silniejsze wahania cykliczne w polskiej gospodarce niż w krajach strefy euro.

Podsumowanie

Na podstawie doświadczeń krajów strefy euro omówiono wpływ czynników, które są istotne w kształtowaniu popytu mieszkaniowego, jak i funkcjonowaniu rynku nieruchomości mieszkaniowych. Następnie w oparciu o wnioski z pierwszej części dokonano analizy polskiego rynku mieszkaniowego, w tym wskazanie źródeł potencjalnych napięć w tym sektorze.

Rynek nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro w latach 1999-2012 był silnie zróżnicowany pomiędzy państwami członkowskimi. Od początku funkcjonowania strefy euro odnotowano heterogeniczność w zakresie kształtowania się cen nieruchomości mieszkaniowych, jak również znaczenia rynku nieruchomości w gospodarkach krajów członkowskich. W części państw wysoka dynamika cen przyczyniła się do silnego wzrostu inwestycji mieszkaniowych, zwiększając jednocześnie znaczenie rynku nieruchomości. To z kolei przełożyło się na narastanie nierównowag makroekonomicznych. Skala wzrostu cen była tu wyraźnie wyższa niż przyrost popytu. Z drugiej strony można zauważyć państwa członkowskie, w których aktywność w tym sektorze była umiarkowana.

Doświadczenia krajów strefy euro potwierdzają, że ważną rolę w funkcjonowaniu rynku mieszkaniowego odgrywają dochody do dyspozycji gospodarstw domowych *per capita*, jak i oczekiwania co do ich przyszłych wielkości. Wpływają one na skłonność gospodarstw domowych do lewarowania. Również czynniki demograficzne oddziałują na aktywność w sektorze mieszkaniowym. Chodź tu trzeba pamiętać o strukturze wiekowej populacji. Należy wziąć pod uwagę przede wszystkim osoby z grupy wiekowej 25-40 lat. Dane dla krajów strefy euro potwierdzają, że zarówno wielkość populacji z tej grupy wiekowej, jak i osiągany przez nią dochód wpływa na popyt mieszkaniowy. Ten z kolei oddziałuje na ceny.

Wzrost popytu mieszkaniowego znajduje odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki kredytów mieszkaniowych. Tempo wzrostu akcji kredytowej w dużym stopniu zależy od rozwiązań w systemie finansowym wspierających wzrost dostępności kredytu mieszkaniowego (m.in. niższe oprocentowanie kredytu, wydłużenie okresu jego spłaty, wzrost wartości wskaźnika LtV oraz rosnąca rola sekurytyzacji). Korzystne rozwiązania w finansowaniu zakupu nieruchomości mieszkaniowych odgrywają ważną rolę, ponieważ wspierają popyt na kredyt wśród osób osiągających umiarkowane dochody. To z kolei może się przyczynić do większej podatności sektora mieszkaniowego na szoki makroekonomiczne.

Funkcjonowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych zależy także polityki mieszkaniowej. Oddziałuje ona na decyzje gospodarstw domowych związane z zaspokojeniem potrzeb mieszkaniowych. Ważną rolę odgrywa tu rozwinięty rynek wynajmu, który będąc atrakcyjną alternatywą dla zakupu nieruchomości mieszkaniowej ogranicza presję na wzrost ich cen. Jest on głównie wynikiem efektywnych regulacji, jak również korzystnego otoczenia instytucjonalnego. Skuteczność postępowań sądowych i relatywnie niski poziom formalizmu (np. w zakresie eksmisji lokatorów) wspierają prowadzenie działalności gospodarczej w tym sektorze. Rozwinięty rynek wynajmu umożliwia gospodarstwom domowym osiągającym umiarkowane dochody zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych bez zaciągania zobowiązań z tytułu kredytu mieszkaniowego. To z kolei ogranicza zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w przypadku silnego pogorszenia się sytuacji gospodarczej. Warto w tym miejscu także pamiętać o rozwiązaniach w systemie podatkowym. Wsparcie zakupu nieruchomości mieszkaniowych bodźcami fiskalnymi (m.in. ulga odsetkowa, niskie stawki podatków od nieruchomości) przekłada się na wzrost zmienności cen mieszkań. Odmienna polityka mieszkaniowa w krajach strefy euro przyczyniła się do powstania istotnych różnic w długości i kształcie cykli oraz ich mechanizmach.

Rozpatrując funkcjonowanie rynku mieszkaniowego w Polsce można zauważyć, że mechanizm boomu mieszkaniowego był tu podobny do tego zaobserwowanego w części państw strefy euro. Wynikał on głównie ze wzrostu dostępności kredytu mieszkaniowego. Jednocześnie popyt mieszkaniowy był wspierany rosnącymi dochodami gospodarstw domowych, jak i czynnikami demograficznymi. Analiza polskiego rynku mieszkaniowego wskazuje także, że istnieją czynniki sprzyjające narastaniu nierównowag w tym sektorze. Chodzi tu głównie o ograniczenia po stronie podażowej inwestycji mieszkaniowych i niski stopień rozwoju rynku wynajmu. Ważną rolę nadal odgrywa udział kredytów mieszkaniowych denominowanych w obcej walucie. Czynniki te mogłyby również negatywnie wpłynąć na funkcjonowanie rynku nieruchomości po przystąpieniu do strefy euro. Pojawia tu się ryzyko wystąpienia asymetrii na zmiany parametrów polityki monetarnej pomiędzy gospodarką polską a krajami członkowskimi oraz dywergencji cykli mieszkaniowych.

Bibliografia

Agnello L., Schuknecht L. (2009), *Booms and Bust in Housing Markets: Determinants and Implications*, ECB Working Paper Series, No 1071.

Angeloni I., Kashyap K., Mojon B., Terlizzese D. (2002), *Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand?*, ECB Working Paper, No. 114.

Al-Eyd A., Pelin Berkmen S. (2013), *Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area*, IMF Working Paper, WP/13/208.

Almeida H., Campello M., Liu C. (2006), *The Financial Accelerator: Evidence from International Housing Markets*, *Review of Finance*, 10 (3), 321-352.

Andre C. (2010), *A Bird's Eye View of OECD Housing Markets*, OECD Economics Department Working Papers, No. 746.

Andrews D., Sánchez A. C., Johansson A. (2011), *Housing Markets and Structural Policies in OECD countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 836.

Andrews D., Sánchez A. C. (2011), *Drivers of Homeownership Rates in Selected OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 849.

Arnott R. (2003), *Tenancy Rent Control*, *Swedish Economic Policy Review*, 10 (2003), 89-121.

Baele L., Ferrando A., Hördahl P., Krylova P., Monnet C. (2004), *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, ECB Occasional Papers, No. 14.

Ball M. (2009), *European Housing Review 2009*, Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).

Bank Światowy (2007), *Doing Business 2008*.

Barceló C. (2006), *Housing Tenure and Labour Mobility: a Comparison across European Countries*, Banco de Espana Working Papers, No. 603.

BIS (2006), *Housing finance in the global financial market*, CGFS Papers, No 26.

Calza A., Monacelli T., Stracca L. (2009), *Housing Finance and Monetary Policy*, ECB Working Paper Series, No 1069.

Catte P., Girouard N., Price R. W., André C. (2004), *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, OECD Economics Department Working Papers, No. 394.

Coulson N., Fisher L. (2009), *Housing Tenure and Labor Market Impacts: The Search Goes On*, *Journal of Urban Economics*, 65 (3), 252-264.

Cuerpo C., Kalantaryan S., Pontuch P. (2014), *Rental Market Regulation in the European Union*, *European Economy, Economic Papers*, No. 515.

Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2002), *Courts: the Lex Mundi Project*, NBER Working Paper, No. 8890.

Dol K., Haffner M. (2010), *Housing Statistics in the European Union 2010*, OTB Research Institute for the Built Environment, Delft University of Technology.

EBC (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*.

EBC (2008), *The Role of Banks in the Monetary Policy Transmission Mechanism*, *Monthly Bulletin*, August 2008.

EBC (2009), *Housing finance in the euro area*, ECB Occasional Paper Series, No. 101.

EMF (2010), *Study on the Cost of Housing in Europe*.

EMF (2014), *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*.

Fitz Gerald J., McCarthy C., Morgenroth E., O'Connell P. (2003), *The Mid-Term Evaluation of the National Development Plan (NDP) and Community Support Framework*

(CSF) for Ireland, 2000 to 2006, The Economic and Social Research Institute, Policy Research Series, No. 50.

Gertler M., Gilchrist S. (1994), *Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms*, NBER Working Paper, No. 3892.

Girouard N., Kennedy M., van den Noord P., André C. (2006), *Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals*, OECD Economics Department Working Papers, No. 475.

Glaeser E.L., Gyourko J., Saiz A. (2008), *Housing Supply and Housing Bubbles*, NBER Working Paper, No. 14193.

Glaeser, E.L., Luttmer E.F.P. (1997), *The Misallocation of Housing Under Rent Control*, NBER Working Paper, No. 6220.

Grimes A., Aitken A. (2006), *Housing Supply and Price Adjustment*, Motu Working Paper, No. 06-01.

Gyourko J. (2009), *Housing Supply*, Annual Review of Economics, 1 (2009), 295-318.

Iacoviello M., Minetti R. (2002), *Financial Liberalisation and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence*, Boston College Working Papers in Economics, No 538.

Johansson A., Heady C., Arnold J., Brys B., Vartia L. (2008), *Tax and Economic Growth*, OECD Economics Department Working Papers, No. 620.

KNF (2015), *Raport o sytuacji banków w I kwartale 2015 r.*

Komisja Europejska (2012), *Quarterly Report on the Euro Area*, 11 (4).

Lind H. (2001), *Rent Regulation: A Conceptual and Comparative Analysis*, International Journal of Housing Policy 1 (1), 41-57.

Łaszek J. (2002), *Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych. Kryzysy w sektorze nieruchomości – wnioski dla Polski*, Zeszyty BRE Bank-CASE nr 63.

Łaszek J., Augustyniak H., Gajewski K., Olszewski K., Waszczuk J. (2010), *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w latach 2002-2009*, NBP.

Łaszek J., Augustyniak H., Gajewski K., Olszewski K., Waszczuk J. (2012), *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*, NBP.

Łaszek J., Augustyniak H., Gajewski K., Olszewski K., Waszczuk J. (2013), *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2012 r.*, NBP.

Łaszek J., Augustyniak H., Widłak M. (2009), *Euro a ryzyko bąbli na rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Materiały i Studia NBP, nr 238.

Łaszek J., Olszewski K. (2015), *The behaviour of housing developers and aggregate housing supply*, NBP Working Paper, No. 206.

Mankiw N. G., Weil D. N. (1988), *The Baby Boom, the Baby and the Housing Market Bust*, NBER Working Paper, No. 2794.

MFW (2011), *Global Financial Stability Report. Housing Finance and Financial Stability – Back to Basics?*

Miles D., Pillonca V. (2008), *Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets*, Oxford Review of Economic Policy Vol. 24.

Muellbauer J. (2005), *Property Taxation and the Economy after the Barker Review*, Royal Economic Society, The Economic Journal, 115 (502), 99-117.

Muellbauer J. (2008), *Housing, Credit and Consumer Expenditure*, CEPR Discussion Papers, No 6782.

Muellbauer J., Murphy A. (1997), *Booms and Busts in the UK Housing Market*, *The Economic Journal*, 107 (445), 1701-1727.

Muellbauer J., Murphy A. (2008), *Housing Markets and the Economy: the Assessment*, *Oxford Review of Economic Policy*, 24 (1), 1-33.

NBP (2014), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*.

NBP (2015), *Raport o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2015 r.

Oxley M., Brown T., Nadin V., Qu L., Tummers L. (2009), *Review of European Planning Systems*, Centre for Comparative Housing Research, Leicester Business School.

Pedro J.B., Meijer F., Visscher H. (2011), *Comparison of building permit procedures in European Union countries*, OTB Research Institute for the Built Environment, Delft University of Technology.

Poterba J. (1984), *Tax Subsidies to Owner-occupied Housing: An Asset-Market Approach*, *Quarterly Journal of Economics*, 99 (4), 729-752.

Poterba J. (1991), *House Price Dynamics: The Role of Tax Policy and Demography*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 22 (2), 143-204.

Rubio M. (2009), *Fixed and Variable-rate Mortgages, Business Cycles and Monetary Policy*, Banco de Espana Working Paper, No. 0903.

Saks R. (2008), *Job Creation and Housing Construction: Constraints on Metropolitan Area Employment Growth*, *Journal of Urban Economics*, 64 (1), 178-195.

Sánchez A.C., Andrews D. (2011), *Residential Mobility and Public Policy in OECD Countries*, *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2011/1.

Sánchez A., Johansson A. (2011), *The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 837.

Sánchez A.C., Andrews D. (2011), *To Move or not to Move: What Drives Residential Mobility Rates in the OECD?*, OECD Economics Department Working Papers, No. 846.

Sims D. (2007), *Out of Control: What Can We Learn from the End of Massachusetts Rent Control?*, *Journal of Urban Economics*, 61 (1), 129-151.

Skudelny F. (2009), *Euro Area Private Consumption: Is There a Role for Housing Wealth Effects?*, ECB Working Paper Series, No 1057.

The Heritage Foundation in partnership with The Wall Street Journal (2013), *2013 Index of Economic Freedom*.

Tsatsaronis K., Zhu H. (2004), *What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence*, BIS Quarterly Review.

van den Noord P. (2003), *Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area*, OECD Economics Department Working Papers, No. 356.

www.nbp.pl

