

Janusz Dąbrowski\*

## Kryzys na rynku nieruchomości w Polsce w kontekście kredytów hipotecznych

### 1. Wprowadzenie

„Teoria to model budowy świata; jest to próba odnalezienia porządku w pozornie losowych zdarzeniach codziennego życia (...). Ekonomiści celowo koncentrują się na kilku najbardziej istotnych charakterystykach danego problemu, starając się odkryć prawa, które rządzą zależnościami występującymi między nimi” [2, s. 11].

Trzech wybitnych amerykańskich ekonomistów formułując definicję teorii, już na wstępie podaje w wątpliwość „losowość zdarzeń życia codziennego”. Definicja została sformułowana wiele lat temu i mimo upływu czasu wciąż jest bardzo aktualna, a rozwój i powstanie ogromnych baz danych i komputerów o coraz większych mocach obliczeniowych tylko potwierdza jej sens.

Patrząc na współczesny świat, dostrzegamy coraz więcej kontrastów. Aż 59% bogactwa naszego globu jest skupione w rękach 6% populacji. W grupie sześciu procent najbogatszych ludzi aż 45% całego majątku ziemskiego należy do około 540 oligarchii rodzinnych. Dane te świadczą o silnej koncentracji kapitału u stosunkowo niewielkiej grupy ludzi. Przeważająca część ludzkości, około 80% populacji, żyje w bardzo ubogich warunkach, z czego 50% cierpi niedożywienie, a aż 500 mln ludzi jest bliskich śmierci głodowej. To proste zestawienie pokazuje, jak bardzo świat jest spolaryzowany i jak wiele kontrastów i niesprawiedliwości zostało pogłębionych w XX wieku. Tak dużą różnicę w zamożności trudno wytłumaczyć tylko pracowitością i systemem politycznym.

Z ogólnie dostępnych informacji wynika, że przyrost majątku jednego z największych graczy polskiej giełdy wyniósł w ostatnim roku 4,5 mld zł. Porównując to z wynikami przedsiębiorstw i PKB za 2006 rok w Polsce, można się zastanawiać nad mechanizmami, które umożliwiły tak duży przyrost majątku w tak krótkim czasie. Czy jest możliwe, aby było to zasługą tylko niezwyklej pracowitości i geniuszu, czy być może na świecie istnieją mechanizmy, niezbyt czytelne dla przeciętnego człowieka, związane z globalizacją, pozwalające na powstawanie gigantycznych fortun? Przeważnie szybkemu, nadmiernemu i niewynikającemu z pracy wzrostowi zamożności towarzyszy swobodny przepływ kapitału i mechanizmy związane

---

\* Stowarzyszenie Naukowe im. Stanisława Staszica, Kraków

z różnego rodzaju kryzysami. Jednym z nich, często występującym na naszym globie, jest kryzys na rynkach nieruchomości związany z udzielaniem pożyczek pod zastaw hipoteczny i powodującym poważne kryzysy bankowe. Efektem końcowym takiego kryzysu – jak pokazuje historia – może być nawet niewypłacalność banków komercyjnych. W niniejszym artykule pragnę przybliżyć niektóre mechanizmy towarzyszące występowaniu tego rodzaju kryzysu.

Z uwagi na brak dostępu do pewnych danych w wielu obszarach można opierać się tylko na przypuszczeniach i analizie już zaistniałych zdarzeń gospodarczych. Jeśli przyjmiemy założenie, że kryzysy na rynkach nieruchomości są pogłębiane przez swobodny przepływ kapitału, to z pewnością będą występowały pewne prawidłowości i powtarzalne mechanizmy. Swobodny przepływ kapitału o charakterze spekulacyjnym będzie następował tylko wtedy, gdy spełnione będą pewne warunki dogodne do pomnożenia kapitału. Częstymi objawami poprzedzającymi kryzys na rynkach nieruchomości są m.in.: szybki wzrost gospodarczy, spadek inflacji i bezrobocia, a także wzrost konsumpcji. Można przypuszczać, że od skali i wielkości kapitału spekulacyjnego zależy jego wpływ na gospodarkę i politykę danego kraju. Potwierdzenia lub wykluczenia takiego założenia należy szukać w liczbie kryzysów gospodarczych na obszarach o swobodnym handlu. Zwiększanie się liczby i skali kryzysów będzie dowodzić coraz większego wpływu kapitału spekulacyjnego.

Klasycy myśli ekonomicznej często dzielą oszczędności na trzy grupy w zależności od przeznaczenia:

- 1) podstawową – służącą do zaspokojenia fundamentalnych potrzeb,
- 2) rezerwową – przygotowaną na wszelki wypadek,
- 3) specjalną – przygotowaną do wykorzystania w sytuacjach wyjątkowych.

Należy przypuszczać, że mechanizm podziału oszczędności w gospodarstwach domowych występuje również w większych organizmach ekonomicznych. Odpowiednikiem oszczędności „specjalnych” w gospodarstwach domowych w obrocie gospodarczym jest kapitał spekulacyjny mający znaczący wpływ na kryzys gospodarczy.

W tabeli 1 zaprezentowano zestawienie kryzysów na rynkach nieruchomości w Europie i Ameryce Północnej w ciągu ostatnich 30 lat.

Analiza danych w tabeli 1. pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- Układ graficzny wyraźnie wskazuje na regularność w występowaniu kryzysów na rynkach nieruchomości związanych z kryzysami bankowymi.
- Położenie geograficzne krajów przeżywających kryzys również przemawia za brakiem przypadkowości.
- Przy założeniu, że czynnik spekulacyjny jest istotny w pogłębianiu kryzysów na rynkach nieruchomości, należałoby przyjąć, że kapitał napływa kilka lat wcześniej, po spełnieniu pewnych kryteriów, przed wystąpieniem kryzysu. Wynika to z faktu małej płynności nieruchomości. Po wystąpieniu pierwszych oznak kryzysu kapitał spekulacyjny będzie wykazywał tendencję do „ucieczki”. Natężenie wypływu kapitału uzależnione jest od czasu trwania kryzysu.

Tabela 1. Kryzysy na rynkach nieruchomości powiązane z kryzysami bankowymi

Kraje	1974	75	76	77	78	79	1980	81	82	83	84	85	86	87	88	89	1990	91	92	93	94	95	
Europa																							
W. Brytania (1974–1976)	■	■	■																				
Niemcy (1976–1980)			■	■	■	■	■																
Hiszpania (1977–1985)				■	■	■	■	■	■	■	■	■	■										
Norwegia (1987–1989)														■	■	■							
Szwecja (1991)																		■	■	■			
Finlandia (1991–1993)																		■	■	■			
Francja (1994–1995)																					■	■	
Ameryka Północna																							
USA (1984–1991)																		■	■	■	■	■	

\* Ciemnoszare pola – okres kryzysu na rynkach nieruchomości w poszczególnych krajach w powiązaniu z kryzysami bankowymi.  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie [6]

## 2. Przyczyny kryzysów na rynkach nieruchomości i w instytucjach finansowych

### 2.1. Rynki kapitałowe

Sytuacja na rynkach kapitałowych jest określana przez fachowców jako skomplikowana i trudna. Przykład giełdy papierów wartościowych w Polsce świadczy, że z całą pewnością można znaczącą część kapitału określić mianem spekulacyjnego (rys. 1).



Rys. 1. Zestawienie niektórych parametrów i wskaźników obrazujących giełdę warszawską może uwidocznic bardzo niepokojące sygnały.

Źródło: na podstawie danych z [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

Coraz częściej uczestnikami działań spekulacyjnych są osoby prawne. Obserwując notowania niektórych spółek giełdowych, można dostrzec całkowite oderwanie wyników finansowych spółek od wartości ich akcji. W analizie technicznej widać bardzo wyraźnie okresy skupu akcji, po czym – po osiągnięciu pakietu kontrolnego – spekulacyjne windowanie wartości akcji. Sytuacja, w której wartość akcji poszczególnych spółek przekracza nawet trzystukrotność ich rocznego zysku, nie należy do rzadkości. W żargonie analityków giełdowych w odniesieniu do spółek o wzrastającej wartości akcji bez powiązania z wynikami finansowymi stosuje się termin „spółki pod opieką”. Sytuacje wzrostu lub obniżki wartości spółek przed opublikowaniem kwartalnych wyników finansowych, w zależności od przekazu raportu finansowego później publikowanego, stały się standardem w polskiej rzeczywistości. Działania spekulacyjne zakrojone na dużą skalę są widoczne już na etapie analizy technicznej nawet dla osób nieinwestujących na giełdzie. Podstawowa funkcja giełdy, czyli zasilanie środkami finansowymi tego, kto ma niedobór kapitału, przez tego, kto ma go w nadmiarze, nie jest spełniona, a to z kolei jest zasadniczą przyczyną trudności na rynku kapitałowym. Fundusze inwestycyjne mają rygorystycznie ustalony poziom środków, jakie mogą przeznaczyć na zakup akcji. Przeciętnie jest

to poziom 40% wartości środków finansowych danego funduszu. Ponieważ wiele funduszy zbliżyło się do granicy zaangażowania inwestycyjnego w akcje, w sposób naturalny następuje inwestowanie w nieruchomości. Jeżeli dodamy do tego, że co miesiąc na rynek napływają nowe środki finansowe (w kwietniu br. padł rekord – 4,5 mld zł), to można dostrzec skalę zjawiska.

Interpretując relacje ceny do zysku w 2003 roku, należy stwierdzić, że inwestorzy, którzy dokonywali transakcji kupna, godzili się na zakup akcji (podano średni kurs dla wszystkich notowanych spółek w danym roku), które są równoważnością 146-letniego zysku, przy założeniu stałego poziomu zysku rocznego. W normalnej sytuacji taka transakcja byłaby postrzegana jako całkowicie nieopłacalna. Stopa zwrotu na poziomie 0,6% przy inflacji kilku procent w efekcie końcowym daje stratę dla inwestora.

## **2.2. Zamożność społeczeństwa a rynek nieruchomości**

Po wejściu Polski do UE dla wielu Polaków pojawiły się nowe, bardzo dobre, perspektywy pracy w krajach „piętnastki”. Liczbę Polaków (przeważnie młodych i wykształconych), którzy wyjechali za granicę, szacuje się na 3–5 mln. Tak duży niedobór rąk do pracy na rynku budowlanym spowodował zmianę na rynku pracy z „rynku pracodawcy” na „rynek pracownika”, co wpłynęło na wzrost wynagrodzenia, a co za tym idzie – wzrost cen. Dodatkowo na wzrost płac pozytywnie przełożył się wzrost gospodarczy trwający już wiele miesięcy. Ogólna sytuacja w gospodarce jest postrzegana jako bardzo dobra. Polska jest uważana przez zachodnich inwestorów za atrakcyjne miejsce do inwestowania, głównie z uwagi na tanią (w stosunku do krajów „starej Unii”) i dobrze wykwalifikowaną siłę roboczą. Nowi inwestorzy, niejednokrotnie konkurując między sobą w pozyskiwaniu fachowców, oferują im coraz dogodniejsze warunki przede wszystkim płacowe, co sprzyja wzrostowi wynagrodzenia i zamożności społeczeństwa. Jednym z głównych czynników powodujących ożywienie na rynku nieruchomości jest wzrost zamożności. Wzrost dochodów mieszkańców wraz z systematyczną poprawą gospodarki, zwiększaniem się jakości i liczbę ofert na rynku kredytowym spowodował ożywienie na rynku budowlanym. Szacuje się, że w Polsce należy wybudować około 2 mln mieszkań, aby zaspokoić potrzeby ludności na poziomie standardów przyjmowanych w UE.

## **2.3. Wpływ działalności kredytowej na rynek nieruchomości – szanse i zagrożenia**

Systematyczna poprawa sytuacji materialnej Polaków i bardzo ostra konkurencja pomiędzy bankami doprowadziła do wzrostu znaczenia kredytów hipotecznych przy finansowaniu budownictwa mieszkaniowego. W ostatnich latach pojawiło się bardzo dużo atrakcyjnych ofert bankowych polegających na zmianie okresu spłaty

kredytu, wprowadzeniu stałej stopy procentowej i znacznie wydłużonym okresie spłat sięgającym 30 a nawet 50 lat. Starzejące się społeczeństwo Europy wymusiło zmianę podejścia kredytodawców do kredytobiorców. Osobom rozpoczynającym pracę banki udzielają kredytów na wybudowanie domu, później gdy kredytobiorca przechodzi na emeryturę, przejmują budynek i spłacają kredytobiorcę. Zapewniają mu dzięki temu wysoki poziom konsumpcji i jednocześnie gwarantują mu możliwość korzystania z nieruchomości aż do śmierci. Takie podejście z jednej strony umożliwia szybkie zamieszkanie w swoim domu, z drugiej – w wieku emerytalnym zapewnia konsumpcję na wysokim poziomie, banki zaś mogą świadczyć usługi finansowe w sposób ciągły. Wpływ na liczbę kredytów hipotecznych w Polsce ma bez wątpienia fakt wynagradzania pracowników banku w systemie prowizyjnym. Im dany pracownik banku sprzedaje więcej produktów finansowych, tym jego dochody są większe. W praktyce powoduje to systematyczne obniżanie wymogów bezpieczeństwa i przyjmowanie nierealistycznych założeń dotyczących dochodów kredytobiorców. Wzrost cen nieruchomości sprawił, że w przypadku udzielania kredytów hipotecznych stosuje się zbyt optymistyczną ocenę projektu inwestycyjnego. Wielu ekonomistów (w tym m.in. Kamerschen, McKenzie, Nardinelli) twierdzi, że tak drastyczny wzrost cen nieruchomości jest wynikiem dużej ilości pieniądza na rynku i małej podaży mieszkań. Ponieważ wiele kredytów jest przyznawanych w obcej walucie, siła złotówki może mieć istotny wpływ na zdolność kredytobiorców do spłacenia długów.

### 3. Mechanizmy wzrostu cen nieruchomości

Występowanie kryzysu na rynku nieruchomości poprzedzone jest zazwyczaj pozytywnymi oznakami w gospodarce. Zwiększenie produkcji, PKB, realnych dochodów mieszkańców, eksportu, popytu itp. oraz zmniejszenie inflacji i bezrobocia – to zjawiska towarzyszące wzrostowi gospodarczemu. Poprawa parametrów makroekonomicznych powoduje obniżenia stóp procentowych, co z kolei uruchamia tańsze kredyty hipoteczne. Zwiększony popyt na mieszkania, znacznie przekraczający podaż, jest motorem dużego wzrostu cen materiałów budowlanych i nieruchomości. Dodatkowo banki monitorując ceny na rynkach nieruchomości, odnotowują znaczny wzrost ich wartości, obniżają wymagania zabezpieczeniowe w stosunku do kredytobiorców hipotecznych. To powoduje dodatkowy napływ pieniędzy na rynek. Wzrost optymizmu konsumenckiego i oczekiwanie na wzrost dochodów konsumentów również przekłada się na wzrost liczby nowych kredytów. Uzależnienie wielkości wynagrodzenia pracowników banku od liczby udzielonych kredytów niesie niebezpieczeństwo zbyt dużego optymizmu w ocenie sytuacji materialnej kredytobiorcy. Banki w ostatnim okresie cechuje zbyt liberalna polityka oceny zdolności kredytowej

i zbyt optymistyczna ocena projektów inwestycyjnych. Z uwagi na niedostateczne regulacje i niewystarczającą sprawozdawczość instytucji kredytowych banki centralne zbyt późno uzyskują sygnały ostrzegawcze i za późno podnoszą stopy kredytowe. Przeciwdziałanie rozwojowi kryzysu na rynku nieruchomości wymaga „studzenia” gospodarki, co nie jest popularne, ponieważ polega głównie na podnoszeniu stóp procentowych. Droższe kredyty wywołują niezadowolenie osób fizycznych i przedsiębiorców, co sprawia, że politycy nie podejmują przez długi okres stosownych działań. Rządzący starają się jak najdłużej utrzymywać wzrost gospodarczy, ponieważ ma to wpływ na wynik wyborczy. Niepopularne decyzje, a do takich należy podnoszenie stóp procentowych, skutkują spadkiem poparcia elektoratu dla rządzących. Zbytня liberalizacja przepływu kapitału sprzyja zaś działalności spekulacyjnej.

#### 4. Podsumowanie

- Kryzysy na rynkach nieruchomości są bardzo mocno powiązane z trudną sytuacją na rynkach kapitałowych i z reguły są powiązane z kryzysami bankowymi.
- Inwestorzy w przypadku pojawienia się sygnałów o zmianie koniunktury wycofują kapitał z danego kraju, co pogłębia zjawisko recesji.
- Niskie stopy procentowe powodują wzmożony rozwój przedsiębiorstw, wzrost inwestycji, a co za tym idzie – wzrost dochodów społeczeństwa. Pojawienie się dużej ilości pieniędzy na rynku nieruchomości powoduje przewagę popytu nad podażą, co prowadzi do wzrostu cen jako efektu inflacji popytowej. Skutecznym sposobem walki z inflacją popytową jest podnoszenie stóp procentowych. Jest to jednak działanie sprzeczne z oczekiwaniami społeczeństwa.
- Brak reakcji ze strony decydentów w kwestii przeciwdziałania powstawaniu zjawisk kryzysotwórczych powoduje pogłębianie negatywnych zjawisk i jest powodem napływu kapitału spekulacyjnego. Na świecie mamy do czynienia ze swoistą grą rynkową inwestorów, co może być postrzegane jako działalność spekulacyjna.
- Zmiany demograficzne są bardzo istotnym czynnikiem kształtującym relacje popytu i podaży.
- Przystąpienie Polski i pozostałych dziewięciu państw do UE spowodowało ożywienie gospodarki i wzmożony przepływ kapitału w tych krajach.
- Bank centralny wraz z bankami komercyjnymi w odpowiedzi na niebezpieczeństwo kryzysu bankowego związanego z nadmiernym udzielaniem kredytów hipotecznych niemających pokrycia w wartości nieruchomości powinny podjąć działania polegające na:



- ograniczaniu dopływu kredytów na rynek w przypadku szybszego wzrostu cen mieszkań od dochodów kredytobiorców;
- podwyższaniu wymogów „ostrożnościowych” przez nadzór bankowy;
- zmniejszeniu napływu kapitału kredytowego;
- ograniczeniu popytu kredytów hipotecznych poprzez podniesienie stóp procentowych;
- uwzględnianiu przy wycenie nieruchomości będących zastawem hipotecznym parametrów makroekonomicznych;
- rzetelnej ocenie zdolności kredytowej klientów;
- ostrożnej ocenie projektów inwestycyjnych;
- prowadzeniu baz danych o rynkach nieruchomości;
- wprowadzeniu skuteczniejszych procedur zabezpieczających regulacje i sprawozdawczość instytucji kredytowych z udzielonych kredytów hipotecznych;
- przeciwdziałaniu działalności spekulacyjnej na rynku nieruchomości;
- zmniejszeniu uzależnienia zarobków i premii urzędników odpowiedzialnych za kredyty od liczby i kwot udzielonych kredytów przy równoczesnym zwiększeniu odpowiedzialności za nietrafne decyzje;
- przeciwdziałaniu liberalizacji przepływów finansowych.

#### 4.1. Wpływ polityki na kryzys nieruchomości

Powszechnie uważa się, że polityka gospodarcza wywiera znaczący wpływ na występowanie bądź też przeciwdziałanie występowaniu kryzysów na rynkach nieruchomości. Przeciwdziałanie nadmiernemu wzrostowi cen jest niepopularne, ponieważ w praktyce oznacza podniesienie stóp procentowych, a przez to ograniczenie inwestycji i konsumpcji. Paradoksalnie planowany rozwój budownictwa mieszkaniowego w Polsce w najbliższych latach może być powodem porażki w dziedzinie budowy dróg i autostrad. Już dziś brakuje rąk do pracy w budownictwie. Utrzymanie koniunktury spowoduje konieczność sprowadzenia „obcej” siły roboczej do Polski, co wydaje się niekorzystne na tym etapie rozwoju gospodarczego. Władze powinny być zainteresowane rozwojem polskich firm budowlanych wykorzystujących rodzime zasoby ludzkie. Realizacja planu budowy dróg i autostrad spowoduje jeszcze większe rozwarstwienie podaży i popytu, powiększając inflację popytową i doprowadzając do niekontrolowanego wzrostu cen. Jeżeli ceny materiałów i usług budowlanych wzrosły w ostatnim okresie dwu- czy trzykrotnie, to należy się spodziewać, że po rozpoczęciu realizacji planu budowy dróg podwyżka cen może być znacznie większa, co może doprowadzić przy mocnej walucie krajowej do kilkukrotnego spadku realnej siły nabywczej złotówki. Taka sytuacja jest możliwa wtedy, gdy mocnej złotówce będzie towarzyszyć kilkusetprocentowa inflacja w dziedzinie robót budowlanych. W konsekwencji możemy wybudować dwu-, trzykrotnie mniej autostrad za te same pieniądze.



Ponieważ w krótkim czasie konieczne będzie wybudowanie dużej liczby autostrad, znaczny wzrost cen jest nieunikniony. Dodatkowo dobra koniunktura i wzrost cen nieruchomości zwiększy koszty budowy autostrad związane z wykupem gruntów w pasie drogowym.

## Literatura

- [1] Kirzner I.: *Competition and Entrepreneurship*. University of Chicago Press, Chicago 1973.
- [2] Kamerschen D.R., McKenzie R., Nardinelli C.: *Ekonomia*. Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1991.
- [3] Czaja J.: *Metody szacowania wartości rynkowej i katastralnej nieruchomości*. Katedra Informacji o Terenie AGH, Kraków 2001.
- [4] Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M.: *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*. Materiały i Studia NBP, 2004.
- [5] Adamczewski Z.: *Elementy modelowania matematycznego w wycenie nieruchomości. Podejście porównawcze*. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2006.
- [6] Nikiel L.: *Mechanizmy dynamiki i zróżnicowania cen na rynek mieszkaniowym*. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Olsztyn 2007.
- [7] Reksa Ł.: *Kryzysy na rynkach nieruchomości a kryzysy bankowe*. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Olsztyn 2007.