

Uniwersytet Rzeszowski
Instytut Ekonomii i Finansów

Tomasz Lechowicz

**Wpływ polityki monetarnej i mikroostrożnościowej na
koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych
(przykład Polski i Wielkiej Brytanii)**

**The impact of monetary and micro-prudential policies on the economic situation on the
housing market (example of Poland and Great Britain)**

Praca doktorska

Promotor:
dr hab. inż. Ryszard Kata, prof. UR

Rzeszów 2023

Oświadczenie samodzielności

Oświadczam, że pracę doktorską przygotowałem samodzielnie, korzystając jedynie z pomocy merytorycznej promotora.

Wszystkie wykorzystane przeze mnie źródła, w tym fragmenty prac i ustalenia innych osób, zostały odpowiednio zaznaczone, z zachowaniem praw autorskich oraz wydawniczych.

Data Podpis.....

Składam serdeczne podziękowania
Panu profesorowi Ryszardowi Kata
za opiekę naukową, udzieloną pomoc i cenne
wskazówki w trakcie przygotowywania pracy

Spis treści

WSTĘP	6
Rozdział 1. ZAGADNIENIA METODYCZNE	13
1.1. Cel badań i hipotezy badawcze	13
1.2. Zakres badań i źródła danych empirycznych	15
1.3. Metodyka badań	17
Rozdział 2. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZ- KANIOWYCH	26
2.1. Pojęcie i ekonomiczna istota mieszkania	26
2.2. Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego determinanty	37
2.3. System finansowania nieruchomości jako czynnik rozwoju rynku mieszkaniowego	48
2.4. Inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe – przesłanki, specyfika i ryzyko dla inwestora	55
Rozdział 3. RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH W POLSCE I W WIELKIEJ BRYTANII	61
3.1. Polityka mieszkaniowa w Wielkiej Brytanii i w Polsce w odpowiedzi na problemy mieszkaniowe kraju	61
3.2. Charakterystyka rynku mieszkaniowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii	76
Rozdział 4. SEKTOR BANKOWY JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA NIERUCHO- MOŚCI MIESZKANIOWYCH	94
4.1. Bankowe instrumenty finansowe na rynku nieruchomości mieszkaniowych	94
4.1.1. Kredyty hipoteczne jako instrumenty finansujące zakup nieruchomości mieszkani- owych	96
4.1.2. Instrumenty refinansowania akcji kredytowej na rynku kredytów hipotecznych	103
4.1.3. Wykorzystanie mechanizmów refinansowania kredytów hipotecznych przez banki w Polsce i w Wielkiej Brytanii	110
4.2. Rządowe programy wspierające rynek kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii	117
4.3. Rynek kredytów mieszkaniowych	133
4.3.1. Rynek kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w latach 2003- 2017 na tle wybranych krajów Unii Europejskiej	133
4.3.2. Charakterystyka rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017	136
4.3.3. Charakterystyka rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	148
4.3.4. Polityka banków w zakresie finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych	159
Rozdział 5. BAŃKI CENOWE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIO- WYCH – ISTOTA, PRZYCZYNY I SKUTKI	168
5.1. Istota bańki cenowej na rynku nieruchomości	168
5.2. Globalny kryzys finansowy a rynek nieruchomości mieszkaniowych	177
5.3. Zmienność cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce	184
5.4. Bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii	200
5.5. Znaczenie czynników behawioralnych w kreacji bańki cenowej na rynku nieruchomości	209

Rozdział 6. POLITYKA MONETARNA NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO I BANKU ANGLII I ICH WPLYW NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH.....	218
6.1. Istota i cele polityki monetarnej	218
6.2. Instrumenty polityki monetarnej	227
6.3. Cele i instrumenty polityki monetarnej NBP i Banku Anglii.....	230
6.4. Polityka stóp procentowych a rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii	250
Rozdział 7. WPLYW REKOMENDACJI NADZORU FINANSOWEGO NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH	260
7.1. Istota i modele nadzoru finansowego	260
7.2. Model nadzoru finansowego funkcjonujący w Polsce	270
7.3. Model nadzoru finansowego funkcjonujący w Wielkiej Brytanii.....	276
7.4. Działania nadzoru finansowego w obszarze kredytów hipotecznych	286
7.4.1. Instrumenty wykorzystywane w polityce ostrożnościowej w odniesieniu do rynku kredytów mieszkaniowych.....	286
7.4.2. Rekomendacje nadzoru finansowego w sferze kredytów mieszkaniowych w Polsce	292
7.4.3. Rekomendacje brytyjskiego nadzoru finansowego w zakresie kredytów mieszkaniowych.....	306
7.5. Wyzwania w zakresie regulacji rynku kredytów mieszkaniowych.....	317
Rozdział 8. WPLYW POLITYKI MONETARNEJ I NADZORU FINANSOWEGO NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH.....	321
8.1. Determinanty decyzji o pobraniu kredytu mieszkaniowego oraz relacje z bankiem w świetle badań ankietowych kredytobiorców	321
8.1.1. Społeczno-demograficzna charakterystyka kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii	321
8.1.2. Charakterystyka pobranych kredytów mieszkaniowych	327
8.1.3. Ocena relacji z bankiem i warunków kredytu mieszkaniowego	332
8.1.4. Ocena wpływu instrumentów polityki monetarnej i nadzoru finansowego na decyzje respondentów o pobraniu kredytu i zakupie mieszkania	339
8.2. Wpływ stóp procentowych i czynników związanych z rynkiem kredytów mieszkaniowych na ceny nieruchomości mieszkaniowych	361
8.3. Wpływ zmian stóp procentowych i rekomendacji nadzorczych na decyzje kredytobiorców mieszkaniowych – w świetle badań ankietowych.....	371
WNIOSKI	386
BIBLIOGRAFIA.....	390
SPIS RYSUNKÓW.....	411
SPIS TABEL	414
ZAŁĄCZNIK.....	419

WSTĘP

Rozwój rynku kredytów hipotecznych jest istotnym narzędziem wspierania budownictwa mieszkaniowego oraz stabilnego rozwoju rynku nieruchomości. Jednakże nadmierne zadłużenie gospodarstw domowych niesie określone ryzyka dla stabilności sektora bankowego i stabilności rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Rynek nieruchomości mieszkaniowych charakteryzuje się szerokimi powiązaniami gospodarczymi oraz silnie reaguje na zmiany stopy procentowej niezależnie od tego, czy występują one w długim, czy w krótkim okresie. Rynek nieruchomości mieszkaniowych jest także silnie powiązany z sektorem finansowym, nie tylko poprzez rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych, ale także rynek różnego rodzaju instrumentów finansowych, które są źródłem finansowania akcji kredytowej banków na tym rynku, takich jak listy zastawne, czy instrumenty sekurytyzacji kredytów hipotecznych.

Na podstawie obserwacji tendencji na rynkach nieruchomości, można dostrzec zależność dotyczącą nierównowagi w gospodarce, która jest wywołana zbyt niskimi stopami procentowymi oraz nadmiernym popytem na kredyty mieszkaniowe. Przez ekspansję kredytów następuje szybki wzrost cen nieruchomości. Podobnie oddziałują też innowacje produktowe, zwłaszcza kredytowe, zwiększające dostępność kredytów za cenę wzrostu ryzyka¹.

Koniunktura na rynku mieszkaniowym jest zmienna, a te zmiany mogą mieć charakter cykliczny (mówi się wówczas o cyklu mieszkaniowym) – jak i mogą mieć charakter różnego rodzaju wahań będących efektem oddziaływania czynników niestandardowych dla tego rynku lub czynników trwale na niego oddziałujących, ale występujących ze szczególną siłą i intensywnością. Rynek mieszkaniowy podlega oddziaływaniu wielu czynników o charakterze egzogenicznym, np. czynniki makroekonomiczne, jak i czynniki endogeniczne dla tego rynku (np. dostęp do terenów pod zabudowę, dostęp do źródeł finansowania), które wpływają na koniunkturę na tym rynku. Z drugiej strony rynek nieruchomości, a ściślej koniunktura na tym rynku, wpływa na stabilność systemu finansowego i stabilność makroekonomiczną². Poznanie zatem czynników wpływających na rynku nieruchomości i określenie ich wpływu na koniunkturę na tym rynku jest bardzo istotne nie tylko dla zrozumienia mechanizmów kształtujących stabilność na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Jest to także bardzo istotne dla poznania jednego z elementów i mechanizmów kształtujących stabilność finansową i stabil-

¹ Ahrend R., Cournede B., Price R., *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economic Department Working Paper, 2008, No 597.

² Aalbers M.B., *The Great Moderation, the Great Excess and the Global Housing Market*, „International Journal of Housing Policy” 2015.

ność gospodarczą w danym kraju i na świecie. Rynki nieruchomości są bowiem powiązane z rynkami finansowymi na całym świecie, stąd turbulencja na danym rynku nieruchomości mieszkaniowych może w mniejszym lub większym stopniu – poprzez rynki finansowe – wpływać na zakłócenia stabilności sektora finansowego i gospodarki nie tylko w kraju w którym te turbulencje na rynku nieruchomości wystąpiły, ale także w innych krajach lub nawet na całym świecie.

Do najważniejszych czynników wpływających na rynek nieruchomości należą uwarunkowania makroekonomiczne, jak koniunktura gospodarcza w Europie i na świecie oraz mikroekonomiczne, tj. polityka kredytowa banków i związana z nią wysokość stóp procentowych, siła nabywcza potencjalnych kredytobiorców oraz rekomendacje nadzorcze ustanawiane przez nadzór bankowy. Koniunktura na rynku nieruchomości mieszkaniowych będzie analizowana między innymi poprzez ceny mieszkań, PKB, poziom popytu inwestycyjnego, wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych, marża kredytów hipotecznych.

Kluczowe znaczenie dla rynku nieruchomości mieszkaniowych ma rynek kredytów mieszkaniowych zabezpieczonych hipoteką i stąd często określany też mianem rynku „kredytów hipotecznych”.

W związku z tym powiązaniem rynku nieruchomości mieszkaniowych z rynkiem kredytów mieszkaniowych, kluczowy wpływ na podaż i popyt na rynku tego rodzaju kredytów będą miały takie czynniki jak stopy procentowe banku centralnego i rekomendacje nadzoru finansowego dotyczące kredytów mieszkaniowych oraz normy nadzorcze wpływające na ich dostępność dla klientów.

Mechanizm oddziaływania zmian stóp procentowych na kształtowanie się cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest uzależniony od poziomu rozwoju gospodarczego i związanej z tym świadomości ekonomicznej. Jego działanie będzie uzależnione od tego, czy istnieje dobrze rozwinięty system kredytów mieszkaniowych oraz konkurencyjny segment mieszkań na wynajem, jak również czy są przepływy pomiędzy tym segmentem a segmentem mieszkań własnościowych, wyrównujące ceny i czynsze. Dopiero spełnienie tych warunków nie tylko wywołuje przepływy wyrównujące pomiędzy zasobami, ale też powoduje, że konsumenci zaczynają kalkulować w kategoriach kosztu alternatywnego³.

Długookresową reakcją na zmiany stóp procentowych są powolne dostosowania podaży. Przy spadku stóp i wzroście cen, rozmiary budownictwa rosną, powodując przyrost zasobu

³ Dabrowski J. J., Beyers C., de Villiers J. P., *Systemic banking crisis early warning systems using dynamic Bayesian networks*, Expert Systems with Applications, 2016.

i spadek cen, aż do momentu osiągnięcia poziomu długookresowych kosztów produkcji. Równowaga jest więc osiągana przy wyższym poziomie zasobu⁴.

Ekspansywna polityka pieniężna oddziałuje na rynek nieruchomości za pomocą trzech kanałów. Po pierwsze prowadzi do obniżenia oprocentowania kredytów hipotecznych, po drugie, poprzez zwiększenie dostępności kredytów, przyczynia się do zwiększenia popytu na nieruchomości. Polityka ta jednakże uwalnia również trzeci kanał, którym jest podejmowanie ryzyka. Niższe stopy procentowe powodują, iż spekulanci rynkowi będą skłonni podjąć większe ryzyko w celu osiągnięcia pewnego docelowego poziomu zwrotu z inwestycji na rynku nieruchomości⁵. Dell’Ariccia in., opracowali model równowagi częściowej, w którym niskie stopy procentowe mogą zachęcać do przesunięcia aktywów z bezpiecznych inwestycji na rynku nieruchomości na inwestycje mniej bezpieczne⁶. Wzrost popytu na ryzykowne aktywa spowodowany przez niskie stopy procentowe będzie podnosić ich ceny do większego poziomu, niż wynikałoby to z ich rzeczywistej wartości. Konsekwencją takich ruchów mogą być straty większe niż zakładane, co w dłuższym horyzoncie czasowym spowoduje wycofywanie się kapitału spekulacyjnego i trudności z finansowaniem rozpoczętych inwestycji rzeczowych. Dotychczasowe badania empiryczne wyraźnie wskazują na procykliczność koniunktury na rynku budowlanym w stosunku do stóp procentowych⁷. Ahearne, w swoich badaniach wykazał, że niskie stopy procentowe mają tendencję do poprzedzania szczytów cen mieszkań, z przewagą około 1 do 3 lat⁸. Zależność ta nie jest jednak tak prosta, gdyż wiele innych czynników makroekonomicznych jest równie ważnych dla kształtowania popytu na rynku budowlanym, a ich związek ze stopą procentową może być różny.

Pytania dotyczące istoty dobrej polityki monetarnej towarzyszą bankowości centralnej od początków jej powstania w XVII w. Prowadząc politykę monetarną, bank centralny może dążyć do realizacji różnych celów. Wraz z ewolucją teorii ekonomii (stymulowanej m.in. szeregiem nowych doświadczeń i zjawisk w gospodarce) zmieniały się wyobrażenia o tym, jakie zadania należy przed bankiem centralnym stawiać i w jaki sposób najlepiej powinien je on

⁴ Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., *The determinants of banking crises in developing and developed countries*, IMF Staff Papers, 45(1), 2009.

⁵ Gambacorta L., *Monetary policy and the risktaking channel*, BIS Quarterly Review, 2009, s. 43-53.

⁶ Dell’Ariccia G., Laeven L., Marquez R., *Monetary Policy, Leverage, and Bank RiskTaking*, Working Paper 10/276, International Monetary Fund., 2010.

⁷ Claessens S., Kose M.A., Terrones M.E., *Financial Cycles: What? How? When?*, Working Paper 11, International Monetary Fund, 2011.

⁸ Ahearne A., Ammer J., Doyle B., Krole L., Martin R., *House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study*, International Finance Discussion Paper 841, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

realizować. Na przestrzeni lat zmieniały się nie tylko cele, ale także strategia i instrumenty, wykorzystywane do ich realizacji⁹.

Po dominacji w polityce monetarnej typowych celów ogólnogospodarczych, takich jak wzrost gospodarczy, kształtowanie stopy bezrobocia czy wielkości produkcji, przyszedł czas na powszechną akceptację tezy, iż bank centralny najlepiej przyczynia się do dobrobytu społecznego, dbając o stabilność cen¹⁰. Dobra polityka monetarna bywa w związku z tym nadal najczęściej rozumiana jako ta, która zapewnia przeciętnie niską inflację oraz przy danych ograniczeniach minimalizuje wahania inflacji i produkcji oraz wpływa na rozwój rynku nieruchomości¹¹.

Katastrofalne skutki globalnego kryzysu finansowego spowodowały zmianę w podejściu do nadzoru bankowego. Jego celem jest nie tylko nadzorowanie sytuacji w poszczególnych bankach, lecz także przeciwdziałanie nadmiernej procykliczności akcji kredytowej banków¹². Instrumenty nadzorcze muszą być skutecznie wykorzystywane do przeciwdziałania niestabilnym boomom kredytowym.

Ostatni kryzys na rynkach finansowych uwidocznił, że dotychczas stosowane instrumenty polityki nadzorczej nie zapobiegają powstawaniu sytuacji kryzysowych na rynkach finansowych i rynku nieruchomości mieszkaniowych. Było to efektem szybko zachodzących zmian na tych rynkach, w tym rosnących rozmiarów poszczególnych instytucji finansowych, pojawiania się nowych instrumentów finansowych i rosnącej skali wzajemnych powiązań biznesowych między największymi podmiotami. Z drugiej strony wskazywano na niedoskonałości i niedostosowanie istniejącego instrumentarium norm nadzorczych i monetarnych, które nie mogły być skutecznie zaadresowane do nowych zjawisk powstających na rynku, takich jak np. szybko zwiększające się banki spekulacyjne. Z tego powodu regulatorzy poszukiwali sposobów przezwyciężenia tych słabości. Jednym z najważniejszych wniosków było pojawienie się koncepcji polityki makroostrożnościowej, stanowiącej swoiste uzupełnienie dotychczas realizowanej polityki mikroostrożnościowej.

Celem polityki mikroostrożnościowej jest dążenie do stabilności systemu finansowego przez dbanie o bezpieczeństwo działania każdego pojedynczego podmiotu tego systemu. Analiza ryzyka generowanego przez każdy bank oraz poziom jego odporności na niekorzystne

⁹ Gorzelak G., *The (non existing?) Polish crisis*, w: Gorzelak G., Chor-Ching G. (red.) *Financial crisis in Central and Eastern Europe: From similarity to diversity*, Wyd. Naukowe SCHOLAR, Warszawa, 2014.

¹⁰ Grossman R. J., Hansen M., *CDS spreads and default risk. Interpreting the signals*, Fitch Ratings, 2016.

¹¹ Hanson S. G., Kashyap A. K., Stein J. C., *A macroprudential approach to financial regulation*, *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 2013.

¹² Joy M., Rusnák M., Šmídková K., Vašíček B., *Banking and currency crises: differential diagnostic for developed countries*, ECB Working Paper 1810, 2016.

zdarzenia w instytucji lub w jej otoczeniu są podstawowymi celami funkcjonowania nadzoru bankowego. Zgodnie z zasadami efektywnego nadzoru, sformułowanymi przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, podstawowym celem nadzoru bankowego – rozumianego jako nadzór mikroostrożnościowy – jest promowanie bezpiecznego i zdrowego działania banków i sektora bankowego¹³, który w efekcie wpływa na rynek nieruchomości mieszkaniowych.

O wyborze tematu dysertacji zdecydowała aktualność problematyki, bowiem instrumenty polityki pieniężnej w tym niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej oraz instrumenty nadzoru finansowego, są potrzebne do stabilizowania rynku finansowego oraz rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych w głównej mierze zależy od dostępu do finansowania. Wysoka kapitałochłonność inwestycji w nieruchomości wymusza konieczność korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania. W Polsce system finansowania nie oferuje jeszcze instrumentów mogących przyczynić się do poprawy sytuacji, przez co nie nadąża za rozwojem rynku nieruchomości, stając się w ten sposób jego hamulcem. Szansą dla rozwoju rynku może być pojawienie się dużych zasobów wolnego i prywatnego kapitału¹⁴.

Rynek nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii charakteryzuje się dostępem do nowoczesnych metod jego finansowania. Zatem wraz z rozwojem rynku nieruchomości powinien się rozwijać wyspecjalizowany w tej dziedzinie system finansowy. Podstawowym źródłem kapitału na każdym rynku nieruchomości jest niewątpliwie kredyt bankowy¹⁵.

W związku z powyższym system finansowania rynku nieruchomości w Polsce i w Wielkiej Brytanii jest różny. W Wielkiej Brytanii jest ukształtowany od wielu dziesięcioleci i wyposażony w wiele zróżnicowanych instrumentów finansowania – zarówno refinansowania banków kredytujących rynek nieruchomości, jak i finansowanie kredytobiorców mieszkaniowych. W Polsce ten rynek jest dużo słabiej rozwinięty i ukształtowany, gdyż ma zaledwie dwie dekady historii.

Tematyka oddziaływania instrumentów polityki monetarnej banków centralnych w Polsce i w Wielkiej Brytanii (w szczególności stóp procentowych) na rynek nieruchomości mieszkaniowych nie doczekała się jak dotychczas kompleksowego opracowania. Podobnie istnieje luka w badaniach wpływu rekomendacji i norm nadzorczych dotyczących kredytów mieszkaniowych na rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii.

¹³ BCBS, Core Principles for Effective Banking Supervision, BCBS, September 2012.

¹⁴ Repullo R., Saurina J., *The countercyclical capital buffer of Basel III: A critical assessment*, CEMFI Working Paper 1102, 2011.

¹⁵ Babecký J., Havránek T., Matějů J., Rusnák M., Šmídková K., Vašíček B., *Banking, debt, and currency crises: Early warning indicators for developed countries*, ECB Working Paper No. 1485, 2012.

W konstrukcji pracy wykorzystano podejście dedukcyjne (metoda dedukcji) czyli od analizy literatury i wtórnych danych, poprzez formułowanie celów pracy i hipotez badawczych, a następnie ich weryfikacja za pomocą badań empirycznych i formułowanie wniosków z badań.

Rozprawa składa się z 8 rozdziałów, z wniosków, bibliografii, spisów tabel i rysunków oraz aneksu, w którym umieszczono kwestionariusz ankiety badawczej.

W rozdziale pierwszym ujęto zagadnienia dotyczące zagadnień metodycznych. Zostały zaprezentowane cele i hipotezy badawcze.

W rozdziale drugim i trzecim przedstawiono ekonomiczną istotę nieruchomości mieszkaniowych oraz ich rolę w gospodarce. Dokonano charakterystyki pojęcia i istoty nieruchomości mieszkaniowych oraz rynku nieruchomości. Opisano system finansowania nieruchomości jako czynnik rozwoju rynku mieszkaniowego. Scharakteryzowano inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe w ujęciu mikro i makroekonomicznym. Przedstawiono rynek mieszkaniowy w Polsce i w Wielkiej Brytanii.

W czwartym rozdziale dokonano charakterystyki sektora bankowego jako źródła finansowania nieruchomości mieszkaniowych. Przedstawiono bankowe narzędzia finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych, w szczególności hipoteczne kredyty mieszkaniowe i inne produkty bankowe oparte na hipotece. Dalej dokonano charakterystyki rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017.

W rozdziale piątym z kolei przedstawiono mechanizm powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Opisano istotę bańki cenowej na rynku aktywów, w odniesieniu do modelu kryzysu finansowego według Minsky'ego. Skupiono się na bańce cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Opisano znaczenie czynników behawioralnych w kreacji bańki.

W rozdziale szóstym opisano politykę monetarną Banku Anglii (Bank of England BoE) i Narodowego Banku Polskiego (NBP) i jej wpływ na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Dokonano charakterystyki instrumentów polityki monetarnej oraz ich oddziaływania na rynek nieruchomości mieszkaniowych, poprzez rynek kredytów hipotecznych.

W rozdziale siódmym dokonano charakterystyki systemu nadzoru finansowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Opisano zadania i uprawnienia nadzoru finansowego mikro i makroostrożnościowego w odniesieniu do sfery kredytów mieszkaniowych. Dokonano charakterystyki rekomendacji i norm nadzorczych odnoszących się do rynku kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii i w Polsce. Dalej dokonano analizy ich wpływu na koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii i w Polsce w latach 2003-2017.

W rozdziale ósmym dokonano analizy wpływu zmian w polityce monetarnej i zmian w polityce nadzoru finansowego w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych na koniunkturę rynku mieszkaniowy w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Na podstawie własnych badań ankietowych kredytobiorców mieszkaniowych, przedstawiono ocenę oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej oraz rekomendacji nadzorczych na ich decyzje kredytowe.

Rozdział 1.

ZAGADNIENIA METODYCZNE

1.1. Cel badań i hipotezy badawcze

Cel główny pracy:

Określenie wpływu instrumentów polityki pieniężnej banku centralnego oraz norm ostrożnościowych i rekomendacji instytucji nadzoru finansowego na koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Problem ten będzie analizowany na przykładzie Polski i Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017.

Cele szczegółowe, mają charakter zadań badawczych, których realizacja posłuży do osiągnięcia celu głównego. Cele cząstkowe zostały sformułowane następująco:

- 1) Charakterystyka mieszkania jako dobra ekonomicznego.
- 2) Przedstawienie bankowych narzędzi finansowych wspomagających zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych ludności.
- 3) Analiza rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 oraz ukazanie barier i determinant jego rozwoju.
- 4) Charakterystyka koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych na przykładzie Polski i Wielkiej Brytanii oraz zjawiska baniek cenowych na tym rynku.
- 5) Charakterystyka poziomu i dynamiki finansowania potrzeb mieszkaniowych przez banki w Polsce i w Wielkiej Brytanii, ocena dostępności kredytów mieszkaniowych.
- 6) Ocena wpływu stopy procentowej i innych instrumentów banku centralnego na rynek nieruchomości mieszkaniowych.
- 7) Ocena wpływu norm ostrożnościowych i rekomendacji nadzoru finansowego na rynek nieruchomości mieszkaniowych.

Zarówno cel główny pracy jak i cele szczegółowe mają kontekst teoretyczny i empiryczny. Ich realizacja ma z jednej strony porządkować lub wypełniać pewną lukę wiedzy w obszarze podjętej problematyki. Z drugiej strony realizacja celów pracy posłuży do sformułowania wniosków i rekomendacji o charakterze aplikacyjnym, czyli adresowanych do praktyki gospodarczej.

Celem teoretycznym pracy jest zebranie i uporządkowanie wiedzy dotyczącej polityki banków centralnych oraz nadzoru finansowego i diagnoza ich wpływu na rynek nieruchomości mieszkaniowych.

Celem aplikacyjnym pracy jest sformułowanie rekomendacji dla praktyki gospodarczej w aspekcie możliwości stabilizowania rynku hipotecznych kredytów mieszkaniowych, a przez to stabilizowania rynku nieruchomości mieszkaniowych pod wpływem polityki monetarnej banku centralnego oraz polityki nadzoru finansowego.

Hipotezy badawcze

- H1 - Niskie stopy procentowe powodują wzrost dostępności cenowej kredytu hipotecznego, a to skutkuje wzrostem popytu na mieszkania oraz wzrostem cen nieruchomości.
- H2 - Wzrost cen nieruchomości, czyli wartości zabezpieczeń kredytów hipotecznych, prowadzi do liberalizacji polityki kredytowej banków w obszarze kredytów mieszkaniowych.
- H3 - Istnieje zależność pomiędzy przypisaniem przez kredytobiorców dużego znaczenia zmianom stóp procentowych oraz zmianom rekomendacji nadzorczych dotyczących kredytów mieszkaniowych jako determinant popytu na te kredyty a wagą tych czynników jako predyktorów decyzji o pobraniu kredytu mieszkaniowego.
- H4 - Rekomendacje nadzorcze determinują popyt na kredyty mieszkaniowe poprzez ich istotny wpływ na decyzje kredytowe osób zainteresowanych nabyciem mieszkania (lub budową domu).
- H5 - Zalecenia nadzorcze dotyczące kredytów mieszkaniowych wpływają na ich podaż ze strony banków poprzez zmiany dostępu do tych kredytów dla klientów odzwierciedlone w kryteriach oceny zdolności kredytowej klientów i wymogach w zakresie wkładu własnego i zabezpieczenia kredytu.
- H6 - Stopy procentowe i instrumenty nadzoru finansowego dotyczące kredytów hipotecznych wpływają silniej na decyzję o pobraniu kredytu mieszkaniowego w przypadku kredytobiorców kierujących się celem inwestycyjnym przy zakupie mieszkania niż w przypadku kredytobiorców realizujących za pośrednictwem kredytu własną podstawową potrzebę mieszkaniową.

Weryfikacja hipotez H3, H4 i H5 przyczyni się bezpośrednio do realizacji celu głównego pracy, gdyż pozwoli na ocenę znaczenia stóp procentowych oraz rekomendacji organów nadzoru finansowego dotyczących kredytów mieszkaniowych na popyt na kredyty mieszkaniowe, oraz na ich podaż ze strony banków. Tym samym pozwoli na ocenę wpływu tych czynników na koniunkturę na rynku mieszkaniowym. Wynika to z zależności pomiędzy ryn-

kiem kredytów mieszkaniowych a rynkiem nieruchomości mieszkaniowych. Siła i charakter tej zależności będą także przedmiotem analizy w niniejszej pracy.

Przedstawione w rozprawie hipotezy badawcze zostały poddane weryfikacji poprzez analizę pierwotnych oraz wtórnych danych empirycznych. Analiza danych wtórnych obejmuje porównanie danych międzynarodowych i krajowych pozyskanych ze źródeł takich jak: Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego, Bank of England, Financial Conduct Authority.

W pracy wykorzystano rezultaty badań ankietowych przeprowadzone wśród kredytobiorców z Polski i Wielkiej Brytanii, dotyczące czynników ulokowanych po stronie polityki monetarnej (stopy procentowe) i nadzorczej (rekomendacje dotyczące kredytów mieszkaniowych), które wpływały na decyzje kredytowe gospodarstw domowych w latach 2003-2017.

Badanie zrealizowano w 2017 roku na próbie gospodarstw domowych w Polsce i Wielkiej Brytanii. Celem prowadzonych badań było poznanie zachowań kredytowych gospodarstw domowych względem polityki kształtowania stopy procentowej Banku Centralnego oraz polityki nadzoru finansowego. Nadto badania ukierunkowane były na określenie zakresu wykorzystania i znaczenia kredytu hipotecznego przez gospodarstwa domowe.

1.2. Zakres badań i źródła danych empirycznych

Rozprawa doktorska stanowi studium teoretyczno-empiryczne. Podstawą przygotowania rozprawy były studia krajowej oraz zagranicznej literatury przedmiotu. Odwołano się do pozycji zwartych oraz artykułów z czasopism krajowych i zagranicznych.

Cennych informacji dostarczyła również analiza danych wtórnych – danych statystycznych i wyników badań dotyczących w szczególności: zachowań polskich i brytyjskich gospodarstw domowych dotyczących kredytu hipotecznego oraz ich determinant, konsekwencji podejmowanych decyzji, udostępnianych między innymi przez Główny Urząd Statystyczny, Office for National Statistics, Narodowy Bank Polski oraz Bank Anglii jak i instytucje nadzorcze (Komisja Nadzoru Finansowego oraz Financial Conduct Authority).

Dla zgromadzenia danych pierwotnych m.in. na temat czynników determinujących decyzje kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w aspekcie zaciągnięcia kredytu na zakup mieszkania (lub budowę domu) przeprowadzono badania ankietowe.

Przy wyborze obiektów badawczych (jednostek badania) do badań zastosowano dobór celowy. Jednostką badania było gospodarstwo domowe, które w latach 2003-2017 pobrało hipoteczny kredyt mieszkaniowy. Natomiast respondentem był decydent gospodarstwa do-

mowego, czyli osoba dorosła, która kieruje gospodarstwem domowym, zarządza budżetem domowym i była kredytobiorcą (lub współkredytobiorcą w przypadku np. małżeństwa) w odniesieniu do kredytu mieszkaniowego. Respondenci w dalszej części pracy będą określani mianem „kredytobiorcy mieszkaniowego”. Cechą stałą i decydującą o zakwalifikowaniu danej jednostki do zbiorowości generalnej, był fakt pobrania kredytu mieszkaniowego. Natomiast dobór poszczególnych jednostek do próby miał charakter doboru losowego kwotowego.

Zakres merytoryczny pracy obejmuje analizę oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, zwłaszcza stóp procentowych oraz instrumentów nadzoru finansowego na koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Oddziaływanie to jest analizowane poprzez powiązanie rynku nieruchomości z rynkiem kredytów mieszkaniowych, na który bezpośrednio oddziałują instrumenty polityki monetarnej banku centralnego i mikroostrościowe normy i rekomendacje nadzoru finansowego.

Zakres terytorialny opracowania obejmuje rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Wybór rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii był podyktowany różnymi cechami charakteryzującymi oba rynki.

Wielka Brytania charakteryzuje się dłuższą historią nadzoru nad rynkiem kredytów mieszkaniowych niż w Polsce i generalnie większą „dojrzałością” tego rynku. Nowoczesny nadzór nad rynkiem finansowym i polityka kredytowa banków w warunkach gospodarki rynkowej w Polsce mają znacznie krótszą historię niż w Wielkiej Brytanii, bo sięgającą początku lat 90. Natomiast rynek kredytów mieszkaniowych powstał dopiero na początku pierwszej dekady lat 2000, kiedy inflacja w Polsce spadła do poziomu jednocyfrowego. W Polsce również słabo jest rozwinięty rynek sekurytyzacji kredytów mieszkaniowych oraz rynek listów zastawnych. W Polsce występują duży udział kredytów hipotecznych denominowanych w CHF.

Szczegółowa charakterystyka tych rynków będzie zamieszczona w dalszej części pracy.

Zakres czasowy obejmuje lata 2003-2017. Jest to okres, kiedy w latach 2003-2007 narażał się kryzys finansowy, a następnie w okresie 2008-2012 nastąpił kryzys finansowy na całym świecie. Poprawa kondycji finansowej banków oraz gospodarstw domowych to lata 2013-2017.

1.3. Metodyka badań

Sekwencja działań mająca doprowadzić do realizacji celu głównego pracy tworzy metodykę procesu badawczego. Dla realizacji przyjętego celu głównego, celów szczegółowych i weryfikacji hipotez wykorzystano różne metody badawcze. Można je podzielić na metody gromadzenia danych (metody zbierania materiałów źródłowych), metody przetwarzania danych (metody ich opracowania) i metody prezentacji wyników.

W części teoretycznej rozprawy podstawą badań są źródła literaturowe (pozycje zwarte i artykuły), zarówno polsko- jak i angielskojęzyczne, przede wszystkim z dziedziny polityki pieniężnej, kryzysów finansowych, stabilności finansowej, a także dotyczące rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Dane źródłowe zaczerpnięte zostały z publikacji instytutów badawczych oraz materiałów analitycznych banków centralnych i innych instytucji finansowych. Dane empiryczne pochodzą z ogólnie dostępnych statystyk monetarnych, sprawozdań z realizacji polityki pieniężnej i raportów banków centralnych.

Źródła danych dotyczące polskiego i brytyjskiego sektora bankowości oraz rynku nieruchomości mieszkaniowych pochodzą z:

- danych statystyki publicznej EUROSTAT, GUS, *Office for National Statistics* (ONS) ,
- danych statystycznych sektora bankowego: NBP, Banku Anglii (BoE), Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), *Financial Conduct Authority* (FCA),
- innych danych statystyki gospodarczej (raporty z rynku nieruchomości np. European Mortgage Federation, Mortgage Office).

Obszary problemowe, które zostały objęte analizą na potrzeby realizacji celów badań i weryfikacji hipotez badawczych dotyczą zarówno sfery polityki monetarnej i rynku kredytowego, jak i rynku nieruchomości mieszkaniowych. Taki zakres badań empirycznych wynika z przyjętego założenia, że instrumenty polityki monetarnej i instrumenty mikroostrożnościowe nadzoru finansowego będą oddziaływać na rynek nieruchomości mieszkaniowych poprzez kanał kredytowy, a ściślej za pośrednictwem kredytów mieszkaniowych. Poniżej przedstawiono najważniejsze obszary badań empirycznych.

- Analiza rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii:
 - wolumen kredytów mieszkaniowych w latach 2003-2017;
 - dynamika kredytów mieszkaniowych;
 - struktura portfela kredytów mieszkaniowych;
 - jakość portfela kredytów mieszkaniowych.

- Charakterystyka rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii:
 - wolumen transakcji na rynku nieruchomości mieszkaniowych;
 - wielkość transakcji inwestycyjnej;
 - wielkość transakcji w celu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych;
 - struktura źródeł finansowania transakcji na rynku nieruchomości mieszkaniowych.
- Koniunktura na rynku nieruchomości mieszkaniowych:
 - poziom cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii;
 - indeks cen mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym;
 - dynamika cen mieszkań;
 - analiza trendu i wahań cen nieruchomości;
 - analiza porównawcza cen nieruchomości w Polsce i w Wielkiej Brytanii.
- Instrumenty oddziaływania nadzoru finansowego na rynek kredytów hipotecznych:
 - analiza raportów, sprawozdań pochodzących z nadzoru finansowego;
 - analiza aktów prawnych;
 - ocena postaw i reakcji kredytobiorców na zmiany rekomendacji (badania ankietowe).
- Analiza wpływu instrumentów nadzorczych na rynek kredytów hipotecznych:
 - zmienność podaży kredytów pod wpływem rekomendacji;
 - analiza dostępności kredytów (cenowej i innej) i jej zmian pod wpływem rekomendacji;
 - analiza jakości portfela kredytowego.
- Ocena dostępności kredytów mieszkaniowych:
 - ceny kredytów mieszkaniowych (analiza zmienności oprocentowania, marż itp.);
 - analiza współzależności między cenami mieszkań a stopami procentowymi;
 - analiza korelacji między popytem na kredyty mieszkaniowe a stopą procentową (bazową) banku centralnego.
- Analiza polityki pieniężnej:
 - analiza zmienności stóp procentowych ustalanych przez banki centralne w Polsce i w Wielkiej Brytanii.

Zgromadzone materiały empiryczne, pozyskane zarówno ze źródeł pierwotnych, jak i wtórnych oraz ich analiza pozwoliły na realizację celu głównego, zadań badawczych oraz weryfikację hipotez badawczych postawionych w pracy.

Metody gromadzenia danych

Analizę wpływu stopy procentowej banku centralnego oraz rekomendacji nadzoru finansowego na decyzje gospodarstw domowych dotyczące zaciągania kredytów mieszkaniowych oparto na danych pozyskanych w drodze badań ankietowych, realizowanych za pośrednictwem ustrukturyzowanego kwestionariusza ankiety. Badania te zostały przeprowadzone w Polsce i w Wielkiej Brytanii w 2018 roku. Wyniki tych badań zostały zaprezentowane w rozdziale 8.

Jednostką badania było gospodarstwo domowe, które w latach 2003-2017 zaciągnęło przynajmniej 1 kredyt mieszkaniowy i na koniec 2017 posiadało zadłużenie z tytułu kredytu mieszkaniowego. Respondentem była osoba będąca decydentem (głową) gospodarstwa, która jednocześnie była kredytobiorcą mieszkaniowym. Stąd w opisie badań zamiennie ankietowany będzie określany mianem „respondenta” lub „kredytobiorcy”.

Wielkość próby badawczej, czyli liczba jednostek (gospodarstw domowych) objętych badaniem ustalono na podstawie przykładowych wielkości prób badawczych w badaniach o zasięgu ogólnokrajowym obejmującym gospodarstwa domowe.

Dobór jednostek badania w Polsce i w Wielkiej Brytanii został przeprowadzony w sposób celowy, z zastosowaniem metody doboru kwotowego. Ankietę kierowano tylko do tych jednostek, które spełniały warunek jakim było pobranie kredytu mieszkaniowego w latach 2003-2017. Strukturę próby określono z uwzględnieniem cechy zmiennej jaką było miejsce zakupu mieszkania przez kredytobiorcę, tj. dzieląc zbiorowość generalną, a tym samym także próbę badawczą na 2 zbiory (kwoty):

- 1) kredytobiorcy, którzy dokonali zakupu mieszkania (domu) w dużej aglomeracji miejskiej (w przypadku Polski były to duże miasta takie jak: Warszawa, Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, zaś w przypadku Wielkiej Brytanii była to aglomeracja Londynu);
- 2) kredytobiorcy, którzy dokonali zakupu mieszkania (domu) w średniej wielkości i małych miastach. W praktyce zbiór ten tworzyli pozostali kredytobiorcy nie ujęci w zbiorze pierwszym.

Struktura próby uwzględniała proporcję między tymi dwoma zbiorami, jaką wykazywała zbiorowość generalna na koniec 2017 roku. W tym celu dla rynku w Polsce wykorzystano dane Biura Informacji Kredytowej na temat struktury geograficznej umów na nowy kredyt

mieszkaniowy w wybranych miastach w Polsce¹⁶. W przypadku Wielkiej Brytanii posłużono się danymi pochodzącymi z Financial Conduct Authority.

Liczebność prób w Polsce i Wielkiej Brytanii była ograniczona budżetem i możliwością uzyskania zgody respondentów na przeprowadzenie badania. To skutkowało tym, że próby były stosunkowo nieliczne.

Zbiorowość generalna, z której pobierano próbę badawczą to około 1,67 mln gospodarstw domowych w Polsce¹⁷ i 2,5 mln gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii¹⁸.

Minimalną liczebność próby oszacowano za pomocą odpowiedniego wzoru dla skończonej populacji¹⁹:

$$1) \quad N_{min} = \frac{P(1-P)}{\frac{e^2}{z^2} + \frac{P(1-P)}{N}},$$

gdzie: P – oszacowana wielkość frakcji,

z – wartość wynikająca z przyjętego poziomu istotności (α), obliczona przy użyciu funkcji skumulowanego rozkładu normalnego,

N – wielkość populacji generalnej (w przypadku populacji skończonej),

e – maksymalny błąd oszacowania.

Minimalną wielkość próby ustalono na poziomie 119 jednostek dla Polski i Wielkiej Brytanii przy założeniu poziomu ufności 95% i maksymalnym błędzie oszacowania +/-9%.

Ankiety skierowano do próby o ponad 50% wyższej w stosunku do wyznaczonej minimalnej liczebności, tj. do 180 gospodarstw domowych w Polsce i Wielkiej Brytanii. Ostatecznie uzyskano zwrot poprawnie i w pełni wypełnionych ankiet w liczbie: 123 jednostek w Polsce i 108 jednostek w Wielkiej Brytanii. Przy ustalonej wielkości populacji generalnej, taka liczebność próby przy założeniu poziomu ufności $\alpha=0,95$, pozwala na przyjęcie maksymalne-

¹⁶ Zob. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2022 r.*, NBP, Departament Stabilności Finansowej, wrzesień 2022 r.

¹⁷ Według statystyk KNF na koniec 2017 roku liczba czynnych umów kredytowych wynosiła 2,1 mln, część z tych kredytów, tj. około 250 tys. sztuk, została udzielona przed rokiem 2003. Wzięto także pod uwagę fakt, że liczba umów kredytowych nie jest tożsama z liczbą zadłużonych gospodarstw domowych. Założono, że około 10% kredytobiorców mieszkaniowych posiadało więcej niż 1 kredyt mieszkaniowy. W efekcie zbiorowość generalna, z której pobierano próbę badawczą wynosiła 1,67 mln gospodarstw domowych. Zob.: KNF, 2019: *Wyniki badania portfela kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych gospodarstw domowych według stanu na koniec 2017*, UKNF, Warszawa 2018.

¹⁸ Zbiorowość generalną dla Wielkiej Brytanii ustalono analogicznie jak dla Polski na podstawie statystyk Banku Anglii, przy założeniu, że w Wielkiej Brytanii w badanym okresie średnio tylko 56% kredytobiorców pobierało kredyt mieszkaniowy w celu zakupu mieszkania, dla pozostałych kredytobiorców była to kolejna hipoteka, często na refinansowanie wcześniej zaciągniętego kredytu lub zaciągniętych kredytów mieszkaniowych. Zob.: <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/mortgage-lenders-and-administrators/2022/2022-q3>.

¹⁹ Nowak S., *Metodologia badań społecznych*, Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007; M. Major, *Elementy statystyki Rachunek prawdopodobieństwa i wnioskowanie statystyczne*, Krakowska Szkoła Wyższa im. A.F. Modrzewskiego, Kraków 2007.

go błędu oszacowania e (*maximum estimation error*) na poziomie $\pm 9\%$ dla próby w Polsce i $\pm 9\%$ dla próby w Wielkiej Brytanii²⁰.

Zakres merytoryczny badań ankietowych dotyczył zagadnienia procesu podejmowania przez kredytobiorców decyzji o zakupie nieruchomości mieszkaniowych i czynników na niego wpływających. Ze względu na cel i przedmiot merytoryczny badań ankietowych, miały one charakter jakościowo-ilościowy.

Celem badań ankietowych było pozyskanie danych empirycznych potrzebnych do:

- ustalenia wpływu zmian stóp procentowych oraz kryteriów i warunków udzielania kredytów (pod wpływem rekomendacji nadzoru finansowego) na decyzje kredytowe ankietowanych;
- poznania indywidualnych preferencji kredytobiorców w zakresie korzystania z kredytu hipotecznego;
- analizy barier i ograniczeń dla kredytobiorców przy ubieganiu się o kredyt;
- poznania preferencji nabywców dotyczących motywów zakupu mieszkań;
- analizy roli czynników behawioralnych w decyzjach kredytowych i decyzjach na rynku nieruchomości.

Metody przetwarzania danych i prezentacji wyników badań

Do weryfikacji hipotez badawczych, tj. hipotezy H3, H4 i H6 wykorzystano test niezależności chi-kwadrat (χ^2), oraz współczynnik V-Cramera. Test niezależności umożliwił zweryfikowanie hipotezy o powiązaniu dwóch zmiennych X i Y mierzonych w skalach nominalnych lub skali porządkowej. Cecha X w pojedynczym obiekcie może przyjąć jeden spośród w wariantów, natomiast cecha Y jeden z k wariantów. Hipotezę tę można zapisać zgodnie z pojęciem niezależności zmiennych losowych w sposób następujący²¹: H_0 ; cechy X i Y są niezależne oraz H_1 ; cechy X i Y nie są niezależne, przy przyjętym poziomie istotności χ^2 . Do weryfikacji hipotez zastosowano statystykę (χ^2), wyrażoną wg wzoru:

$$2) \quad \chi^2 = \sum_{i=1}^r \sum_{j=1}^k \frac{(n_{ij} - \hat{n}_{ij})^2}{\hat{n}_{ij}}$$

²⁰ Maksymalny błąd oszacowania, to maksymalna, dopuszczalna różnica między oceną badanego parametru na podstawie próby, a prawdziwą jego wartością w populacji. Dosyć wysoki maksymalny błąd oszacowania jaki wynika z liczebności prób badawczych dla Polski i Wielkiej Brytanii, nie przekreśla możliwości prowadzenia analiz statystycznych na tych próbach w celu ustalenia zależności, jakie występują w populacji generalnej pomiędzy określonymi zmiennymi. Celem badań nie było bowiem precyzyjne ustalenie określonych zależności, a jedynie potwierdzenie lub odrzucenie tezy o występowaniu określonych zależności pomiędzy badanymi zmiennymi oraz ustalenie kierunku oddziaływania zmiennych niezależnych na zmienną zależną.

²¹ Kot, St. M. Jakubowski J., Sokołowski A., *Statystyka*, Difin, Warszawa 2011, s. 293-295.

Z tablic rozkładu chi-kwadrat odczytano wartości statystyki (χ^2) przy poziomie istotności α i przy $(r-1)(k-1)$ stopniach swobody, czyli: $\chi^2_{\alpha;(r-1)(k-1)}$

Jeżeli $(\chi^2) \geq \chi^2_{\alpha}; (r-1)(k-1) \rightarrow H_0$ odrzuca się na rzecz hipotezy alternatywnej.

Jeżeli $(\chi^2) < \chi^2_{\alpha}; (r-1)(k-1) \rightarrow$ Nie ma podstaw do odrzucenia H_0 o niezależności cech.

W celu określenia siły związku między badanymi cechami zastosowano współczynnik zbieżności V-Cramera, który obliczono zgodnie z regułą²²:

$$3) \quad V_C = \sqrt{\frac{\chi^2}{N \cdot (\min(k, r) - 1)}}$$

gdzie:

V_C – współczynnik zbieżności V-Cramera,

χ^2 – chi-kwadrat,

k – liczba wierszy,

r – liczba kolumn w tablicy korelacyjnej.

Współczynnik zbieżności V-Cramera przyjmuje wartości z przedziału $[0,1]$, gdzie $V = 0$ oznacza niezależność cech, a $V = 1$ oznacza silną zależność.

W przypadku zmiennych mierzonych na skali porządkowej jako miarę współzależności cech możemy stosować współczynnik tau-Kendalla.

Zaczynając od dwóch niezależnych realizacji (X_1, Y_1) oraz (X_2, Y_2) pary zmiennych losowych (X, Y) , można wyznaczyć wielkość²³:

$$4) \quad \tau(X, Y) = \Pr[(X_1 - X_2) \cdot (Y_1 - Y_2) > 0] - \Pr[(X_1 - X_2) \cdot (Y_1 - Y_2) < 0]$$

Rozważając prawą stronę wzoru 4, pierwsza jego część określa prawdopodobieństwo zgodności (konkordancji), tj. prawdopodobieństwo tego, że zmienne losowe X oraz Y zmieniają się w jednym kierunku (wzrost lub spadek). Z kolei druga część wzoru 4 określa prawdopodobieństwo niezgodności, tj. prawdopodobieństwo tego, że zmienne losowe X oraz Y zmieniają się w przeciwnym kierunku. Wyrażenie określone wzorem 4 definiuje tzw. współczynnik *tau* Kendalla (dotyczący populacji). Wielkość ta jest niezmienna ze względu na przekształcenia rozkładów brzegowych. W istocie zakładając dowolne rosnące odwzorowanie G_X oraz G_Y , zachodzi:

²² Pułaska-Turyna B., *Statystyka dla ekonomistów*, Difin, Warszawa 2008, s. 284-285.

²³ Doman R., *Zastosowanie kopuli w modelowaniu dynamiki zależności na rynkach finansowych*. Wyd. UE, Poznań 2011, s. 16.

$$5) \quad X_1 \geq X_2 \Leftrightarrow G_X(X_1) \geq G_X(X_2),$$

$$6) \quad Y_1 \geq Y_2 \Leftrightarrow G_Y(Y_1) \geq G_Y(Y_2)$$

Zakładając ciągłą postać zmiennych losowych X oraz Y , określenie τ Kendalla dane wzorem 4 można przedstawić jako:

$$7) \quad \tau(X, Y) = 2P[(X_1 - X_2) \cdot (Y_1 - Y_2) > 0] - 1.$$

Współczynnik tau-Kendalla przyjmuje wartości określone w przedziale $[-1, 1]$. Dolna granica określoności współczynnika jest osiągana wtedy i tylko wtedy, gdy zmienne losowe (X, Y) są przeciwnie monotoniczne, natomiast górna granica wtedy i tylko wtedy, gdy zmienne losowe (X, Y) są współmonotoniczne. Ponadto współczynnik tau-Kendalla przyjmuje wartość zero dla niezależnych zmiennych losowych. Jednakże, jak w przypadku współczynnika korelacji (liniowej), współczynnik tau może przyjmować wartości oscylujące wokół zera dla zmiennych losowych niebędących zmiennymi niezależnymi²⁴.

Badania empiryczne obejmowały także próbę określenia zależności pomiędzy określonymi czynnikami ulokowanymi po stronie polityki nadzoru finansowego oraz polityki pieniężnej a kształtowaniem się cen nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym oraz wtórnym (w odniesieniu do Polski oraz do Wielkiej Brytanii). Wpływ tych czynników na kształtowanie się cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych realizuje się poprzez kanał kredytów hipotecznych. Dla ustalenia tych zależności wykorzystano analizę regresji wielorakiej. Zakres czasowy badania obejmował lata 2003-2017.

W estymowanych równaniach regresji wielorakiej (wieloczynnikowej) za zmienną objaśnianą przyjęto zmienną Y_1 lub Y_2 :

Y_1 – poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości [tys. zł/m² dla Polski i tys. £/m² dla Wielkiej Brytanii];

Y_2 – poziom cen na rynku wtórnym [tys. zł/m² dla Polski i tys. £/m² dla Wielkiej Brytanii].

Przy tworzeniu listy potencjalnych zmiennych diagnostycznych korzystano przede wszystkim ze wskazań wynikających z ogólnej teorii badanego zjawiska ekonomicznego i posiłkując się literaturą przedmiotu. Wśród zmiennych objaśniających (niezależnych), które posłużyły do estymacji równań regresji, znalazło się 14 zmiennych ilościowych X_i , które zostały wybrane spośród 25 zmiennych niezależnych wstępnie zakwalifikowanych do badań. W

²⁴ Krężolek D., *Miary zależności – analiza statystyczna na przykładzie wybranych walorów rynku metali nieżelaznych*, Studia Ekonomiczne, 2014, nr 192, UE w Katowicach, s. 59-82.

wyniku analizy współzmienności (macierz korelacji liniowej) cech objaśniających oraz analizy ich dyspersji, przy pomocy wskaźnika zmienności, dokonano selekcji cech niezależnych. Najpierw wyeliminowano te zmienne, które wykazywały niski wskaźnik zmienności ($V < 0,1$). Małe zróżnicowanie zmiennej wskazuje na jej małą wartość informacyjną. Następnie spośród dwóch cech X_i , dla których wykazano wysoki wskaźnik korelacji liniowej Pearsona (r_{xy}), do analizy regresji przyjęto tę cechę, dla której ujawniono istotną statystycznie i silniejszą współzależność ze zmiennymi objaśnianymi Y_i . Poniżej ujęto cechy objaśniające, które ostatecznie zostały zakwalifikowane do analizy regresji wieloczynnikowej:

X_1 – stopa procentowa banku centralnego (stopa referencyjna) [%];

X_2 – liczba transakcji kupna-sprzedaży mieszkań [liczba umów w formie aktu notarialnego w tys. szt.];

X_3 – roczne tempo wzrostu PKB [%];

X_4 – poziom popytu inwestycyjnego w gospodarce [mld zł dla Polski i mld £ dla Wielkiej Brytanii];

X_5 – liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych [mln sztuk];

X_6 – wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych [w mln zł i mln £];

X_7 – wartość zadłużenia gosp. domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych [mln zł];

X_8 – wysokość oprocentowania kredytów hipotecznych [%];

X_9 – marża kredytów hipotecznych [%];

X_{10} – średni poziom wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów;

X_{11} – procentowy udział listów zastawnych w PKB;

X_{12} – podaż nowych mieszkań (tys. szt.);

X_{13} – wskaźnik dostępności mieszkaniowej (w %);

X_{14} – wskaźnik dostępności kredytowej – indeks (w %).

Dane empiryczne niezbędne do przeprowadzenia analizy zaczerpnięto ze statystyki publicznej oraz raportów dotyczących sektora bankowego i rynku usług bankowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii.

Analityczna postać modelu regresji jest określona wzorem:

$$8) \quad Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_{14} X_{14} + \xi,$$

gdzie:

Y – zmienna objaśniana,

$X_1, X_2, \dots, X_{14}$ – zmienne objaśniające,

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{14}$ – parametry modelu,

ξ – składnik losowy (błąd) określający odchylenia przypadkowe poszczególnych wartości zmiennej zależnej Y od wartości funkcji liniowej.

W celu oceny modelu regresji zastosowano test F określający istnienie liniowego związku regresyjnego pomiędzy zmienną zależną Y_i i którąkolwiek zmienną objaśniającą X_i ($i = 1, 2, \dots, 14$). Parametry modelu zostały oszacowane metodą najmniejszych kwadratów (MNK). Istotność poszczególnych parametrów modelu została określona przy użyciu testu t -Studenta. Weryfikacja sporządzonego modelu opierała się o wartości współczynników dobroci dopasowania danych empirycznych do modelu (współczynnik determinacji R^2 , współczynnik zbieżności ϕ^2 , skorygowany współczynnik determinacji). Ocena poprawności modelu została przeprowadzona w oparciu o analizę reszt modelu.

Wyniki otrzymane w toku prowadzonego procesu badawczego, dotyczące analizowanego zagadnienia, zaprezentowano w formie opisowej, tabelarycznej oraz graficznej.

Rozdział 2.

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

2.1. Pojęcie i ekonomiczna istota mieszkania

Definicja mieszkania jest dość szeroka. Zgodnie z § 3 pkt 9 *Rozporządzenia Ministra Infrastruktury z dnia 12 kwietnia 2002 r. w sprawie warunków technicznych, jakim powinny odpowiadać budynki i ich usytuowanie*, mieszkaniem nazywa się „zespół pomieszczeń mieszkalnych i pomocniczych, mający odrębne wejście, wydzielony stałymi przegrodami budowlanymi, umożliwiającą stały pobyt ludzi i prowadzenie gospodarstwa domowego”²⁵.

W myśl definicji Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) przez mieszkanie należy rozumieć: „lokal składający się z jednej lub kilku izb łącznie z pomieszczeniami pomocniczymi, wybudowany lub przebudowany dla celów mieszkalnych, konstrukcyjnie wydzielony (trwałymi ścianami) w obrębie budynku, do którego to lokalu prowadzi niezależne wejście z klatki schodowej, ogólnego korytarza, wspólnej sieni bądź bezpośrednio z ulicy, podwórza lub ogrodu”. Z kolei za mieszkania zamieszkane stale „uznaje się takie, w których przebywa jedna lub więcej osób i co najmniej jedną z tych osób uznaje się za faktycznie zamieszkałą. Za mieszkania zamieszkane czasowo uznaje się takie, w których przebywa jedna lub więcej osób, ale żadnej z tych osób nie uznaje się za mieszkańca faktycznie stale zamieszkałego”²⁶.

Nie tylko właściwości fizyczne lub wykorzystanie lokalu stanowią o pojęciu mieszkania. W prawie budowlanym wyodrębniono także „budynek mieszkalny wielorodzinny, zawierający dwa lub więcej mieszkań, budynek jednorodzinny, budynek mieszkalny w zabudowie zagrodowej”, co pozwala rozumieć mieszkanie zarówno jako odrębny lokal w budynku wielorodzinnym, jak i budynek mieszkalny wolnostojący²⁷.

²⁵ Dz. U. z 2015 r., poz. 1422, <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp>, 2018.

²⁶ *Gospodarka mieszkaniowa w 2016 r.*, www.stat.gov.pl/obszary-tematyczne/infrastruktura-komunalna-nieruchomosci/nieruchomosci-budynki-infrastruktura-komunalna/gospodarka-mieszkaniowa-w-2016-r.

²⁷ *Rozporządzenie Ministra Infrastruktury z dnia 12 kwietnia 2002 r. w sprawie warunków technicznych jakim powinny odpowiadać budynki i ich usytuowanie*, <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp>, 2018.

Według znaczenia socjologicznego mieszkanie to „swoisty mikroświat, w którym skupia się wszystko, co charakterystyczne zarówno dla utrwalonych wartości i wzorów, jak i dla kulturowych przemian”²⁸. Z tej perspektywy mieszkanie spełnia wiele funkcji:

- zaspokojenie podstawowych potrzeb ludzkich, posiadanie mieszkania poprawia jakość życia, zwiększa motywację do innych działań, daje poczucie bezpieczeństwa,
- oddziaływanie na decyzję o założeniu rodziny,
- wpływa na zmniejszenie dysproporcji społecznych, biedy i wykluczenia społecznego,
- tworzenie relacji społecznych osób mieszkających w sąsiedztwie,
- wzbudzenie aktywności społecznej w związku z zagospodarowaniem przynależnej przestrzeni²⁹.

Literatura ekonomiczna przedstawia mieszkanie jako specyficzne dobro ekonomiczne, które na tle innych dóbr użytkowanych przez człowieka wyróżnia się swoimi charakterystycznymi, odrębnymi cechami. Są to:

- stałość w miejscu,
- wrażliwość wartości nieruchomości na zmiany w otoczeniu,
- powstawanie zachowań spekulacyjnych i monopolistycznych,
- transakcje wymagają posiadania dużego kapitału finansowego, obserwuje się je względnie rzadko, co oznacza, że zmiany w warunkach rynkowych są trudne do zauważenia,
- trudność dostępu do informacji, transakcje mają często charakter prywatny, a ich przebieg i cena pozostają z reguły tajemnicą,
- niedoinformowanie uczestników transakcji (poufność, brak przejrzystości) powoduje, że większość kupujących i sprzedających może nie posiadać wystarczających danych dotyczących cen nieruchomości w momencie zawierania transakcji,
- relatywna stałość podaży nieruchomości w krótkim okresie, wzrost popytu bardzo wolno przyczynia się do wzrostu podaży,
- podaż nieruchomości pozostaje stała w krótkim okresie pomimo spadku popytu,
- wpływ sposobu użytkowania na wartość (wartość kamienicy czynszowej przeznaczonej na cele mieszkalne jest niższa niż wartość tej samej kamienicy przeznaczonej na cele np. biurowe)³⁰.

²⁸ Woroniecka G., *Co znaczy mieszkać. Szkice antropologiczne*, Trio, Warszawa 2007, s. 272.

²⁹ Witakowski P., *RAPORT 2006. O naprawie sytuacji mieszkaniowej*, Centrum Komunikacji Medialnej i Federacja Inicjatyw Oświatowych, Warszawa 2007, s. 5.

³⁰ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomości w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006, s. 38-55.

Wysokie koszty budowy mieszkań nie tylko wpływają na ich dostępność. Również sama eksploatacja mieszkania wpływa na dostępność tego dobra, które należy do jednych z najdroższych dóbr konsumenckich i w gospodarce uznaje się je za główny cel oszczędzania. Mieszkania są dobrym przedmiotem zabezpieczania kredytów bankowych, a samo inwestowanie w wyposażenie wymaga posiadania środków finansowych, które można pozyskać także ze strony państwa. Dzięki temu część z tych potrzeb może doczekać się realizacji³¹.

Wielkość zaspokojenia społecznych potrzeb mieszkaniowych zależy od wydatków budżetowych na sferę mieszkalną, wielkości osiąganych dochodów gospodarstw domowych oraz kosztów związanych z uzyskaniem zewnętrznych strumieni finansowania budownictwa mieszkaniowego. Inwestowanie w mieszkanie jest ważnym bodźcem popytu inwestycyjnego. Inwestycje w mieszkalnictwo wpływają na wielkość Produktu Krajowego Brutto (PKB).

Problemem rynku nieruchomości jest występujący ciągle zmienny popyt, na który wpływa wolno zmieniająca się podaż mieszkań. Wynika to zasadniczo z przyczyn technicznych i regulacyjnych. Innymi czynnikami, które ograniczają właściwe funkcjonowanie tego rynku, są ciągle problemy z dostępem do terenów budowlanych oraz powiązanie tego rynku z rynkiem kapitałowym.

Polskę i Wielką Brytanię łączą problemy potrzeb mieszkaniowych, które są większe niż liczba dostępnych na rynku mieszkań. Jak wiadomo, potrzeby mieszkaniowe są relatywnie nieograniczone, natomiast państwo i społeczeństwo dysponuje ograniczonymi środkami do ich zaspokojenia. Potrzeba dachu nad głową należy do podstawowych ludzkich potrzeb, a prawo do mieszkania zostało zapisane w art. 75 ust. 1 Konstytucji RP, który głosi: „Władze publiczne prowadzą politykę sprzyjającą zaspokojeniu potrzeb mieszkaniowych obywateli, w szczególności przeciwdziałają bezdomności, wspierają rozwój budownictwa socjalnego oraz popierają działania obywateli zmierzające do uzyskania własnego mieszkania”³².

Kwestię mieszkaniową poruszają również liczne porozumienia międzynarodowe. Prawo do mieszkania potwierdza art. 25 ust. 1 *Powszechnej Deklaracji Praw Człowieka*, uchwalonej przez ONZ w 1948 roku, w którym stwierdza się, iż: „Każdy człowiek ma prawo do poziomu życia zapewniającego zdrowie i dobrobyt jemu i jego rodzinie włączając w to wyżywienie, odzież, mieszkanie, opiekę lekarską i niezbędne świadczenia socjalne”³³.

W art. 31 *Europejskiej Karty Społecznej* zobowiązuje się państwa sygnatariuszy do podejmowania działań zmierzających do:

³¹ Bryx M., *Finansowanie inwestycji mieszkaniowych*, Poltext, Warszawa 2001, s. 16.

³² Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. z 2009 r. Nr 114, poz. 946, 2018.

³³ *Powszechna Deklaracja Praw Człowieka (przyjęta i proklamowana rezolucja Zgromadzenia Ogólnego ONZ 217 A (III) w dniu 10 grudnia 1948 r.)*, 2018.

- popierania dostępu do mieszkań o odpowiednim standardzie,
- zapobiegania i ograniczania bezdomności w celu jej stopniowego likwidowania,
- uczynienia kosztów mieszkań dostępnymi dla tych, którzy nie mają wystarczających zasobów³⁴.

Zgodnie z art. II–94 ust. 3 *Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy*: „W celu zwalczania wyłączenia społecznego i ubóstwa, Unia uznaje i szanuje prawo do pomocy społecznej i mieszkaniowej dla zapewnienia, zgodnie z zasadami ustanowionymi w prawie Unii oraz ustawodawstwach i praktykach krajowych, godnej egzystencji wszystkim osobom pozbawionym wystarczających środków”³⁵.

Spółeczna wartość mieszkania wynika z olbrzymiej roli potrzeb, jaką jest ono w stanie zapewnić, a także z rangi gospodarczej całego sektora mieszkaniowego. W wielu teoriach ekonomicznych i socjologicznych autorzy są zgodni co do niezwyklego znaczenia mieszkania jako dobra ekonomicznego w życiu indywidualnym, społecznym i państwowym³⁶.

Idealnym stanem na rynku mieszkaniowym byłaby sytuacja, w której każda rodzina mogłaby kupić mieszkanie. Jak wiadomo, jest to trudne do realizacji, ponieważ rynek mieszkań jest uwarunkowany popytem i cenami występującymi na nim.

Głównym problemem wiążącym się z potrzebami mieszkaniowymi jest deficyt mieszkań, czyli różnica pomiędzy liczbą mieszkań zamieszkałych a liczbą gospodarstw domowych. Z danych Głównego Urzędu Statystycznego wynika, że deficyt ten w Polsce w 2017 r. wynosił ok. 1,5 mln mieszkań. Dla porównania w Wielkiej Brytanii deficyt wynosił w tym czasie ok. 0,5 mln mieszkań. Na zakup mieszkania nie stać w Wielkiej Brytanii, podobnie jak w Polsce, „rodziny o niskich dochodach, młodych ludzi stojących przed nabyciem pierwszego mieszkania i imigrantów. Według statystyk z początku pierwszej dekady XXI w. w Wielkiej Brytanii 60% osób poniżej 35 roku życia posiadało własne mieszkanie, w 2017 roku ten odsetek spadł o połowę. W roku 2017 ceny mieszkań wzrosły w Wielkiej Brytanii o 6%, w stosunku do roku poprzedniego i średnia cena wynosiła 286 tys. funtów. Wysokie ceny nieruchomości odczuwają także ludzie o średnich dochodach, ponieważ wielu z nich już nie stać na nabycie mieszkania w Londynie i innych metropoliach i są zmuszeni osiedlać się w odległości kilkudziesięciu kilometrów od centrów, skazując się na długie dojazdy”³⁷.

³⁴ *Europejska Karta Społeczna* (zrewidowana), <http://rm.coe.int/168047e175>, 2018.

³⁵ *Traktat ustanawiający Konstytucję dla Europy*, http://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treatyestablishing_a_constitution_for_europe_pl.pdf, 2018.

³⁶ Nykiel L., *Funkcje i rola państwa na rynku mieszkaniowym*, *Studia i Materiały TNN*, Nr. 4, 2009, s. 11.

³⁷ Skwara M., *Rządowy program mieszkaniowy*, www.england.pl/aktualnosci/wielka-brytania/news.html? 2018.

Budownictwo socjalne jest jednym z głównych zadań samorządów terytorialnych. Zawężony poziom wsparcia ze strony państwa powoduje, że samorzady ciągle muszą szukać sposobów finansowania mieszkalnictwa dla najuboższych. Wzrost popytu na środki pieniężne ze strony budżetu państwa może wpływać na wzrost oprocentowania kredytów oraz może ograniczać zadłużanie się samorządów terytorialnych w celu budowy mieszkań socjalnych.

Dodatki mieszkaniowe stanowią podstawowy instrument polityki mieszkaniowej. Państwo kieruje te instrumenty głównie do osób ubogich, gdzie głównym ich celem jest zmniejszenie kosztów utrzymania lokali mieszkalnych. Dodatki mieszkaniowe odgrywają dużą rolę w budownictwie społecznym.

Każdy człowiek przez całe swoje życie odczuwa różnorakie potrzeby i dąży do ich zaspokojenia. Potrzeby są składnikiem osobowości. Ich zaspokajanie jest dlatego tak ważne, ponieważ wiążą się one z odczuwaniem braku czegoś, co ma duże znaczenie dla życia jednostki. Istnieją jednak pewne trudności w zdefiniowaniu tego terminu, wynikające między innymi z tego, że jego określeniem zajmuje się wiele dyscyplin naukowych, a każda z nich formułuje interpretację ze swojego punktu widzenia. Sprawia to, że pojęcie „potrzeby” nie jest jednoznacznie określone. Każda z tych dyscyplin posługuje się własną definicją, aparaturą badawczą i analizuje potrzeby z innego punktu widzenia³⁸.

Dyscypliną, która stosunkowo najbardziej wielostronnie zajmowała się jak dotąd, potrzebami człowieka jest psychologia. Stworzyła ona najbardziej znane teorie i najbardziej wyczerpujące klasyfikacje potrzeb; zgromadziła pokaźny dorobek empiryczny, dotyczący roli różnych potrzeb w determinacji ludzkiego zachowania. Większość psychologów definiuje potrzeby w kategoriach tak zwanych procesów pośredniczących, to jest jako zmienne motywacyjne. Podejście utożsamiające potrzeby człowieka z elementami jego systemu motywacji to jest z jego pragnieniami czy subiektywnymi dążeniami, T. Kocowski określa mianem psychocentrycznego³⁹.

Z punktu widzenia tej dziedziny potrzeba pojawia się wtedy, gdy jest wyrażana poprzez zachowania ekonomiczne, to znaczy, kiedy jednostka poszukuje dóbr i usług służących wyrównaniu odczuwanego przez nią niedoboru. Są to potrzeby konsumpcyjne, które J. Szczepański, znany polski socjolog, definiuje jako takie, których zaspokojenie powoduje zużycie towarów lub usług oferowanych przez instytucje socjalne i gospodarcze⁴⁰.

³⁸ Leszczyńska-Rejchert A., *Człowiek starszy i jego wspomaganie – w stronę pedagogiki starości*, Wyd. UWM, Olsztyn 2006, s. 64-65.

³⁹ Kocowski T., *Potrzeby człowieka. Koncepcja systemowa*, Wyd. PAN, Warszawa 1982, s. 42.

⁴⁰ Rajkiewicz A., Supińska J., Księżpolski M., *Polityka społeczna – materiały do studiowania*, Wyd. Śląsk, Katowice 1998, s. 34.

Dynamiczna, wielowymiarowa teoria potrzeb według A. Maslowa zakłada, że indywidualne potrzeby człowieka można uszeregować w swoistą hierarchię, w której potrzeby wyższego rzędu aktywizują się, gdy zaspokojone są potrzeby niższego rzędu. Stopień aktywizacji potrzeb wyższego rzędu zależny jest od stopnia zaspokojenia potrzeb niższego rzędu⁴¹. Ogólnie można wskazać na niektóre, według Maslowa istotne, różnice między potrzebami wyższymi a niższymi:

- potrzeba wyższa jest późniejszym wytworem rozwoju ewolucyjnego;
- pojawia się ona później w rozwoju ontogenetycznym (najpierw u dziecka dominują potrzeby fizjologiczne i bezpieczeństwa czy opiekuńczości);
- odczuwana jest jako mniej nagląca;
- jej zaspokojenie prowadzi do silniejszego zadowolenia („głębszego szczęścia”);
- wymaga ona liczniejszych i lepszych warunków (np. szukanie uznania wymaga więcej zabiegów i dogodniejszych warunków środowiskowych niż szukanie pokarmu);
- potrzeba wyższa ma szersze konsekwencje społeczne (np. głód jest egocentryczny i konsekwencje dotyczą właściwie samej osoby, ale szacunek ma związek z innymi ludźmi i może prowadzić do różnych zmian w kontaktach interpersonalnych);
- potrzeba wyższa jest bliższa możliwości osiągnięcia realizacji siebie;
- prowadzi do wyraźniejszego zindywidualizowania rozwoju⁴².

Z biologicznego punktu widzenia na najbardziej podstawowym poziomie sytuują się potrzeby fizjologiczne. Obejmują one potrzeby zaspokajania głodu, pragnienia, snu, powietrza, odpowiedniej temperatury otoczenia itp. Niewątpliwie potrzeby fizjologiczne są najbardziej dominujące ze wszystkich potrzeb. Zaspokojenie ich pozwala na pojawienie się w obszarze życia psychicznego innych potrzeb, innych celów, innych odniesień. Jeśli potrzeby fizjologiczne są dość dobrze zaspokojone, to pojawia się nowy zbiór potrzeb, który ogólnie można sklasyfikować jako potrzeby bezpieczeństwa (pewności, stabilności, oparcia, opieki, wolności od strachu, lęku i chaosu, struktury, porządku, prawa i granic, silnego opiekuna itd.)⁴³. Potrzeba bezpieczeństwa prowadzi do możliwości postrzegania świata jako czegoś przewidywalnego, zorganizowanego, po prostu dającego poczucie ufności. Ta potrzeba może mieć oczywiście wiele innych form – jak na przykład potrzeba zabezpieczenia materialnego miejsca, w którym można poczuć się sobą, zachować własną intymność⁴⁴.

⁴¹ Kowalski P., *Potrzeby ludzkie a prawa człowieka*, Wyd. PAN, Wrocław 2007, s. 49-50.

⁴² Gasiul H., *Teorie emocji i motywacji. Rozważania psychologiczne*, Wyd. UKSW, Warszawa 2002, s. 262-263.

⁴³ Maslow A., *Motywacja i osobowość*, PWN, Warszawa 2006, s. 62-65.

⁴⁴ Gasiul H., *Teorie emocji i motywacji.....*, s. 263.

Trzeci rodzaj w kolejności uporządkowania hierarchicznego to potrzeby przynależności i miłości obejmujące potrzeby: życzliwych stosunków z ludźmi, towarzystwa, należenia do grupy, obdarzania uczuciem i przyjmowania uczucia. Czwarty poziom w hierarchii według Masłowa to potrzeba szacunku, która może objawiać się jako potrzeba czy pragnienie stałej, mocno ugruntowanej zwykle wysokiej samooceny, szacunku dla siebie, poczucia własnej wartości i poważania ze strony innych. Potrzeby te, zdaniem Masłowa, można podzielić na dwie podgrupy. Do pierwszej z nich należy pragnienie mocy, osiągnięć, kompetencji, mistrzostwa i fachowości, pewności siebie w konfrontacji ze światem oraz niezależności i wolności. Druga podgrupa obejmuje to, co możemy nazwać pragnieniem dobrej opinii czy prestiżu (definiując je jako poważanie czy szacunek ze strony innych), statusu, sławy i chwały, dominacji, uznania, zainteresowania, znaczenia, godności czy docenienia. Ostatnią w hierarchii jest potrzeba samorealizacji. Odnosi się ona do występującego u ludzi pragnienia samospelnienia, a mianowicie tendencji do zrealizowania swego potencjału. Tendencję tę można określić jako pragnienie, by stawać się coraz bardziej tym, kim się naprawdę jest, by stawać się tym wszystkim, kim potrafimy się stać. Specyficzna forma, jaką przyjmują te potrzeby, będzie oczywiście bardzo różna w zależności od osoby. U kogoś mogą one przyjąć postać pragnienia, by stać się idealną matką, u kogoś innego mogą się wyrażać w aktywności sportowej, u jeszcze innego – w malowaniu obrazów lub dokonywaniu wynalazków. Na tym poziomie różnice indywidualne są największe. Jednakże wspólną cechą potrzeb samorealizacji jest to, że ich pojawienie się jest zwykle uzależnione od wcześniejszego zaspokojenia potrzeb fizjologicznych, bezpieczeństwa, miłości i szacunku⁴⁵.

Potrzeby dotyczące mieszkania według piramidy Masłowa należą do potrzeb fizjologicznych. W przypadku mieszkania tradycyjna struktura (piramida) potrzeb przedstawia się następująco (idąc od jej podstawy): spanie, przygotowanie posiłków, przechowywanie rzeczy osobistych, odpoczynek i leczenie chorób, wychowanie dzieci, nauka.

Na przestrzeni rozwoju społecznego mieszkanie przestało jednak pełnić funkcje miejsca do spania czy przygotowywania posiłków. Obecnie mieszkanie nadaje człowiekowi pewności siebie, zacieśnia więzi rodzinne i towarzyskie. Dzięki zapewnieniu odpowiednich warunków socjalno-bytowych oraz prawidłowego rozwoju intelektualnego, emocjonalnego i społecznego, człowiek może realizować swoje potrzeby wyższego rzędu⁴⁶. Można zatem stwierdzić, iż

⁴⁵ Masłowa A., *Motywacja...*, s. 68-71.

⁴⁶ Suszyńska K., *Doświadczenia społecznego budownictwa mieszkaniowego w Szwecji i możliwości ich wykorzystania w polskiej praktyce* (Rozprawa doktorska), Poznań 2014, s. 14-16.

mieszkanie zaspokaja bezpośrednio lub pośrednio potrzeby ze wszystkich przedstawionych wyżej poziomów piramidy Masłowa.

O ile w początkowym etapie rozwoju cywilizacyjnego ludności mieszkanie zaspokajało przede wszystkim potrzeby podstawowe, z czasem zaczęło pełnić coraz bardziej rozbudowane i skomplikowane funkcje (rys. 1).

Rysunek 1. Współczesna struktura potrzeb zaspokajanych przez mieszkanie



Źródło: Gawron H., *Potrzeby mieszkaniowe klientów na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2012, s. 40.

Interpretacja H. Gawrona potwierdza szczególny charakter dobra ekonomicznego, jakim jest mieszkanie – z jednej strony zaspokaja najbardziej elementarne, socjalno-bytowe potrzeby człowieka, z drugiej pozwala na realizację potrzeb wyższego rzędu poprzez zagwarantowanie jednostce prawidłowego rozwoju intelektualnego, emocjonalnego i społecznego⁴⁷.

Z kategorią potrzeb mieszkaniowych połączona jest inna kategoria socjoekonomiczna, czyli popyt na mieszkania. Nie są to jednak pojęcia równoznaczne. Według P. Kotlera potrzeba ludzka jest stanem odczuwania braku zaspokojenia. Pragnienie to wyraz potrzeby szczególnego zaspokojenia potrzeb pierwotnych, natomiast popyt to pragnienie posiadania określonych dóbr, poparte możliwością i gotowością ich nabycia⁴⁸. Tak więc konieczność posiadania dużego zasobu środków pieniężnych lub dostępu do takich zasobów sprawia, że popyt staje się kategorią węższą niż potrzeba. Pojęcia pragnienia i popytu są szczególnie widoczne

⁴⁷ Ibidem, s. 15.

⁴⁸ Kotler P., *Marketing Management*, Pearson, Harlow 2016, s. 7.

na rynku mieszkaniowym, gdzie zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych wydaje się niemożliwe lub odłożone w czasie z uwagi na kapitałochłonność takiej inwestycji.

Jak zauważa M. Bryx, potrzeby mieszkaniowe zależne są od trzech czynników:

- I. aktualnej sytuacji na rynku mieszkaniowym,
- II. tendencji demograficznych,
- III. zmian w sferze świadomości⁴⁹.

Podobne wnioski zaprezentowano w raporcie zredagowanym przez P. Witakowskiego, gdzie wśród podstawowych determinant potrzeb mieszkaniowych wyróżnia się:

- istniejący deficyt mieszkań,
- konieczność wymiany mieszkań zużytych i wyburzanych ze względów urbanistycznych,
- konieczność stworzenia rezerwy dla właściwej gospodarki mieszkaniowej,
- rozwój demograficzny i społeczny,
- preferencje i prognozy mające podłoże w demografii, wzory społecznie akceptowalne⁵⁰.

Mieszkanie należy do najdroższych dóbr w koszyku konsumentów. Zakup mieszkania bądź budowa domu stanowią wielokrotność rocznych dochodów gospodarstw domowych. Na dostępność mieszkań wpływa nie tylko koszt ich nabycia, ale również koszty utrzymania mieszkania. Dlatego zakup mieszkania jest często efektem wieloletniego oszczędzania gospodarstwa domowego oraz pozyskania pożyczek lub kredytów od banków, czy z programów rządowych.

Podstawowym rodzajem nieruchomości są nieruchomości gruntowe. Jest to obszar ziemi stanowiący odrębny przedmiot własności. W myśl *Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny* grunt jest rodzajem nieruchomości i zarazem rzeczą⁵¹.

Jako osobne od gruntu nieruchomości mogą zostać wyodrębnione budynki (nieruchomość budynkowa) lub części takich budynków (lokale – nieruchomość lokalowa) – w przypadkach i na zasadach określonych w odrębnych przepisach. Wtedy stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności⁵².

Pojęcie nieruchomości gruntowej posiada dwa, nie w pełni tożsame znaczenia:

⁴⁹ Bryx M., *Finansowanie inwestycji...*, s. 16.

⁵⁰ Witakowski P. i in. (red.), *Raport 2006...*, s. 32-36.

⁵¹ Art. 46 *Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny*, Dz. U. z 2017 r., poz. 1132, 2018.

⁵² *Rodzaje nieruchomości*, www.msrm.pl/?st=def&art=9, 2018.

- wieczystoksięgowym (formalnym) – wieczystoksięgowa (formalna) definicja nieruchomości – zgodnie z tym podejściem nieruchomością jest część powierzchni ziemskiej, dla której urządzono księgę wieczystą⁵³;
- kodeksowym (materialnym) – materialno-prawna definicja nieruchomości (art. 46 § 1) – ma obecnie charakter zasadniczy. Nieruchomość to część powierzchni ziemskiej stanowiąca odrębny przedmiot własności⁵⁴.

Przez granice przestrzenne nieruchomości gruntowych należy rozumieć granice w ujęciu horyzontalnym, jak i wertykalnym. Na konieczność istnienia granic nieruchomości gruntowych w układzie poziomym wskazuje sama istota nieruchomości jako części powierzchni ziemskiej⁵⁵. Muszą więc istnieć granice zewnętrzne, które oddzielają od siebie poszczególne nieruchomości gruntowe. Z reguły granice te wyznaczane są sztucznie. Nie muszą one być wyraźnie zaznaczone na gruncie. Wystarczy, jeśli można je ustalić, a co za tym idzie odtworzyć. Zatem zatarcie granicy na gruncie nie unicestwia bytu nieruchomości⁵⁶.

Nieruchomości budynkowe są to budynki trwale z gruntem związane, które na podstawie przepisów szczególnych nie stanowią części składowych nieruchomości gruntowej, lecz są odrębnym od gruntu przedmiotem własności. Nieruchomość budynkowa jako odrębna własność może powstać, w przeciwieństwie do nieruchomości lokalowej, tylko w drodze konkretnego przepisu prawnego określającego także status prawny odrębnej własności budynku, a w szczególności relację tego prawa, do prawa do nieruchomości, na której budynek został wzniesiony⁵⁷.

Rodzajem nieruchomości jest lokal mieszkalny. Samodzielnym lokalem mieszkalnym jest wydzielona trwałymi ścianami w obrębie budynku izba lub zespół izb przeznaczonych na stały pobyt ludzi, które wraz z pomieszczeniami pomocniczymi służą zaspokajaniu ich potrzeb mieszkaniowych. Do lokalu mogą przynależeć jako jego części składowe pomieszczenia, choćby nawet do niego bezpośrednio nie przylegały lub były położone w granicach nieruchomości gruntowej poza budynkiem, w którym wyodrębniono dany lokal, a w szczególności: piwnica, strych, komórka, garaż, zwane „pomieszczeniami przynależnymi”. W razie wyodrębnienia własności lokali właścicielowi lokalu przysługuje udział w nieruchomości

⁵³ Art. 24 ust. 1 *Ustawy z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece*, Dz. U. z 2017.

⁵⁴ Barłowski B., *Pojęcie nieruchomości gruntowej położonej w mieście i istota podziału takiej nieruchomości w świetle ustawy z dnia 6 lipca 1972 roku*, Palestra, nr. 11-12, 1980, s. 31-33.

⁵⁵ Art. 46 *Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny*, Dz. U. z 2017 r., poz. 1132, 2018.

⁵⁶ Rudnicki S., *Prawo obrotu nieruchomościami*, C. H. Beck, Warszawa 2001, s. 30.

⁵⁷ *Rodzaje nieruchomości*, www.msrm.pl/?st=def&art=9, 2018.

wspólnej jako prawo związane z własnością lokali (nieruchomość wspólną stanowi grunt oraz części budynku i urządzenia, które nie służą wyłącznie do użytku właścicieli lokali)⁵⁸.

Nieruchomości lokalowe mogą powstać⁵⁹:

- w drodze czynności prawnych: umowy (pomiędzy współwłaścicielami; pomiędzy właścicielem nieruchomości a nabywcą, w tym w formie dewelopingu, tj. umowy o budowę domu w celu ustanowienia w nim odrębnej własności lokali) – art. 8 ust. 3 i art. 9 ust. o wł. lok. oraz art. 237 Pr. spółdz.;
- jednostronnej czynności prawnej – ust. o wł. lok.;
- w drodze orzeczenia sądowego o charakterze „działowym” – art. 7 ust. 1 ust. o wł. lok.;
- *ex lege* – art. 231 Pr. spółdz.

Wykluczone jest natomiast powstanie odrębnej własności lokali w drodze zasiedzenia; w ten sposób można stać się właścicielem jedynie już wyodrębnionego lokalu⁶⁰. Nie można też nabyć w drodze zasiedzenia jednego z kilku pokoi wchodzących w skład nieruchomości lokalowej, gdyż pokój taki nie jest rzeczą, lecz jedynie jej częścią składową.

Zgodnie z przepisami art. 1 i 2 *Ustawy z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali*, lokal stanowiący odrębną własność to nieruchomość, która składa się z:

- ułamkowego udziału we własności gruntu lub prawie użytkowania wieczystego i wspólnych części budynków lub budynku,
- indywidualnej własności samego lokalu – również z pomieszczeniami, które przynależą do lokalu na przykład komórka, strych, piwnica.

Ze względu na złożoność pojęcia nieruchomości, istnieje wiele różnych typologii bazujących na licznych kryteriach wyodrębnienia, np. E. Kucharska-Stasiak proponuje podział z uwagi na przeznaczenie (funkcje, jakie nieruchomości pełnią). I tak wyróżnia nieruchomości:

- mieszkaniowe (grupa ta obejmuje domy w zabudowie jedno- i wielorodzinnej, nieruchomości użytkowane przez właścicieli w celu zaspokojenia własnych potrzeb, ale również przeznaczone na sprzedaż lub wynajem);
- komercyjne (obiekty handlowe, biurowe, magazynowe, sportowo-rekreacyjne itp.);

⁵⁸ *Samodzielny lokal mieszkalny, Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali*, Dz. U. z 2017 r., poz. 1529, 2018.

⁵⁹ *Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali*, Dz. U. z 2017 r., poz. 1529; *Ustawa z dnia 16 września 1982 r. – Prawo spółdzielcze*, Dz. U. z 2017 r., poz. 1596, 2018.

⁶⁰ Ignatowicz J., Stefaniuk K., *Prawo rzeczowe*, LexisNexis, Warszawa 2012, s. 151.

- przemysłowe (nieruchomości o małej płynności i zdolności do zmiany sposobu wykorzystania);
- rolne i leśne (nieruchomości ziemskie obejmujące użytki rolne i leśne wraz z zadrzewieniami);
- specjalnego przeznaczenia (często wzniesione nie w celach inwestycyjnych, lecz społecznych, np. kościoły, szpitale, szkoły, domy kultury, lotniska, mosty, drogi, a także wszelkiego rodzaju obiekty publiczne⁶¹.

2.2. Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego determinanty

Rynek nieruchomości jest ważnym elementem gospodarki. Definicja „rynku” posiada wiele różnych interpretacji i znaczeń, które ukazują najważniejsze cechy z perspektywy danej definicji. Rynek można definiować z płaszczyzny czasowo-przestrzennej, czyli jest on łączony z miejscem dokonywania transakcji kupna-sprzedaży, gdzie występują strony transakcji. Jednak ze względu na różnorodne formy sprzedaży oraz liczne sposoby komunikacji uczestników wymiany, to określenie ma współcześnie charakter niewystarczający⁶². Jednak ma ono pewne odzwierciedlenie w stosunku do rynku nieruchomości, mimo iż nieruchomość jest przedmiotem wymiany, który jest na stałe związany z konkretnym miejscem, a kontrakt kupna-sprzedaży zachodzi w zupełnie innym miejscu niż siedziba danej nieruchomości. Jednak to właśnie ta cecha przesądza o wcześniejszym spotkaniu się uczestników wymiany w danej lokalizacji⁶³. Inna definicja rynku jest przedstawiona z punktu widzenia stosunków społeczno-ekonomicznych, powstających między stronami wymiany. Definiuje go jako całokształt relacji wymiennych między kupującymi a sprzedającymi, a także warunków pozwalających na ich realizację⁶⁴. Najprostsza definicja rynku, a zarazem podkreślająca jego znaczenie określa rynek jako instytucję, która umożliwia zawarcie transakcji między sprzedającym a kupującym. Każdy rynek ma określoną strukturę. Strukturę tę tworzą kupujący i sprzedający, którzy mogą być partnerami równorzędnymi lub też narzucać sobie nawzajem różne warunki, zależnie od „siły”, jaką dysponują. Przedmiotem transakcji dokonywanych pomiędzy kupującym i sprzedającym są dobra, usługi czy tytuły prawne⁶⁵.

⁶¹ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomości w gospodarce...*, s. 34.

⁶² Główna G., *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny w Polsce*, SGH, Warszawa 2011, s. 13.

⁶³ Bryx M., *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa 2006, s. 17.

⁶⁴ Główna G., *Mieszkaniowy kredyt...*, s. 14.

⁶⁵ Nojszewska E., *Podstawy ekonomii*, WSiP, Warszawa 2010.

E. Kucharska-Stasiak definiuje rynek nieruchomości jako „ogół stosunków wymiany i stosunków równoległych zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku, tworzącymi popyt i podaż nieruchomości”⁶⁶. Według niej tak zaprezentowana definicja pokazuje, że rynek nie jest wewnątrznie jednakowy, ponieważ w jego obrębie można wymienić kilka rodzajów rynku, m.in. rynek aktywów finansowych, rynek gruntów, rynek uczestników. W literaturze występuje wiele podobnych definicji, które podlegają nieustannym zmianom⁶⁷.

Rynek nieruchomości definiowany jest także jako segment rynku kapitałowego i określany jest jako ogół transakcji kupna-sprzedaży nieruchomości. Na podstawie innej definicji rynek nieruchomości stanowi ogół warunków, w których następuje transfer praw do nieruchomości. Transfer musi mieć charakter rynkowy, który charakteryzuje się wzajemnością świadczeń, a obrót pieniądza jest regulowany przez mechanizm rynkowy oraz normy prawne regulujące jego funkcjonowanie.

Do transferów o charakterze rynkowym zalicza się transakcję kupno-sprzedaż. Określenie „umowa sprzedaży” pojawia się przede wszystkim w Kodeksie Cywilnym, który definiuje i reguluje ten rodzaj umowy. W praktyce jednak uczestnicy obrotu gospodarczego częściej i chętniej posługują się określeniem „umowa kupna-sprzedaży”. Nazwa ta zdaje się pełniej oddawać charakter umowy. To, którą z nazw się posługujemy, nie ma w rzeczywistości większego znaczenia, gdyż o rodzaju zawartej umowy nie decyduje nadanie jej właściwego tytułu. Aby mówić o umowie sprzedaży, bez względu na stosowane nazewnictwo, w konstrukcji umowy muszą obowiązkowo występować następujące elementy:

- strony umowy: sprzedawca i kupujący;
- przedmiot sprzedaży;
- cena⁶⁸.

Ze względu na różne kryteria rynek można podzielić na segmenty. Najczęściej wykorzystuje się kryterium przedmiotowe, które klasyfikuje rynek według funkcji użytkowej. Jednym z najważniejszych segmentów rynku nieruchomości jest rynek nieruchomości mieszkaniowych⁶⁹.

Nieruchomości mieszkaniowe, to wszystkie nieruchomości, które zaspokajają potrzeby mieszkaniowe zarówno właścicieli, jak i użytkowników, którzy nie mają prawa własności do

⁶⁶ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce*..., s. 40-41.

⁶⁷ Główna G., *Mieszkaniowy kredyt*..., s. 15.

⁶⁸ *Umowa sprzedaży czy umowa kupna-sprzedaży*, www.infor.pl/prawo/prawa-konsumenta/prawa-konsumenta/686159,Umowa-sprzedaży-czy-umowa-kupna-sprzedaży.html, 2018.

⁶⁹ Główna G., *System finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce*, SGH, Warszawa 2012, s. 26-27.

nieruchomości. Nieruchomości mieszkaniowe obejmują domy wolnostojące, bliźniacze, w zabudowie szeregowej oraz lokale i budynki wielorodzinne⁷⁰.

Rynek nieruchomości mieszkaniowych istotnie różni się od pozostałych segmentów rynku nieruchomości ze względu na kilka specyficznych cech. Są to:

- pospolitość zaspokajania potrzeb mieszkaniowych – mieszkanie to dobro ekonomiczne pierwszej potrzeby i zaspokojenie jej jest konieczne w celu normalnego funkcjonowania każdego człowieka. Jednakże z drugiej strony jest dobrem kapitałochłonnym i czasochłonnym, co sprawia trudności w zaspokajaniu tej potrzeby;
- dualizm funkcji, jakie pełni mieszkanie w gospodarce – poza społeczną funkcją, mieszkanie ma także znaczenie ekonomiczne. Może stać się lokatą kapitału, zyskiem kapitałowym czy nawet dochodem dla właściciela, a także jest powiązane z innymi sferami gospodarki (np. wpływa na rynek pracy)⁷¹.

Ze względu na przedmiot obrotu rynek nieruchomości mieszkaniowych jest szczególnym elementem całego rynku. Należy do bardzo istotnych elementów polityki makroekonomicznej, ale jest też miejscem realizowania najważniejszych potrzeb dla człowieka. Satysfakcjonujący stan tego rynku to nie tylko stopy zwrotu dla inwestorów, ale przede wszystkim zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych wszystkich gospodarstw domowych⁷².

Rozwój rynku nieruchomości nie przebiega równomiernie i jest ściśle związany z ogólną sytuacją gospodarczą w państwie, a także cyklem koniunkturalnym w branży nieruchomości. Dynamiczny rozwój tego sektora obserwujemy wyraźniej na terenie wielkich aglomeracji niż w małych miejscowościach. Na rynek wpływ mają czynniki makroekonomiczne, takie jak: zmiany wartości nabywczej pieniądza, inflacja, stopy procentowe, stopy kredytów hipotecznych, stopa bezrobocia, dochody ludności. Ważną rolę odgrywa również państwo, którego polityka może stymulować rozwój rynku nieruchomości na przykład poprzez dofinansowanie kredytów na cele mieszkaniowe lub poprzez preferencje podatkowe⁷³. Duże znaczenie mają uregulowania prawne dotyczące obrotu nieruchomościami, przepisy podatkowe dla inwestorów i osób fizycznych, polityka gmin w zakresie rozwoju rynków lokalnych i kreowania infrastruktury rynku nieruchomości w miejscowych planach zagospodarowania przestrzennego.

⁷⁰ Głowska G., *Nieruchomość. Kredyt. Hipoteka*, SGH, Warszawa 2009, s. 15-16.

⁷¹ Bryx M., *Finansowanie rozwoju budownictwa mieszkaniowego w miastach*, SGH, Warszawa 1999, s. 6.

⁷² Głowska G., *System finansowania...*, s. 28.

⁷³ Ismail S., Buyong T., *Residential property valuation using geographic information system*, Buletin Geoinformasi, Jld. 2, No.2, 2004.

Ważne są również zabezpieczenia kredytów poprzez wpis wierzytelności banku do księgi wieczystej nieruchomości w postaci hipoteki⁷⁴.

Rynek nieruchomości w Polsce jest jeszcze w fazie transformacji i przemian. Wiele zachodzących na tym rynku zjawisk nie zostało jeszcze wystarczająco rozpoznanych i dobrze uregulowanych, czego przykładem są kwestie własnościowe nieruchomości, czy też kształtowanie się kolejnych cykli rynku nieruchomości, a także brak pełnych oraz wiarygodnych baz danych dotyczących tego rynku. Wiele problemów sprawia również długie postępowanie wieczysto-księgowe co powoduje, iż poszczególne segmenty tego rynku charakteryzują się nadal podwyższonym ryzykiem⁷⁵. Brak jednorodności rynku nieruchomości, a także długookresowy charakter wciąż zachodzących na nim zjawisk czy też brak długookresowych doświadczeń poszczególnych jego uczestników w efekcie powoduje, iż rynek ten ciągle nie jest wystarczająco przejrzysty, a także dostatecznie przewidywalny, utrudniając tym samym bankom bieżące monitorowanie wszystkich wartości przyjmowanych zabezpieczeń oraz ich aktualizację⁷⁶.

Na rynku nieruchomości, sektor nieruchomości mieszkaniowych stanowi około 3/4 całego rynku. Jest on bardzo silnie powiązany ze sferą gospodarczą i jest podatny na zmiany stóp procentowych. Stopa procentowa jest jedną z istotniejszych kategorii w gospodarce rynkowej. Jest to rynkowy koszt kapitału albo inaczej cena, którą płaci się za pożyczenie kapitału na określony czas. Koszt ten wyraża się zazwyczaj jako procent od pożyczonej sumy, mierzony w ujęciu rocznym (tzn. gdyby suma została pożyczona – i zwrócona dokładnie po roku)⁷⁷.

Należy zaznaczyć, iż nie ma formalnej różnicy pomiędzy stopą procentową a innymi, podobnymi pojęciami występującymi na przykład w wycenie nieruchomości, takimi jak stopa dyskontowa czy stopa zwrotu. Stopa dyskontowa jest to stopa procentowa. Jednak rozróżnienie tej stopy i stosowanie dla niej odrębnej nazwy wynika z konieczności przyjęcia merytorycznej zasady zmiennej wartości pieniądza w czasie. Zasada ta oznacza, iż suma pieniężna analizowana w dwóch różnych okresach ma różną wartość. Zmienna wartość pieniądza w czasie wynika z działania czterech czynników, którymi są⁷⁸: spadek siły nabywczej, możliwość powiększania kapitału poprzez inwestowanie, występowanie ryzyka, preferowanie bieżącej konsumpcji przez człowieka.

⁷⁴ Charlton M., Fotheringham S., *Weighted Regression*, White Paper, Maynooth, Ireland 2011.

⁷⁵ Raport, *Rynek mieszkaniowy w Warszawie, Analiza czynników wpływających na zakup mieszkania*, CB Richard Ellis i Murator EXPO, 2011.

⁷⁶ ChIH, *A vision for social housing and housing support over the next five years*, Chartered Institute of Housing London 2016.

⁷⁷ *Stopa procentowa*, www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/stopa-procentowa, 2018.

⁷⁸ Cegielski P., Jajuga K., *Stopa dyskontowa w wycenie nieruchomości podejściem dochodowym, cz. I stopa procentowa, stopa zwrotu, stopa dyskontowa – podstawy teoretyczne*, *Nieruchomości*, Nr 9, 2003.

Na popyt na mieszkania wpływa wiele czynników, takich jak potrzeby mieszkaniowe, wielkość dochodów, dostępność kredytów, zmiany demograficzne społeczeństwa, polityka państwa i różnego rodzaju wsparcie rządowe. Duże znaczenie dla popytu ma spekulacja odnośnie do kształtowania się cen w przyszłości na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Rzeczywisty wpływ zmian stóp procentowych na wartość mieszkań w dużej mierze jest zależny od poziomu rozwoju rynku i świadomości ekonomicznej jego uczestników⁷⁹.

Z kolei podaż mieszkań ograniczają następujące czynniki:

- ograniczenia techniczne (długość cyklu budowy);
- regulacyjne, m.in. brak planów przestrzennych, długie procedury pozwoleń na budowę;
- niedostatek odpowiednich działek budowlanych w miastach, brak odpowiednio uzbrojonych terenów;
- ograniczenia finansowe – wysoka kapitałochłonność inwestycji mieszkaniowych zmusza inwestorów do wykorzystywania obcych środków (deweloperzy i spółdzielnie: finansowanie ze środków własnych, wpłat przyszłych właścicieli lub kredytu, inwestorzy indywidualni: finansowanie ze środków własnych i kredytu, budownictwo socjalne: ze środków budżetowych, funduszy unijnych lub kredytu preferencyjnego)⁸⁰.

Cechy te świadczą o niedoskonałości rynku oraz powodują stosunkowo niską elastyczność podaży mieszkań w porównaniu z innymi dobrami konsumpcyjnymi i ograniczają swobodne kształtowanie zasobu. Ograniczenia podaży mieszkań powodują nie tylko opóźnienie w dostosowaniu podaży do popytu. Mają one częściowo charakter trwały, strukturalny. Oznacza to, że podaż nie tylko rozwija się z opóźnieniem w stosunku do popytu, ale też, że oferta jest trwale ograniczona i o wysokim koszcie, co wyklucza część potencjalnych nabywców⁸¹.

Czynniki ekonomiczne, które mogą stymulować lub ograniczać rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych można również podzielić na endogeniczne (wewnętrzne), występujące w obrębie rynku nieruchomości, oraz egzogeniczne (zewnętrzne), pochodzące z szeroko rozumianego otoczenia gospodarczego (tab. 1).

Spośród czynników makrootoczenia ekonomicznego na dynamikę rozwoju rynku mieszkaniowego wpływa wysoka aktywność gospodarcza, malejący poziom bezrobocia, rosnące płace i dochody gospodarstw domowych, niska inflacja czy dostępność kredytów

⁷⁹ Crafts N., *Returning to Growth: Policy Lessons from History*, Fiscal Studies, vol. 34, iss. 2, 2013.

⁸⁰ Łaszek J., *Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004.

⁸¹ HMT, *Promoting more flexible investment in property: a consultation*, HM Treasury, London 2006.

mieszkaniowych⁸². Wymienione czynniki stymulują zarówno popyt mieszkaniowy, jak i również – często w odpowiedzi na ten popyt – podaż mieszkań i domów w efekcie wzrostu inwestycji mieszkaniowych.

Tabela 1. Klasyfikacja ekonomicznych uwarunkowań rozwoju rynku mieszkaniowego

Uwarunkowania egzogeniczne – pochodzące z makrootoczenia	Uwarunkowania endogeniczne – pochodzące z rynku nieruchomości
PKB Inflacja Stopa procentowa Dochody gospodarstw domowych Dostępność kredytu Podatki i inne obciążenia publiczno-prawne	Koniunktura na rynku nieruchomości Ceny nieruchomości mieszkaniowych Czysze i stawki najmu na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Kałkowski L., *Rynek nieruchomości w Polsce*, Twigger, Warszawa, 2001; Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.

Ekonomiczne czynniki egzogeniczne (zewnętrzne) można utożsamić z szeroko rozumianym makrootoczeniem, które „(...) jest zbiorem elementów wzajemnie powiązanych i na siebie oddziałujących”⁸³.

Produkt krajowy brutto jest miernikiem produkcji i obejmuje nowo wytworzone wyroby i usługi. Można zatem stwierdzić, że wielkość ta obrazuje „(...) końcowy rezultat działalności wszystkich podmiotów gospodarki narodowej. Produkt krajowy brutto równa się wartości dodanej brutto wszystkich sektorów własności albo sektorów instytucjonalnych lub sumie wartości dodanej brutto wszystkich sekcji, działów powiększonej o podatki od produktów i pomniejszonej o dotacje od produktów”⁸⁴.

Przyjmuje się, iż całość nakładów na gospodarkę mieszkaniową w gospodarce narodowej kształtuje się na ogół na poziomie 8-20% PKB. W zależności od wielkości i stanu zasobów, a także rozmiarów budownictwa nakłady te są ponoszone na utrzymanie istniejącego zasobu oraz na inwestycje w proporcjach od około 40% do 60%. Nakłady na utrzymanie istniejącego zasobu budownictwa mieszkaniowego są względnie stabilne. Natomiast nakłady inwestycyjne na nowe zasoby mieszkaniowe podlegają fluktuacjom powiązanym z cyklem rozwoju gospodarki. Inwestycje mieszkaniowe są istotnym elementem popytu inwestycyjnego. Ich poziom wynosi od około 10% inwestycji brutto w gospodarce narodowej – przy niskim poziomie PKB – do 20%, a nawet 30% przy przeciętnym poziomie PKB i deficycie

⁸² Załączna M., *Funkcjonowanie rynków nieruchomości w wybranych krajach*, w: *Zachodnie rynki nieruchomości*, Kucharska-Stasiak E. (red.), Twigger, Warszawa 2007, s. 65.

⁸³ Janosz M., *Czynniki wpływające na rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych*, *Finansowanie Nieruchomości*, Nr 7, 2006, s. 30.

⁸⁴ Taylor M., Mankiw G., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2009, s. 30-32.

mieszkań⁸⁵. Wzrost gospodarczy sprzyja rozwojowi rynku mieszkaniowego, a spowolnienie i recesja w gospodarce powodują zastój i kurczenie się procesów rozwojowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych⁸⁶.

Inflacja to proces wzrostu przeciętnego poziomu cen w gospodarce. Skutkiem tego procesu jest spadek siły nabywczej pieniądza krajowego⁸⁷. W okresach znacznej inflacji obserwowany jest wzrost wartości nieruchomości o niskim stopniu zużycia technicznego. Oznacza to, że z jednej strony nieruchomość chroni kapitał przed inflacją, co „(...) wyróżnia ją pozytywnie spośród innych instrumentów finansowych”⁸⁸. Z drugiej strony, wzrost wartości nieruchomości w okresach znacznej inflacji może być wywołany gwałtownie rosnącymi kosztami budowy, a także wzrostem oprocentowania kredytu. Prowadzi to do zwiększenia niepewności w przewidywaniu wzrostu realnych zysków, co oddziałuje niekorzystnie na działalność gospodarczą i zniechęca do podejmowania decyzji inwestycyjnych. W tym ujęciu inflacja może być postrzegana jako czynnik ograniczający rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych⁸⁹.

Inwestycje w nieruchomości cechują się dużą kapitałochłonnością, dlatego konieczny jest wysoki udział kapitałów pochodzących ze źródeł obcych. Koszt pozyskania kapitałów obcych jest kształtowany przede wszystkim przez stopy procentowe. Jak pisze E. Kucharska-Stasiak: „(...) stopy procentowe, wyrażające cenę pieniądza silnie oddziałują na stopy dyskontowe i stopy kapitalizacji, wpływając na wartość i ceny nieruchomości”⁹⁰.

Wśród uwarunkowań strony popytowej rynku nieruchomości mieszkaniowych dochody gospodarstw domowych odgrywają najistotniejszą rolę. Decydują one m.in. o zdolności kredytowej, wykazywanej przez kredytobiorców wywodzących się z sektora gospodarstw domowych, a zatem kształtują ich możliwości nabywcze na rynku mieszkaniowym. Jak podkreśla J. Łaszek: „Mieszkanie należy do najdroższych, powszechnych dóbr nabywanych przez gospodarstwa domowe. (...) Wraz ze wzrostem dochodów ludności rośnie (...) udział wydatków na mieszkanie oraz związane z nim dobra (...)”⁹¹. Wzrost dochodów gospodarstw domowych jest więc czynnikiem pobudzającym rozwój rynku mieszkaniowego. Należy wspomnieć, że tempo wzrostu dochodów jest powiązane z poziomem bezrobocia. W okresach, w

⁸⁵ Łaszek J., *Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego specyfika*, w: *Ryzyka banku w zakresie określania wartości nieruchomości dla celów kredytowych w Polsce na tle trendów w Unii Europejskiej*, Kucharska-Stasiak E. (red.), Zeszyt Hipoteczny nr 23, 2006, s. 166.

⁸⁶ Gdakowicz A., Hozer J., *Analiza rozwoju rynków nieruchomości mieszkaniowych w wybranych miastach Polski z zastosowaniem metod taksonomicznych*, Studia i Materiały TNN, Vol. 20, nr 1, 2012, s. 123-135.

⁸⁷ Belka M., *Elementarne zagadnienia ekonomii*, Milewski R. (red. nauk), PWN, Warszawa 2005, s. 414.

⁸⁸ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*..., s. 199.

⁸⁹ Gostkowska-Drzewicka M., Pestka E., *Ekonomiczne uwarunkowania rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce – klasyfikacja (cz. I)*, Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance Vol. 12, No. 1/2014, s. 8.

⁹⁰ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*..., s. 199.

⁹¹ Łaszek J., *Rynek nieruchomości mieszkaniowych*..., s. 166.

których stopa bezrobocia jest wysoka, obserwuje się niższe oczekiwania płacowe ze strony pracowników⁹².

W dojrzałej gospodarce rynkowej nowe nieruchomości mieszkaniowe są dostarczane w takim zakresie, w jakim zgłaszany jest na nie popyt. Dlatego też jednym z ważnych czynników kształtujących długookresowy rozwój tego rynku jest związek między popytem a strukturą i dynamiką zatrudnienia. Związek ten z jednej strony kształtuje potrzeby, a z drugiej dostępność odpowiednich nieruchomości (podaż) i z rosnącą siłą nabywczą ludności kształtuje popyt – stanowi podstawowy motor rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych⁹³.

Nabywcy i inwestorzy na rynku nieruchomości są obciążani różnymi podatkami, a zwłaszcza: podatkiem dochodowym od osób fizycznych i prawnych, podatkiem od towarów i usług (VAT), podatkiem od czynności cywilnoprawnych oraz podatkiem od nieruchomości. Podatkowy aspekt prowadzonej działalności jest niezmiernie istotny. Brak należytego planowania w tym zakresie bądź nieprawidłowe rozliczenie operacji gospodarczych może spowodować obniżenie potencjalnego zysku, a także prowadzić do wzrostu ryzyka finansowego⁹⁴.

Spośród uprzednio przytoczonych podatków na szersze omówienie zasługuje VAT, zaliczany do grupy podatków pośrednich.

Podatek VAT, zwany podatkiem od wartości dodanej, jest specyficznym typem pośredniego, powszechnego podatku obrotowego, który obciąża ostatecznego nabywcę towaru i zawarty jest w jego cenie zakupu. VAT odróżnia od pozostałych podatków obrotowych to, że jest podatkiem wielofazowym, czyli obciąża przyrost wartości w każdej fazie obrotu gospodarczego. Sprzedaż mieszkania rozumianego jako produkt dewelopera podlega opodatkowaniu VAT. W Polsce zasadniczo sprzedaż nieruchomości jest opodatkowana 23% stawką VAT. Jednak w odniesieniu do budownictwa objętego społecznym programem mieszkaniowym stosuje się preferencyjną 8% stawkę⁹⁵. Rozwiązanie takie stanowi jedną z form wsparcia rozwoju budownictwa mieszkaniowego. Nadmienić należy, że preferencyjna stawka VAT jest stosowana także w odniesieniu do prac budowlanych obejmujących budowę, remont oraz modernizację nieruchomości mieszkaniowych zaliczanych do budownictwa społecznego. Oznacza to, że przedsiębiorcy budowlani, a zwłaszcza deweloperzy realizujący takie projekty, odprowadzają 8% VAT.

⁹² Manning A., *The Determinants of Wage Pressure: Some Implications of a Dynamic Model*, *Economica*, Vol. 58, No. 231, 1991, s. 325-339.

⁹³ Brzeski W. J., *Rynek mieszkaniowy, komentarze i analizy*, REAS Konsulting, Nr 16/12, 2006.

⁹⁴ Thedy M., Pleskiewicz A., Sawicki M., Koper M., Dąbek K., Banasikowska A., *Opodatkowanie rynku nieruchomości*, Wydanie 3, C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 11.

⁹⁵ *Ustawa o podatku od towarów i usług*, art. 41, 2004.

Ze względu na kapitałochłonność inwestycji mieszkaniowych podatek VAT, nawet pomimo obniżonej stawki i możliwości zwrotu VAT naliczonego od zakupów materiałów czy też usług przez dewelopera, stanowić może dodatkowe, znaczne obciążenie finansowe dla dewelopera. Musi on bowiem zapewnić środki na jego zapłacenie, często zaciągając na ten cel kredyt. W praktyce jest to szczególnie dotkliwe dla małych firm, które dopiero rozpoczynają działalność⁹⁶.

Użytkowanie istniejących nieruchomości lub budowa nowych zwiększa popyt producentów i konsumentów na dobra z innych części gospodarki. Wpływa na sektor finansowy, stymulując gromadzenie oszczędności i tworzenie nowych kredytów. Jako że mieszkanie jest składnikiem majątkowym i podlega opodatkowaniu, wpływa także na dochody gmin. Sektor mieszkaniowy wykazuje silne oddziaływanie pośrednie na gospodarkę, może wpływać pozytywnie i negatywnie na rynek pracy, wpływać na wysokość wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wielkość produkcji wytworzonej w gospodarce. Każdy wzrost produkcji budowlanej przeważnie oznacza wzrost dochodów ludności zatrudnionej w branży budowlanej i w innych bezpośrednio z nią powiązanych sektorach. Osiągane w ten sposób dochody mogą być przeznaczane na zakup produktów i usług wytwarzanych przez całą gospodarkę.

Do uwarunkowań rozwoju rynku mieszkaniowego należą czynniki endogeniczne generowane w obrębie rynku nieruchomości. Rynek ten, przede wszystkim podlega cyklicznym fluktuacjom o charakterze koniunkturalnym. Według E. Wiśniewskiej: „Cykle koniunkturalne na rynkach nieruchomości zostały zdefiniowane jako powracające, lecz nieregularne wahania w poziomie globalnego dochodu z wszystkich nieruchomości, zaznaczające się różnym wyprzedzeniem bądź opóźnieniem w stosunku do średniej z wszelkich rodzajów nieruchomości”⁹⁷. Można zatem stwierdzić, iż specyfiką rynku nieruchomości jest jego koniunkturalny charakter. Z badań przeprowadzanych w krajach zachodnich wynika, że fluktuacja występuje co 3-7 lat (badania amerykańskie), co 4-5 lat (badania brytyjskie), co 8-10, a nawet 9-11 lat (badania holenderskie)⁹⁸. Z reguły określa się, że na cykliczność rynku nieruchomości wpływ mają zarówno czynniki zewnętrzne, takie jak wydarzenia polityczne, zmiany liczby ludności czy innowacje oraz czynniki wewnętrzne – poziom produkcji, wzrost sprzedaży⁹⁹.

W literaturze podkreśla się, że przebieg cyklu koniunkturalnego jest różny w zależności od rodzaju rynku nieruchomości. Inaczej przebiegają cykle koniunkturalne nieruchomości

⁹⁶ Ibidem, s. 10.

⁹⁷ Wiśniewska E., *Wpływ cykli koniunkturalnych rynku nieruchomości na poziom wartości rynkowej nieruchomości*, Zeszyt Hipoteczny, nr 23, 2006, s. 10.

⁹⁸ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość a rynek...*, s. 34.

⁹⁹ Gołąbeska E., *Cykle koniunkturalne na rynku nieruchomości*, Świat Nieruchomości, Nr 4, 2012, s. 25.

biurowych, przemysłowych, mieszkaniowych, handlowych czy hotelowych. Cykle koniunkturalne na rynku nieruchomości mieszkaniowych charakteryzują się mniejszą amplitudą wahań niż cykle na rynku nieruchomości komercyjnych. Również poziom i tempo zmian stopy zwrotu dla każdego z tych rynków nieruchomości kształtuje się odmiennie¹⁰⁰.

Ponadto uważa się, że przebieg cyklu koniunkturalnego na rynkach nieruchomości jest również zróżnicowany rozwojem poszczególnych regionów. Dlatego cykl ten może różnić się istotnie w obrębie poszczególnych rynków lokalnych. Według R. Trojanka: „(...) istnieją trwałe siły, które łączą lokalne rynki mieszkaniowe z koniunkturą gospodarczą, jednak mechanizmy charakterystyczne dla tych rynków powodują, że wahania cen na rynku mieszkaniowym nie są prostym odbiciem wahań koniunkturalnych w gospodarce”¹⁰¹.

Cena i/lub czynsz są postrzegane jako najważniejsze instrumenty rynkowe wiążące podaż i popyt na poszczególne obiekty nieruchomościowe¹⁰². Wśród ekonomicznych czynników determinujących poziom cen, obok dynamiki rozwoju gospodarczego, najczęściej wymienia się poziom dochodów gospodarstw domowych, stawki czynszu, stopę bezrobocia, dostępność kredytu hipotecznego, koszty działalności budowlanej, dostępność i ceny gruntów pod budownictwo mieszkaniowe, powierzchnię mieszkaniową przekazaną do użytku¹⁰³.

Tabela 2. Podstawowe czynniki kreujące popyt i podaż mieszkań

Czynniki kreujące popyt mieszkaniowy	Czynniki kreujące podaż mieszkań
Zasoby środków na finansowanie potrzeb mieszkaniowych ludności: - dochody gospodarstw domowych, - oszczędności (akumulacja funduszy własnych), - dostępne wsparcie budżetowe (wsparcie do kredytów, dopłaty do zakupu mieszkań), - cena i dostępność kredytów mieszkaniowych. Preferencje konsumentów – model konsumpcji. Poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych – sytuacja mieszkaniowa, stan techniczny zasobów. Czynniki demograficzne: - struktura społeczno-demograficzna i jej zmiany, - saldo migracji wewnętrznych i zewnętrznych.	Istniejący zasób mieszkaniowy. Remonty, modernizacja. Ubytki, zmiany przeznaczenia. Budownictwo mieszkaniowe: - dostępność terenów pod inwestycje i ceny gruntów, - ceny nakładów inwestycyjnych (materiałów i usług budowlanych), - regulacje prawne dotyczące budownictwa mieszkaniowego.
Ceny na rynku: - ceny mieszkań (rynek pierwotny i wtórny), - czynsze, - stopy procentowe, - koszty kredytu.	

Źródło: Łaszek J., Augustyniak H., Widłak M., *Euro a ryzyko bąbli na rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Materiały i Studia NBP, Nr 238, Warszawa 2009.

¹⁰⁰ Cunningham R., Kolet I., *Housing Market Cycles and Duration Dependence in the United States and Canada*, Bank of Canada 2007, s. 3.

¹⁰¹ Trojane R., *Wpływ wahań koniunkturalnych na lokalne rynki mieszkaniowe*, Studia i Materiały TNN, Vol. 19, No. 1, 2011, s. 93.

¹⁰² Foryś I., *Ekonomiczno finansowe aspekty obrotu nieruchomościami*, Pośrednik na rynku nieruchomości, Brzeziński Z. (red.), Poltext, Warszawa 2002, s. 29.

¹⁰³ Żelazowski K., *Regionalne zróżnicowanie cen i ich determinant na rynku mieszkaniowym w Polsce*, Studia i Materiały TNN, Vol. 19, No. 3, 2011, s. 101-102.

Rynek nieruchomości mieszkaniowych ma zawsze charakter lokalny, więc jego aktywność, mierzona wielkością podaży nieruchomości mieszkaniowych, liczbą i wolumenem transakcji kupna-sprzedaży mieszkań, wysokością cen i stawek czynszu, uzależniona jest od wielu uwarunkowań (czynników) lokalnych (tab. 2). Wśród nich można wymienić m.in. dostępne zasoby gruntów pod budownictwo mieszkaniowe, planowanie przestrzenne, stawki podatku od nieruchomości, czas niezbędny do uzyskania pozwoleń na budowę itd. Wzrost cen jest utrudnieniem w nabywaniu nieruchomości mieszkaniowych, a jednocześnie wymusza zaciąganie wyższych kredytów zabezpieczanych prawami do nieruchomości. Wpływa więc na decyzje uczestników rynku, zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej¹⁰⁴.

Popyt na mieszkania może być stymulowany przez politykę mieszkaniową państwa, tj. odpowiednie regulacje (rekommendacje) prawne w tym obszarze oraz pomoc z jego strony w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych ludności poprzez subsydia, dopłaty, ulgi podatkowe i inne instrumenty wsparcia. Istotnym czynnikiem wpływającym na popyt mieszkaniowy jest także spekulacja co do wzrostu bądź spadku cen oraz poziom stóp procentowych banku centralnego. Wpływ spekulacji na koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych w dużej mierze jest zależny od poziomu rozwoju rynku finansowego i rynku mieszkań na wynajem oraz świadomości ekonomicznej uczestników tego rynku. Mechanizm oddziaływania stóp procentowych zależny jest od stopnia rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych, rynku mieszkań wynajmowanych, a także przepływów pomiędzy tymi dwoma rynkami, które wyrównują ceny i czynsze.

Cechy specyficzne rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz narastająca zmienność czynników ryzyka na niego oddziałujących, wpływa również na działania podmiotów funkcjonujących po stronie podażowej tego rynku. Do najczęściej wymienianych przyczyn ograniczających podaż mieszkań należą: niedostatek odpowiednich działek budowlanych w miastach i odpowiednio uzbrojonych terenów, długość cyklu inwestycji, długotrwałość procedury uzyskiwania pozwoleń na budowę, brak planów przestrzennych oraz ograniczenia finansowe (tab. 2). Te ostatnie wynikają z wysokiej kapitałochłonności potrzeb mieszkaniowych, co zmusza inwestorów do poszukiwania i korzystania z kapitałów zewnętrznych (w tym także kapitałów obcych), tj. wpłat przyszłych właścicieli, kredytów bankowych, środków budżetowych, czy funduszy unijnych¹⁰⁵.

¹⁰⁴ Kucharska-Stasiak E., *Podstawy funkcjonowania rynku nieruchomości – ujęcie teoretyczne*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 32.

¹⁰⁵ Łaszek J., *Sektor nieruchomości mieszkaniowych*..., s. 48.

Zdaniem J. Łaszka i innych, podstawowym problemem tego rynku jest krótkookresowa zmienność popytu połączona ze sztywną podażą, niską płynnością nieruchomości oraz brakiem kompleksowości polityki mieszkaniowej, która oddziałując w wybranych wycinkach i na wybrane podmioty, często jest sprzeczna wewnętrznie¹⁰⁶. Wynikiem opóźnionego dostosowania podaży do fluktuacji popytu na rynku mieszkaniowym są powtarzające się okresowo wzrosty cen. Natomiast po opóźnionym i nadmiernym wzroście podaży mieszkań (obliczonym przy założeniu utrzymywania się wysokich cen), którego nie jest w stanie wchłonąć popyt, następuje spadek cen¹⁰⁷.

2.3. System finansowania nieruchomości jako czynnik rozwoju rynku mieszkaniowego

Wzajemne zależności pomiędzy rozwojem systemu finansowego a wzrostem gospodarczym, a więc pośrednio także rozwojem rynku nieruchomości, są przedmiotem badań wielu autorów.

W gospodarce rynkowej na wielkość sektora finansowego składają się środki zgromadzone w systemie bankowym w postaci depozytów, aktywa zgromadzone w funduszach inwestycyjnych, funduszach emerytalnych, firmach ubezpieczeniowych oraz wartość aktywów zgromadzonych na rynku giełdowym mierzonych kapitalizacją giełdową spółek¹⁰⁸.

Z punktu widzenia teorii ekonomicznych rozwój finansowy może w różny sposób wpływać na wzrost gospodarczy. Zgodnie z neoklasyczną teorią wzrostu, im bardziej efektywny system finansowy w danej gospodarce, tym wyższy poziom oszczędności zgromadzonych w gospodarce oraz poziom inwestycji, które w konsekwencji prowadzą do wzrostu gospodarczego. Wzrost ten, wspomagany wprowadzanymi innowacjami technologicznymi może w dłuższym okresie utrzymywać stosunkowo wysokie tempo. W tym podejściu funkcja produkcji charakteryzuje się malejącą krańcową stopą zwrotu kapitału. W teorii endogenicznego wzrostu gospodarczego efektywność pośrednictwa finansowego przejawia się w wyższej skłonności do oszczędzania stymulowanej wzrostem stopy oprocentowania oszczędności. Zachęca to potencjalnych kapitałodawców do lokowania swoich nadwyżek finansowych w instytucjach finansowych. Zwiększony poziom aktywów

¹⁰⁶ Łaszek J., Augustyniak H., Widłak M., *Euro a ryzyko bąbli...*, s. 12.

¹⁰⁷ Łaszek J., *Sektor nieruchomości mieszkaniowych...*, s. 35-38.

¹⁰⁸ Ibidem, s. 57.

finansowych u pośredników finansowych skłania do bardziej efektywnej alokacji kapitału w postaci udzielanych kredytów bankowych. W związku z tym wzrost krańcowej produktywności kapitału może mieć znaczący wpływ na poziom wzrostu ekonomicznego danego kraju¹⁰⁹.

Wielu badaczy wskazuje na dodatni związek między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym. Dzięki tym usługom w gospodarce zachodzi relokacja oszczędności z inwestycji przynoszących relatywnie mniejszy dochód do sektorów o wyższej stopie zwrotu, przy najniższych kosztach transakcyjnych oraz akceptowanym poziomie ryzyka¹¹⁰.

Według R. Levine'a wpływ rozwoju systemu finansowego na wzrost gospodarczy odbywa się dzięki pośrednikom finansowym (banki komercyjne oraz giełdy papierów wartościowych), którzy spełniają określone funkcje w gospodarce. Autor wyróżnia pięć takich funkcji, którymi są: mobilizacja oszczędności, alokacja zgromadzonych oszczędności w efektywne projekty inwestycyjne, monitoring realizowanych projektów, dywersyfikacja ryzyka oraz świadczenie usług finansowych wspierających wymianę towarów, oraz innych usług pozafinansowych. Levine twierdzi, że wyższy poziom wzrostu gospodarczego w poszczególnych gospodarkach może zostać osiągnięty poprzez dwa kanały, którymi są akumulacja kapitału oraz rozwój nowych technologii. Jego zdaniem, większa efektywność pełnionych funkcji przez pośredników finansowych prowadzi do wzrostu oszczędności oraz inwestycji w gospodarce, dzięki czemu osiągnięty zostaje wyższy poziom alokacji kapitału. Firmy poszukujące coraz to nowszych rozwiązań technologicznych, mają szansę na ich sfinansowanie i wdrożenie, a to sprzyja uzyskiwaniu wyższego tempa wzrostu gospodarczego¹¹¹.

M.J. Fry uważa, że im bardziej efektywne pośrednictwo finansowe w danej gospodarce, tym większa jednocześnie ilość zgromadzonych oszczędności oraz poziom realizowanych inwestycji w środki trwałe. Zauważył on, że większej efektywności działania pośredników finansowych towarzyszy niższy *spread* osiągany przez tychże pośredników w wyniku zawieranych transakcji związanych z mobilizacją oszczędności oraz ich efektywnym alokowaniem w różne projekty inwestycyjne. Dzięki temu firmy mogą pozyskiwać kapitał po relatywnie niższym koszcie, a w konsekwencji podnosi to rentowność oraz ilość realizowanych projektów¹¹².

¹⁰⁹ Dębski W., Bujnowicz I., *Wzajemne zależności...*, s. 58.

¹¹⁰ Montague A., *Review of the barriers to institutional investment in private rented homes*, ODPM London 2015.

¹¹¹ Levine R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economics Literature, 1997, XXXV, s. 688-726.

¹¹² Fry M. J., *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore and London 1995.

Jednakże J. Robinson uważała, że rozwój systemu finansowego nie prowadzi do większego wzrostu gospodarczego, a jedynie za nim podąża (*demand-following view*). Dobra koniunktura w gospodarce kreuje większy popyt na usługi finansowe ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Efektem zaspokojenia tego zwiększonego popytu jest pojawienie się więcej instytucji, produktów i usług finansowych, co prowadzi do rozwoju systemu finansowego. System finansowy i jego rozwój jest wynikiem realnych wymagań gospodarki, nie zaś czynnikiem determinującym jej funkcjonowanie¹¹³. Taka zależność jest wykazywana w późniejszych badaniach innych autorów.

Zgodnie z trzecim poglądem rozwój finansowy i wzrost gospodarczy są wzajemnie zależne, czyli występuje dwukierunkowa zależność przyczynowo-skutkowa¹¹⁴.

W końcu, zgodnie z czwartym poglądem, pierwotnie wysuniętym przez R. Lucasa, rozwój finansowy i wzrost gospodarczy nie są powiązane zależnością przyczynowo-skutkową a – jak twierdził R. Lucas – ekonomiści niewłaściwie przykładają nadmierną uwagę do roli czynników finansowych we wzroście gospodarczym. R. Lucas poddawał w wątpliwość związek między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym, twierdząc, że jeśli związek taki istnieje, to zapewne rola finansów we wzroście gospodarczym jest przesadzona¹¹⁵.

Nowsze badania, wykorzystujące także dane z lat 90 poprzedniego stulecia, wskazują na dużo słabszy wpływ rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy niż stwierdzony w badaniach wcześniejszych. Autorzy przypisują ten wynik możliwym negatywnym efektom liberalizacji rynków finansowych w poprzedniej dekadzie, a mianowicie kryzysom finansowym i wysokiej inflacji, będącym często następstwem nadmiernej kreacji kredytu w gospodarce¹¹⁶.

Jak przedstawiony wyżej problem wiąże się z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych? Bez wątpienia dobrze rozwinięty system finansowy, z uwagi na kapitałochłonność inwestycji mieszkaniowych jest niezbędny dla rozwoju tego rynku. Jest ważny jako źródło kapitału, zarówno dla kształtowania podaży mieszkań (finansowanie inwestycji deweloperskich), jak i dla kształtowania popytu na mieszkania (kredytowanie nabywców mieszkań). Z drugiej strony system finansowy wzmacnia cykliczność procesów gospodarczych przez zmiany intensywności kredytowania. Dotyczy to w szczególności rynku nieruchomości, gdzie sektor finansowy (zwłaszcza banki) przyczyniają się do cyklu mieszkaniowego, czyli fluktuacji ko-

¹¹³ Robinson J., *The Generalisation of the General Theory, in the Rate of Interest, and Other Essays*, Macmillan, London 1952, s. 39-40.

¹¹⁴ Greenwood J., Smith B. D., *Financial markets in development and the development of financial markets*, Journal of Economic Dynamics and Control, 1997, s. 145-181.

¹¹⁵ Lucas R. E., *On the mechanics of economic development*, Journal of Monetary Economics, 1988, s. 3-42.

¹¹⁶ Rousseau P. L., Wachtel P., *What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth*, Working Papers 06-15, 2006.

niunktury na rynku mieszkaniowym oraz zaburzeń stabilności finansowej prowadzących do baniek spekulacyjnych na rynku mieszkaniowym¹¹⁷. Kwestie te będą przedmiotem dalszych rozważań w pracy. W tym miejscu warto podkreślić, iż poszukiwanie odpowiedzi na pytanie o charakter i kierunek zależności między rozwojem systemu finansowego a wzrostem i rozwojem gospodarczym pozwala także lepiej zrozumieć zależności między określonymi instrumentami systemu finansowego (stopy procentowe, rekomendacje dotyczące kredytów mieszkaniowych) a koniunkturą na rynku mieszkaniowym.

Ważną cechą systemu finansowego jest to, że tworzy on mechanizm, na podstawie którego w gospodarce jest możliwy przepływ siły nabywczej¹¹⁸. Powszechnie dostępna literatura przedstawia wiele prób zdefiniowania pojęcia systemu finansowego. System finansowy to układ wzajemnie powiązanych instytucji finansowych, rynków finansowych oraz elementów infrastruktury systemu finansowego¹¹⁹. Jest tą częścią systemu ekonomicznego, która umożliwia świadczenie usług pozwalających na krążenie siły nabywczej w gospodarce¹²⁰. Natomiast S. Owsiak określił go jako grupę powiązanych ze sobą form organizacyjnych, instytucji finansowych i uregulowań prawnych, pozwalających różnym podmiotom na zawiązywanie stosunków finansowych w sektorze finansowym i realnym¹²¹. System finansowy jest bardzo złożony, czy to pod względem struktury, czy powiązań pomiędzy jego elementami.

Zaprezentowane definicje systemu finansowego wskazują na różne jego funkcje. Znaczne podwaliny dla przyszłych rozważań na temat funkcji systemu finansowego poczynili Merton i Bodie. Ich podejście wynikało z definicji funkcjonalnej i traktowało system finansowy jako miejsce zapewniające:

- pośredniczenie między podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi i przez to transfer środków w czasie i przestrzeni;
- dokonywanie płatności i rozliczeń (umożliwienie przeprowadzenia transakcji);
- powszechną równo dostępną informację o cenie;
- zarządzanie ryzykiem¹²².

¹¹⁷ Lissowska M., Szulfer J., *Cykl mieszkaniowy a system bankowy – przypadek Polski*, Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH, Nr 88, s. 85-118.

¹¹⁸ Polański Z., *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: *System finansowy w Polsce*, pod red. Pietrzaka, Polańskiego Z. i Woźniak B., PWN, Warszawa 2008, s. 15.

¹¹⁹ Matysek-Jędrych A., *System finansowy – definicja i funkcje*, Bank i Kredyt, Nr 10, 2007, s. 41; Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2005, s. 15.

¹²⁰ Polański Z., *Wprowadzenie. System finansowy....*, s. 15.

¹²¹ Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 234.

¹²² Karkowska R., *Teoria i funkcje systemu finansowego w kontekście narastającego ryzyka niestabilności*, UW, Warszawa 2012, s. 10.

Według R. Mertona, funkcje systemu finansowego są bardziej stabilne niż instytucje finansowe, oraz tworzone instytucje są bezpośrednią konsekwencją funkcji wypełnianych przez system finansowy. Zasadniczą funkcją systemu finansowego jest efektywna alokacja zasobów¹²³.

Każdy system działa w ściśle zdefiniowanym otoczeniu. Poznanie otoczenia jest konieczne m.in. dlatego, że silnie oddziałuje ono na funkcjonowanie samego systemu i jego elementów składowych. Tak skonstruowany system finansowy Polański dzieli na:

- rynkowy system finansowy, który dzięki uczestnictwu instytucji finansowych jest mechanizmem współtworzenia i przepływu środków pieniężnych,
- publiczny system finansowy jako mechanizm zapewniającym władzom publicznym dostarczanie świadczeń społecznych i usług publicznych¹²⁴.

Publiczny system pozwala władzom publicznym na zaopatrywanie podmiotów gospodarczych w określone dobra i usługi społeczne za pomocą odpowiednich instrumentów finansowych. Przyczynę utworzenia publicznego systemu finansowego należy upatrywać w niewystarczającej roli rynkowego systemu finansowego, dlatego to państwo musi wspomagać jego działanie. Właściwe funkcjonowanie tego systemu w kontekście zaspakajania potrzeb mieszkaniowych ludności jest bardzo ważne dla gospodarstw domowych, ponieważ same najczęściej nie są w stanie zapewnić sobie dachu nad głową i potrzebują pomocy od państwa. Publiczny system finansowania oraz zakres i stopień interwencji państwa w jego działanie zależy w dużej mierze od prowadzonej polityki mieszkaniowej w danym kraju. W związku tym często staje się podsystemem systemu rynkowego¹²⁵.

Ogniwa rynkowego systemu finansowego to:

- instrumenty finansowe;
- rynki finansowe;
- instytucje finansowe;
- zasady, na jakich działają trzy pierwsze ogniwa¹²⁶.

Ogniwa publicznego systemu finansowego to¹²⁷:

- instytucje budżetowe;
- instrumenty fiskalne;
- publiczne instrumenty finansowe;

¹²³ Ibidem, s. 5.

¹²⁴ Polański Z., *Pieniądz i system*..., s. 19-44.

¹²⁵ Głowska G., *System finansowania*..., s. 38-41.

¹²⁶ Polański Z., *Wprowadzenie. System finansowy*..., s. 20-42.

¹²⁷ Ibidem, s. 43-56.

- instytucje fiskalne.

Istotnym instrumentem systemu finansowego jest kredyt hipoteczny. Właściwa podaż i atrakcyjna oferta kredytów hipotecznych są fundamentalnymi czynnikami rozwoju i funkcjonowania rynku nieruchomości mieszkaniowych, mają także wpływ na rynek pracy, system oszczędności oraz stan koniunktury gospodarczej¹²⁸.

Podstawowym czynnikiem hamującym rozwój rynku nieruchomości jest brak kapitału. Analizując doświadczenia krajów wysokorozwiniętych, należy zauważyć, że rozwój rynku nieruchomości w głównej mierze zależy od systemu finansowania.

Inwestorzy na rynku nieruchomości, a także osoby prywatne zaspokajające swoją potrzebę mieszkaniową, coraz częściej sięgają po zewnętrzne formy finansowania nieruchomości mieszkaniowych w postaci kredytu hipotecznego. Inwestycje w nieruchomości są jedną z najbardziej opłacalnych form inwestowania, ze względu na szybki zysk i pewność zwrotu poniesionych kosztów. Jednak dotyczy to osób posiadających odpowiedni zasób kapitału lub dysponujących możliwościami jego pozyskania¹²⁹.

Zmiana warunków ekonomicznych zarówno w skali kraju, jak i na gruncie międzynarodowym wymusiła ewolucję mechanizmów finansujących rynek nieruchomości. Łatwiejszy przepływ kapitałów oznacza wzrost możliwości finansowania inwestycji w nieruchomości, co długofalowo sprzyja rozwojowi lokalnych rynków nieruchomości¹³⁰.

Finansowanie nieruchomości jest ściśle powiązane z inwestowaniem w nieruchomości. Źródłem finansowania nieruchomości może być:

- 1) Kapitał własny:
 - wewnętrzny, do którego zalicza się nadwyżki finansowe (odpłatne udostępnianie majątku, wyprzedaż zbędnego majątku) oraz odpisy amortyzacyjne;
 - zewnętrzny, w skład którego wchodzi wkład założycielski oraz emisja akcji/udziałów.
- 2) Kapitał obcy:
 - zwrotny, czyli kredyty, pożyczki, dłużne papiery wartościowe oraz leasing;
 - bezzwrotny, czyli środki budżetowe oraz środki z funduszy celowych¹³¹.

¹²⁸ Głowska G., *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny*..., s. 33.

¹²⁹ Pattison B., Diacon D., Vine J., *Tenure trends in the UK housing system*, Building and Social Housing Foundation, 2014.

¹³⁰ Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006, s. 89.

¹³¹ Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa 2007, s. 66.

W przypadku finansowania inwestycji na rynku mieszkaniowym możemy mówić o inwestycjach dwojakiego rodzaju:

- 1) w budowę budynków mieszkalnych przez deweloperów i podmioty budownictwa mieszkaniowego (spółdzielnie mieszkaniowe, towarzystwa budownictwa społecznego itp.);
- 2) w nabycie mieszkania dla zaspokojenia własnej potrzeby mieszkaniowej lub jako lokata kapitału i źródło przyszłych dochodów (zakup mieszkania na wynajem).

W tych dwóch przypadkach mamy do czynienia z różnymi inwestorami i celami inwestycji, ale łączy je potrzeba znalezienia kapitału na realizację inwestycji (budowę lub nabycie mieszkania). Zupełnie odrębną grupą są inwestorzy, którzy poprzez instrumenty rynku finansowego, lokują kapitał w rynek nieruchomości, nabywając akcje, czy też jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, zaangażowanych kapitałowo w sektorze budownictwa mieszkaniowego.

Kapitały własne uzyskuje się poprzez przeznaczenie części zysku na działalność inwestycyjną (przedsiębiorstwo realizujące inwestycję budowlaną) lub części dochodu na nabycie mieszkania (osoba fizyczna). Dodatkowym źródłem zdobycia kapitału własnego przez przedsiębiorstwo w formie spółki jest emisja udziałów lub emisja akcji.

Finansowanie obce deweloperzy preferują głównie w przypadku nieruchomości, które będą przynosiły wysokie i pewne zyski lub stabilne dochody, umożliwiające spłatę kapitału z odsetkami. Istotne dla inwestora jest, by koszt obsługi zadłużenia i raty kapitałowe były niższe od dochodów generowanych przez nieruchomość. Wtedy uznaje się inwestycję za opłacalną, czyli mamy do czynienia z dodatnim efektem dźwigni finansowej. W przeciwnym wypadku efekt jest ujemny i pojawia się ryzyko utraty płynności przez inwestora¹³².

Finansowanie za pomocą kredytu obarczone jest większym ryzykiem w porównaniu do stosowania kapitałów własnych. Jakiegokolwiek zakłócenia w otrzymywaniu strumienia dochodów z nieruchomości mogą spowodować niemożność spłaty zadłużenia i w ostateczności niepowodzenie inwestycji.

System finansowania nieruchomości kierowany do indywidualnych i instytucjonalnych inwestorów opiera się w największym stopniu na kredytach hipotecznych, budowlanych i kontraktowych. Jednakże mimo powszechności stosowania kredytów w finansowaniu rynku nieruchomości wyróżnić można także inne źródła pozyskiwania finansowania, których jest tym więcej, im bardziej jest rozwinięty rynek kapitałowy. Różnorodność dostępnych na rynku

¹³² Ibidem, s. 46.

kapitałowym metod finansowania inwestycji w nieruchomości świadczy o dojrzałości i poziomie rozwoju tego rynku. Gospodarstwa domowe, finansując inwestycje mieszkaniowe, najczęściej stosują montaż finansowy składający się z kapitałów własnych i obcych w różnych proporcjach, stosując przy tym kilka technik. Wyróżnić można wiele czynników, od których uzależniony jest wybór techniki finansowania. Wykorzystane przez gospodarstwa domowe źródła kapitału zależą od dochodów gospodarstwa, od rodzaju oprocentowania (stałe czy zmienne), wysokości stopy procentowej, okresu zwrotu kredytu czy wymaganej przez kredytodawcę formy zabezpieczenia. Do tych czynników można jeszcze dodać dostępność technik finansowania na danym rynku oraz towarzyszące tym technikom ulgi podatkowe, możliwe do wykorzystania¹³³.

2.4. Inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe – przesłanki, specyfika i ryzyko dla inwestora

W gospodarce rynkowej ważnym składnikiem aktywów oraz przedmiotem inwestycji są nieruchomości. Dotyczy to przedsiębiorstw, instytucji finansowych, jak również gospodarstw domowych. Dlatego istnieje zależność pomiędzy inwestycjami w nieruchomości a innymi rodzajami inwestycji, przede wszystkim inwestycjami na rynku finansowym.

W ramach rynku nieruchomości można wyróżnić rynek długoterminowych lokat finansowych, który biorąc pod uwagę wymienione kryteria, jest segmentem rynku finansowego, a ściślej – kapitałowego. Nieruchomości stają się przedmiotem inwestowania podobnie jak inne instrumenty finansowe, np. akcje czy obligacje, ze względu na swoje cechy, w tym przede wszystkim zdolność do generowania nadwyżek finansowych. W tym kontekście rynek nieruchomości (część transakcji na tym rynku) może być traktowany jako część rynku finansowego, a dokładniej ujmując – rynku kapitałowego¹³⁴.

Pierwotną cechą integrującą rynek kapitałowy i nieruchomości jest istnienie grupy inwestorów finansowych (zwykle są to fundusze inwestycyjne, w mniejszym zakresie banki inwestycyjne) inwestujących na rynku nieruchomości. Wzrost ich aktywności przyczynia się do zwiększenia płynności, jak również obiektywizacji wyceny. Pojawia się wówczas więcej informacji, dotyczących transakcji na rynku, co umożliwia porównanie i ocenę efektywności inwestycji, a rynek staje się bardziej transparentny i w efekcie bardziej efektywny¹³⁵.

¹³³ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość*..., s. 47-171.

¹³⁴ Ibidem, s. 28.

¹³⁵ Kucharska-Stasiak E., *Podstawy funkcjonowania*..., s. 28.

Fundusze inwestycyjne zwiększają bazę inwestorów na rynku nieruchomości, a w konsekwencji sam rozmiar rynku.

Obecnie powiązanie rynku finansowego z rynkiem nieruchomości jest szczególnie widoczne na obszarze:

- finansowania nieruchomości poprzez powstanie i rozwój instrumentów finansowych zabezpieczonych hipotecznie,
- inwestowania w nieruchomości: oceny stóp zwrotu i ryzyka, zarządzania ryzykiem, zastosowania teorii portfela¹³⁶.

Rynek nieruchomości to również rynek najmu (zaspokajający potrzeby w zakresie użytkowania nieruchomości), rynek obrotu gruntami oraz rynek deweloperski (tworzenia nowych nieruchomości).

Każdy przedmiot inwestycji charakteryzuje się innymi cechami. Ze względu na niektóre cechy, nieruchomość jest bardzo specyficznym dobrem. Możemy wyróżnić następujące cechy: fizyczne, ekonomiczne oraz instytucjonalne. Wśród cech fizycznych na uwagę zasługuje¹³⁷: złożoność fizyczna, stałość w miejscu, trwałość, różnorodność, niepodzielność.

Każda podejmowana decyzja inwestycyjna obciążona jest ryzykiem. Źródłem tego ryzyka jest zawsze ryzyko systematyczne, jak i niesystematyczne zwane specyficznym.

Ryzyko systematyczne wynika z:

- niedoskonałości rynku nieruchomości, wynikające z trudności w pozyskiwaniu szczegółowych informacji, z jego małej efektywności, która wywołana jest m.in. małą przejrzystością rynku, wysoką kapitałochłonnością, a także małą płynnością nieruchomości;
- trudnych do przewidzenia zmian po stronie podaży i popytu;
- zmienności stóp oprocentowania kredytu, czy zmian opodatkowania¹³⁸.

Ryzyko niesystematyczne, typowe dla przedmiotowej nieruchomości, obejmuje ryzyko własności, ryzyko zarządzania i ryzyko strumienia dochodu.

Ryzyko własności nieruchomości związane jest z ryzykiem:

- prawnym (np. zmiany planów zagospodarowania przestrzennego lub innych regulacji prawnych), szybkim zużyciem funkcjonalnym budynków, ich uszkodzeniem, niekorzystnymi zmianami zachodzącymi w otoczeniu i sąsiedztwie nieruchomości;

¹³⁶ Ibidem, s. 28.

¹³⁷ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce...*, s. 42.

¹³⁸ Kucharska-Stasiak E. (red.), *Podstawy funkcjonowania...*, s. 34.

- zarządzania, na które składa się m.in. jakość zarządcy, umiejętność pozyskania i doboru najemców;
- generowania dochodów, które związane jest m.in. z: harmonogramem wygasania i odnawiania najmu, ryzykiem niewypłacalności najemców, liczbą najemców w budynku, z przewidywaną ceną sprzedaży nieruchomości na koniec prognozy¹³⁹.

W porównaniu do innych lokat kapitałowych inwestowanie w nieruchomości cechuje się umiarkowanym poziomem ryzyka. Ryzyko to wpływa na wartość nieruchomości, przy czym wpływ ten jest odwrotny, tj. im większe ryzyko, tym mniejsza wartość. Ryzyko ukazuje się w stopie zwrotu, która zmienia dochód w wartość¹⁴⁰.

Bardzo często przeciwstawia się pojęcie „inwestowanie” pojęciu „finansowanie”. Należy jednak rozróżniać te dwa różne procesy, choć dotyczą one tej samej inwestycji. Inwestowanie to działalność nastawiona na pomnażanie kapitału. Pełne rozumienie inwestowania musi jednak uwzględniać fakt, że inwestowanie wiąże się z koniecznością posiadania kapitału, co z kolei bezpośrednio wiąże się z koniecznością jego wcześniejszego pozyskiwania, czyli z finansowaniem¹⁴¹. Proces finansowania bezpośrednio związany jest więc z pozyskiwaniem kapitału, proces inwestowania natomiast z wydatkowaniem (alokacją) kapitału¹⁴².

We wszystkich definicjach inwestycji obecnych w literaturze¹⁴³ można wskazać pewne elementy wspólne, decydujące o tym, że dane zdarzenie gospodarcze można określić mianem inwestycji. Są to: nakład inwestycyjny, korzyść – jako efekt poniesienia nakładów, czas w jakim korzyść ta zostanie uzyskana oraz ryzyko związane z realizacją inwestycji.

Najczęściej w literaturze przedmiotu wskazuje się uwzględniając kryterium przedmiotu inwestycji, dwa główne rodzaje inwestycji:

- rzeczowe – w składniki aktywów rzeczowych: rzeczowy majątek trwały oraz wartości niematerialne i prawne, w ujęciu praw majątkowych (licencje, znaki towarowe, patenty),
- finansowe – w instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego¹⁴⁴.

Obie te kategorie obejmują inwestycje w aktywa materialne firmy (rzeczowe lub kapitałowe). Inwestycje finansowe występują przy zaangażowaniu kapitału w aktywa finansowe,

¹³⁹ Ibidem, s. 34.

¹⁴⁰ Stephens, *Tackling housing market volatility in the UK*, Joseph Rowntree Foundation, York 2013.

¹⁴¹ Jajuga T., Stoński T., *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wyd. AE im. Oskara Langego, Wrocław 1998, s. 85.

¹⁴² Różański J., *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Wyd. Difin, Warszawa 2006, s. 14.

¹⁴³ Rogowski W., *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013 s. 23-25

¹⁴⁴ Szczepankowski P., *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wyd. WSPiZ, Warszawa 1999, s. 8.

takie jak depozyty w bankach, obligacje, certyfikaty inwestycyjne, udziały w funduszach inwestycyjnych albo udziały i akcje. Mają albo charakter spekulacyjny albo lokacyjny.

Inwestowanie w nieruchomości jest związane z określonym ryzykiem i potrzebą zgromadzenia źródeł finansowania – o czym już była mowa. Rynek nieruchomości w kontekście rynku inwestycyjnego wyróżnia się spośród innych z uwagi na specyfikę przedmiotu inwestycji. Nieruchomość jest dobrem specyficznym z racji określonych cech, które ją wyróżniają spośród innych dóbr inwestycyjnych. Pewne cechy nieruchomości są szczególnie istotne dla inwestora. Do takich zalicza się m.in.: stałość (w miejscu), trwałość (w czasie), różnorodność, niepodzielność, deficytowość, lokalizację¹⁴⁵.

Inwestor w praktyce, często podejmuje decyzję o inwestycji w nieruchomości, nie kierując się jednym, sztywno określonym celem. Najczęściej formułuje kilka, nawet wewnętrznie sprzecznych celów, które chciałby osiągnąć przy okazji takiej inwestycji¹⁴⁶. To powoduje trudność w ustaleniu także egzogenicznych determinant decyzji inwestycyjnej leżących po stronie polityki monetarnej i polityki nadzoru nad bankami, a tym samym pośrednio nad rynkiem kredytów mieszkaniowych.

W kontekście nieruchomości mieszkaniowych nie ulega wątpliwości, że to właśnie kupujący kształtują popyt na tym rynku, a to zmusza deweloperów do dostosowania oferty mieszkań (głównie do sprzedaży, ale także na wynajem) do określonych wymagań klientów. Jak twierdzi Trojanek „jednym z czynników determinujących popyt na rynku mieszkaniowym – obok dochodów i cen mieszkań w relacji do innych dóbr – są preferencje potencjalnych nabywców¹⁴⁷.

Rynek nieruchomości może okazać się atrakcyjny dla inwestorów, stanowiąc alternatywę dla innych obszarów inwestycyjnych. Nie jest to jednak rynek jednolity i działający w izolacji gospodarczej. Należy zatem uwzględnić nie tylko aspekty przemawiające za opłacalnością inwestowania na rynku nieruchomości, ale też bariery ekonomiczne, społeczne oraz te, które wynikają z przepisów prawa. Ponadto, należy rozważyć atrakcyjność inwestowania na rynku nieruchomości, uwzględniając m.in. jego segmentację. W zakresie przedmiotowym chodzi o podział rynku na nieruchomości mieszkaniowe, grunty, lokale użytkowe (np. do celów magazynowych, handlowych, produkcyjnych), budynków niemieszkalnych itd.

¹⁴⁵ Gołąbeska E., *Sieć ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości*, Oficyna Wydawnicza PB, Białystok 2018, s. 36-40.

¹⁴⁶ Gawron H. *Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wyd. AE, Poznań 2006.

¹⁴⁷ Trojanek M., *Preferencje nabywców na pierwotnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu*, Studia i Materiały TNN, Nr 8(1), 2009.

W przypadku niniejszej pracy w polu naszego zainteresowania są nieruchomości mieszkaniowe. W tym zakresie rynek oferuje przynajmniej kilka możliwości ulokowania kapitału. Jedną z nich jest zakup mieszkania na własne potrzeby mieszkaniowe, co nie przekreśla możliwości późniejszej sprzedaży na rynku wtórnym i zdyskontowania zysku z tytułu wzrostu wartości mieszkania (nominalnej lub realnej). Inną opcją jest zakup mieszkania na wynajem. Z tego tytułu można osiągać stałe dochody na określonym poziomie. Inwestowanie w rynek nieruchomości może polegać także – o czym była już mowa – na nabyciu akcji, udziałów czy jednostek uczestnictwa w spółkach, czy funduszach lokujących kapitał w tym segmencie rynku (gospodarki). Jest to forma indywidualnego lub zbiorowego (fundusze) lokowania środków finansowych, zwykle w celu generowania zysków lub ich ochrony przed utratą wartości (tezauryzacja siły nabywczej). Ten rodzaj inwestycji w rynek nieruchomości nie będzie jednak przedmiotem naszej analizy. Będą nim natomiast inwestycje rozumiane jako nabycie nieruchomości mieszkaniowej na rynku (pierwotnym lub wtórnym), niezależnie od celu takiej inwestycji.

Inwestowanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych posiada wiele zalet i wad. Zalety to m.in. możliwość osiągania dochodów z tytułu wynajmu. Ponadto, za dochód można też uznać wzrost wartości nieruchomości wynikający z upływu czasu. Inwestowanie w nieruchomości mieszkaniowe daje też gwarancję bezpiecznego i stabilnego zysku. Analiza trendów cen mieszkań i czynszów na rynku dowodzi, że niewątpliwą zaletą inwestowania w mieszkania jest zwykle wysoka stopa zwrotu i stosunkowo niskie ryzyko – co nie oznacza, że jest to regułą w każdym okresie i na każdym rynku (przykład to rynek nieruchomości w Hiszpanii w okresie światowego kryzysu finansowego). Kapitał zainwestowany w budynki, z racji ich wysokiej trwałości, można uznawać za bezpieczny. Najważniejszą jednak zaletą inwestowania na tym rynku jest ochrona przed inflacją. Zwykle, żadna z inwestycji kapitałowych nie chroni tak jak nieruchomości. Przyjmuje się, że nieruchomości nie tylko nie tracą na wartości wskutek upływu czasu i nieznacznego zużycia, ale też w przypadku dobrego zarządzania, w wyniku przeprowadzanych konserwacji, remontów i modernizacji mogą na tej wartości zyskiwać. Korzystną cechą rynku nieruchomości mieszkaniowych jest również stosunkowo wysoka płynność inwestycji. Płynność nieruchomości wzrasta w momencie większego popytu względem podaży, co od wielu lat można zaobserwować w Polsce¹⁴⁸.

Inwestowanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych posiada także wady, łączące się bezpośrednio z ryzykiem charakterystycznym dla każdej inwestycji, ale także specyficznym

¹⁴⁸ Gołąbeska E. *Sieć ryzyka* ..., s. 57.

dla tego rynku. Należy m.in. zakładać, że inwestowanie na tym rynku jest długoterminowe, co wymaga cierpliwości od inwestora w zakresie oczekiwanej wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Ponadto, nieruchomości mieszkaniowe wymagają zarządzania, co generuje określone koszty finansowe i alternatywne. Nieruchomości mieszkaniowe są często niepodzielne. Dlatego należy mieć na uwadze, że inwestując w zakup mieszkania czy domu nie będzie możliwości w razie potrzeby wycofania części kapitału¹⁴⁹.

Mimo wskazanych wad inwestowanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych w ostatnich latach cieszy się dużym zainteresowaniem, zarówno w Polsce, jak i w Wielkiej Brytanii. Inwestor na tym rynku musi brać pod uwagę kwestie: atrakcyjności lokalizacji, nowoczesności architektury, funkcjonalności mieszkania, jakości materiałów i wykonania. Jednym z czynników determinujących popyt na rynku mieszkaniowym – obok dochodów i cen mieszkań w relacji do innych dóbr – są preferencje potencjalnych nabywców, które także zmieniają się w czasie.

¹⁴⁹ Ibidem, s. 57-58.

Rozdział 3.

RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH W POLSCE I W WIELKIEJ BRYTANII

3.1. Polityka mieszkaniowa w Wielkiej Brytanii i w Polsce w odpowiedzi na problemy mieszkaniowe kraju

Problemy mieszkaniowe są zauważalne dla każdego mieszkańca Polski i Wielkiej Brytanii. Dużą część społeczeństwa problemy mieszkaniowe dotyczą osobiście. Kwestia zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych ma ważne znaczenie zarówno dla indywidualnych gospodarstw domowych, jak i dla ogólnokrajowej gospodarki. Problem mieszkaniowy to przede wszystkim brak mieszkań o odpowiedniej wielkości i standardzie dostępnych dla osób osiągających niskie i średnie dochody. Ludzie o wysokich dochodach są w stanie zaspokoić swoje potrzeby mieszkaniowe nawet w sytuacji kryzysu mieszkaniowego, bez specjalnej pomocy samorządów.

W niniejszej pracy przykład brytyjskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych, w porównaniu do polskiego, jest prezentowany z kilku powodów:

Ze względu na silną brytyjską tradycję rozwiązań mieszkaniowych:

- rewolucja przemysłowa rozpoczęła się w Wielkiej Brytanii i tam też najwcześniej zaczęły występować związane z nią problemy mieszkaniowe;
- początki rozwoju rynku nieruchomości mają swoje korzenie w Wielkiej Brytanii;
- tradycja rozwiązywania problemów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii w związku z długą historią jest silna¹⁵⁰.

Ze względu na pewne związki i podobieństwa pomiędzy Wielką Brytanią i Polską:

- na początku lat 80 ubiegłego wieku, w okresie dezindustrializacji, rząd angielski stanął w obliczu poważnego kryzysu przestrzenno-gospodarczego w regionach poprzemysłowych, (kryzys ten udało się pokonać, wiele regionów, np. *Doncaster*, z sukcesem pozbyło się niechcianych elementów poprzemysłowego dziedzictwa);

¹⁵⁰ Ward S.V., *Planning and Urban Change*, SAGE, Londyn 2004.

- w latach 90. XX wieku brytyjskie rozwiązania gospodarczo-przestrzenne ery Margaret Thatcher, były obserwowane i naśladowane w Polsce, co przyczyniło się m.in. do rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych;
- w Wielkiej Brytanii w latach 1990-2000 zanotowano wzrost cen mieszkań większy niż w innych krajach Europy Zachodniej¹⁵¹, stawia to Wielką Brytanię w sytuacji mieszkaniowej nieco zbliżonej do sytuacji Polski.

W latach 80. XX wieku, po wprowadzeniu programu *right to buy*, doszło do największej prywatyzacji w Wielkiej Brytanii, sprzedano ponad 1,5 miliona mieszkań. Bardzo wiele ludzi wyprowadziło się z mieszkań komunalnych. Natomiast do wolnych mieszkań komunalnych wprowadzili się ci, których do tej pory nie było stać nawet na takie mieszkanie. W zasobach gminnych zostali tylko najbiedniejsi. Doprowadziło to do zjawiska *residualisation*: homogenizacji, degradacji i stygmatyzacji zasobów komunalnych, czyli do obniżenia standardu życia w zasobach komunalnych, a przede wszystkim w wielkich blokowiskach¹⁵².

Masowa prywatyzacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych ery Thatcher doprowadziła do powstania nowej kategorii mieszkańców: *poor owners* (biednych właścicieli) i z powodu niedoinwestowania zasobów, do degradacji mieszkań a w konsekwencji do segregacji przestrzennej i gettoizacji¹⁵³.

Pod koniec lat 90. ubiegłego wieku, rząd wyznaczył nowy próg ilości mieszkań: 33 000 mieszkań rocznie. Jednak władze lokalne uważały, że potrzebne jest jeszcze więcej. Po negocjacjach próg został podniesiony do 39 000 mieszkań rocznie. W tym czasie na rynku mieszkaniowym pojawia się bardzo dużo małych gospodarstw domowych: młodzi ludzie wcześniej opuszczają domy, starzy ludzie później umierają, częściej dochodzi do rozwodów. Nowa fala suburbanizacji zmusza rządzących do zastanowienia się, czy wystarczy miejsca na nową zabudowę, czy będzie trzeba zabudować wszystkie tereny otwarte. W latach 90. ubiegłego wieku¹⁵⁴ powstaje – kontynuowany do 2018 – proces promocji budowy nowych zespołów mieszkaniowych na *brownfields*, czyli terenach już raz zainwestowanych (od 1996 r. obowiązuje polityka: 60% nowej zabudowy na *brownfields*). Powołana zostaje komisja *Task Force* pod przewodnictwem Richarda Rogersa, która opracowuje zestaw wytycznych mających doprowadzić do odrodzenia miast: *urban renaissance* – program mający zatrzymać ludzi w miastach. W 1999 roku opublikowany zostaje raport Rogersa: „*Towards an urban renaissance*”

¹⁵¹ Wzrost cen mieszkań w latach 1971-2001: Anglia 3,3%, Francja 1,1%, Niemcy 0,1%.

¹⁵² Twardoch A., *Problem dostępnego budownictwa mieszkaniowego na wybranych przykładach*, PŚ, Gliwice 2010, s. 29.

¹⁵³ Newman O., *Creating Defensible Space*, U.S. Department of Housing and Urban Development, 1996.

¹⁵⁴ Power A., *Hovels to high rise: state housing in Europe since 1850*, Routledge 1993.

który, w dużym uproszczeniu, analizuje problem, jak w ciągu 25 lat wybudować 4 miliony nowych mieszkań w taki sposób, żeby nie zabudować zielonych pasów (*green belts*) i terenów otwartych¹⁵⁵. Duży nacisk położony zostaje na zwartą zabudowę mieszkaniową, większą energooszczędność zabudowy mieszkaniowej, mix socjalny i społeczny w mieszkaniówce wspierany przez zróżnicowane formy własności mieszkań stosowane w każdym zespole, przyjazne dla pieszych strefy mieszkaniowe, transport publiczny, etc. Część z tych uwag wzięto pod uwagę w rządowym dokumencie *White Paper*¹⁵⁶.

Na początku lat 90. ubiegłego wieku, popularność zyskuje koncepcja *Compact City*, czyli miasta zwartego. Miasto zwarte to miasto o wysokiej gęstości zabudowy, którego rozwój odbywa się na terenach już zainwestowanych. Koncepcja charakteryzuje się zabudową o zróżnicowanych funkcjach (*mixed use*). Powstanie miasta zwartego ma prowadzić do redukcji zapotrzebowania na energię oraz emisji gazów cieplarnianych poprzez wprowadzenie budownictwa ekologicznego i minimalizację wykorzystania indywidualnego transportu samochodowego (dzięki zmniejszeniu odległości z domu do pracy oraz rozbudowanemu systemowi transportu publicznego). Inwestowanie na terenach już zainwestowanych *brownfields* pozwala na uratowanie przed zabudową otwartych terenów zieleni¹⁵⁷.

Na podstawie programu *Compact City* powstają zespoły osadnicze typu *Urban Village*. Miejskie wioski, czyli zwarte osiedla o szerokim spektrum funkcji i ograniczonej wielkości, znajdujące się w obrębie miasta. Wielkość zespołów ma być na tyle duża, żeby opłacało wprowadzić się transport publiczny oraz instytucje społeczne. Zespoły te opierają się na zabudowie o średniej gęstości i zróżnicowanym sposobie użytkowania – z usługami, miejscami pracy i mieszkaniami dla różnych grup społecznych¹⁵⁸. Zabudowa projektowana jest proekologicznie (zarówno pod względem zastosowanych materiałów, użytych technologii, z punktu widzenia układów przestrzennych), duży nacisk położony jest na transport publiczny i wysoką jakość przestrzeni publicznych. W *Public Policy Statement on Housing* z 1998 r. *Urban Villages* są wskazane jako przyszłość zasobów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii¹⁵⁹.

Charakterystyka zasobów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii:

- przeważająca większość lokali mieszkaniowych to domy (83%), najczęściej w zabudowie szeregowej lub bliźniaczej;

¹⁵⁵ Rogers R.G. Sir. (red.), *Urban Task Force: Towards an urban renaissance*, Taylor & Francis, 1999.

¹⁵⁶ Rogers R.G. Sir. (red.), *Urban Task Force: Towards a Strong Urban Renaissance*, 2009.

¹⁵⁷ Burton E., Jenks M., Williams K., *The Compact city: a sustainable urban form?*, Taylor & Francis, 1996.

¹⁵⁸ Randall B., *Affordable Housing. Better by Good Design*, Housing Corporation, London 2003.

¹⁵⁹ Randall B., *Safe as houses. EU Social housing organisations preventing and dealing with anti-social behaviour*, Raport for CECODHAS, 2005.

- pomimo faktu, że Wielka Brytania jest jednym z najgęściej zaludnionych krajów europejskich, tylko 1 na 50 domów jest budynkiem 4-piętrowym lub wyższym;
- przeciętna wielkość domu w Wielkiej Brytanii jest nieznacznie mniejsza niż średnia w UE (92 m²);
- 59% lokali znajduje się w podmiejskich dzielnicach rezydencjonalnych, 22% w centrach miast, a reszta na terenach wiejskich¹⁶⁰.

Największym problemem po kryzysie finansowym z 2008 roku jest stały wzrost cen mieszkań, który znacznie przekracza wzrost zarobków. Kluczowym czynnikiem wzrostu cen jest wzrost ilości gospodarstw domowych, spowodowany gwałtownym wzrostem ilości gospodarstw jednoosobowych, dłuższym życiem obywateli oraz dodatnim saldem migracji. Koszt przeciętnego domu w 2014 r. wynosił sześciokrotność średniej rocznej pensji, w Londynie – dziewięciokrotność. Typowy nabywca pierwszego domu to 33-latek, któremu zabiera 5 lat uzbieranie wkładu własnego (ok. 24 000£-44 000£ w Londynie). Przeciętnie 4 na 10 nabywców pierwszego domu polega na pomocy finansowej rodziców¹⁶¹.

Sytuacja mieszkaniowa w Wielkiej Brytanii jest zróżnicowana pod względem lokalizacji: na północy odnotowuje się nadwyżki mieszkań i pustostany, szczególnie w wielkich osiedlach mieszkaniowych¹⁶², na południu występuje brak mieszkań oraz problem z wysokimi cenami. Podobnie jak w innych krajach Europy Zachodniej, w Wielkiej Brytanii problem społeczny stanowią monokulturowe zespoły zabudowy typu *high rise*. Według analityków z IPPR¹⁶³ bieda mieszkaniowa jest obecnie najbardziej palącym objawem nierówności społecznej w Wielkiej Brytanii.

W 2007 roku premier Gordon Brown zapowiedział budowę trzech milionów nowych mieszkań. Powstały rządowe plany odnowy rynku mieszkaniowego w celu przywrócenia równowagi na rynku mieszkaniowym szczególnie na północy i w centrum kraju. Program budowy 3 milionów mieszkań połączony z planami uszczegółowienia przepisów planistycznych, w ten sposób, by zwiększyć zwartość miast i zapobiec zabudowywaniu terenów zielonych (*green belts*)¹⁶⁴.

¹⁶⁰ Barker K., *Barker Review of Land Use Planning: Final Report – Recommendations*, Communities and Local, 2014.

¹⁶¹ Ibidem.

¹⁶² Problem pustostanów w wielkich osiedlach mieszkaniowych obecny jest w Wielkiej Brytanii od lat 90. XX wieku. Powodem jest nie tylko zły stan budynków typu *high rise*, ale także przyczyny strukturalne, m.in. problemy rynku pracy na północy kraju, które przyczyniają się do migracji ludności na południe kraju.

¹⁶³ Instytut for Public Policy Research – wiodący angielski “think tank”. Od 1988 poprzez niezależne badania i analizy definiuje nowe cele i potrzeby zmian. Dostarcza praktycznych rozwiązań w sprawach polityk różnego rodzaju (m.in. w sprawach polityki mieszkaniowej oraz polityki społecznej).

¹⁶⁴ Holmes Ch., *A New Vision for Housing*, Routledge, London and New York 2015.

*Planning Policy Statement. Housing 3 (PPS3)*¹⁶⁵ jest podstawowym dokumentem formacyjnym angielskiej polityki mieszkaniowej. Postanowienia PPS3 są brane pod uwagę przez lokalne i regionalne władze planistyczne przy sporządzaniu dokumentów dotyczących rozwoju lokalnego oraz regionalnego rynku nieruchomości mieszkaniowych. Podstawowym celem rządowej polityki mieszkaniowej jest zapewnienie każdemu obywatelowi możliwości życia w mieszkaniu, na które go stać¹⁶⁶.

Główne cele strategiczne angielskiej polityki mieszkaniowej wymienione w PPS3 to:

- zwiększenie dostępności mieszkań na rynku mieszkaniowym, między innymi poprzez zwiększenie ilości wybudowanych mieszkań;
- zapewnienie szerokiego wyboru mieszkań o wysokiej jakości, zarówno z sektora *affordable* (społecznego), jak i do kupienia na wolnym rynku;
- zwiększenie ilości dróg do własnego mieszkania i zapewnienie mieszkań wysokiej jakości dla tych, których nie stać na mieszkanie na wolnym rynku;
- stworzenie zrównoważonych, otwartych, mieszanych zespołów mieszkaniowych (*mixed communities*) jednakowo na terenach miejskich oraz wiejskich¹⁶⁷.

W Wielkiej Brytanii od 2015 roku funkcjonuje program mieszkaniowy *affordable housing*. To program, który obejmuje społeczne mieszkania na wynajem (*social rented housing*) oraz komunalne budownictwo mieszkaniowe (*intermediate affordable housing*).

Program *affordable housing* ma za zadanie odpowiadać na potrzeby mieszkaniowe gospodarstw domowych o niskich dochodach, oferując mieszkania po cenach odpowiednio niskich. Ma także gwarantować przystępną cenę dla wszystkich kolejnych właścicieli mieszkania zakwalifikowanych do otrzymania mieszkania z tego programu. Jeżeli dane mieszkanie przestanie być kwalifikowane do tego programu – np. zostanie wykupione przez obecnych właścicieli, część płatności za wykupienie tego mieszkania musi być przeznaczona jako dofinansowanie alternatywnego mieszkania społecznego. Głównym źródłem finansowania *affordable housing* są granty udzielane przez Agencję ds. Dostępnego Budownictwa Mieszkaniowego, ale istnieją także inne sposoby finansowania lub współfinansowania, np. rezerwy własne programu, wpłaty samorządów lokalnych, grunty wniesione przez samorządy lokalne, czy też sprzedaż publicznych gruntów prywatnym inwestorom z zastrzeżeniem, że mogą być wykorzystane tylko pod budownictwo socjalne (*low-cost starter housing*)¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Podstawowe założenia polityki rozwoju rynku nieruchomości PPS3, są wprowadzone od 2004 r. poprzez Planning and Compulsory Purchase Act 2004.

¹⁶⁶ Twardoch A., *Problem dostępnego budownictwa mieszkaniowego...*, s. 97.

¹⁶⁷ Planning Policy Statement 3, Housing (PPS3), *Communities and Local Government*, London 2015, pkt. 9.

¹⁶⁸ Twardoch A., *Problem dostępnego budownictwa mieszkaniowego...*, s. 102.

Kolejnym programem, który obowiązuje od 2016 r. to program społeczne mieszkania na wynajem (*social rented housing*). Wynajmowane są mieszkania, które są zarządzane przez władze lokalne lub przez zarejestrowanych socjalnych właścicieli domów czynszowych (*registered social landlords RSL*), dla których wytyczne odnośnie do wysokości czynszu ustalane są na szczeblu centralnym. Mieszkańcy większości społecznych mieszkań pod wynajem mają prawo wykupu zajmowanego mieszkania za odpowiednio atrakcyjną cenę. Wykup taki obwarowany jest regulacjami w celu zapobiegania spekulacjom. Pieniądze otrzymane z tytułu zbycia mieszkania muszą być w całości lub w części przekazane na budowę, lub kupno innego mieszkania społecznego¹⁶⁹.

Kolejny program mieszkaniowy funkcjonujący w Wielkiej Brytanii to komunalne budownictwo mieszkaniowe (*intermediate affordable housing*). Z tego programu można otrzymać mieszkanie po cenach i czynszach wyższych niż w sektorze społecznych mieszkań na wynajem, lecz niższych cenach i czynszach niż mieszkania na wolnym rynku. Mieszkania z programu *intermediate affordable housing* mogą być dofinansowane przez państwo.

W tym programie mieszkaniowym występują następujące rodzaje mieszkań:

- komunalne mieszkania na wynajem (*intermediate rented homes*) – przewidziane dla kluczowych pracowników sektora publicznego, którzy nie chcą kupować nieruchomości mieszkaniowych;
- mieszkania sprzedawane z rabatem (*discounted sale homes*);
- mieszkania o dzielonej własności (*shared ownership*) – nabywca kupuje udział w mieszkaniu za określoną kwotę, a resztę spłaca wraz z czynszem¹⁷⁰.

Oprócz mieszkań socjalnych, w Wielkiej Brytanii można nabyć mieszkania własnościowe. W angielskim systemie *affordable housing* wpisana jest zachęta do nabywania mieszkań na własność – według analityków obniża to znacząco koszty utrzymania i wpływa pozytywnie na kondycję mieszkań. W tym celu powstał program Zakup Mieszkania (*HomeBuy*). Program jest skierowany głównie do obecnych i przyszłych mieszkańców sektora *affordable housing*, do kluczowych pracowników sektora publicznego oraz do niezamożnych osób kupujących swoje pierwsze mieszkanie. Program składa się z trzech produktów:

- społeczny zakup mieszkania (*social HomeBuy*) – oferujący pomoc w zakupie mieszkania dla mieszkańców mieszkań socjalnych;
- zakup mieszkania nowo wybudowanego (*new build HomeBuy*) – ułatwienia w zakupie nowo wybudowanego lokalu;

¹⁶⁹ Ibidem, s. 102.

¹⁷⁰ Twardoch A., *Problem dostępnego budownictwa mieszkaniowego....*, s. 102.

- zakup mieszkania wolnorynkowego (*open market HomeBuy*) – pożyczki preferencyjne dla osób zainteresowanych zakupem domu na wolnym rynku¹⁷¹.

Władze lokalne na podstawie analiz i prognoz w dokumentach strategicznych przedstawiają zapotrzebowanie na mieszkania dostępne, z podziałem na społeczne mieszkania na wynajem, komunalne budownictwo mieszkaniowe oraz mieszkania przeznaczone na wolny rynek. Określają wielkość i rodzaj potrzebnych mieszkań, konieczne udogodnienia, które muszą towarzyszyć inwestycjom mieszkaniowym, takie jak place zabaw.

Tabela 3. Założenia polityki mieszkaniowej w Wielkiej Brytanii

Założenia	Charakterystyka
Zrównoważony rozwój	Według polityki mieszkaniowej planowanie przestrzenne ma kluczową rolę dla osiągnięcia zrównoważonego rozwoju także w zakresie zabudowy mieszkaniowej. Polityka mieszkaniowa ma zagwarantować inwestycjom wyznaczniki zrównoważonego rozwoju, w szczególności minimalny wpływ na środowisko, na zmiany klimatu czy na ryzyko powodzi.
Wizjonerskie i strategiczne podejście	Lokalne oraz regionalne władze odgrywają kluczową rolę w definiowaniu przestrzennej wizji rozwoju rynku nieruchomości, oraz określaniu strategii realizacji tej wizji. Władze powinny także pełnić strategiczną funkcję przy opracowywaniu lokalnych dokumentów planistycznych w ten sposób, by dokumenty te stanowiły ramy dla rozwoju mieszkalnictwa wysokiej jakości.
Wrażliwość na rynek	Lokalne oraz regionalne władze, podczas ustalania polityki mieszkaniowej, powinny brać pod uwagę informacje pochodzące z rynku mieszkaniowego.
Współpraca	Kluczem do sukcesu prezentowanej polityki mieszkaniowej jest współpraca pomiędzy lokalnymi i regionalnymi władzami oraz wczesne angażowanie lokalnych wspólnot, udziałowców oraz przedsiębiorstw branżowych. Władze lokalne muszą ściśle współpracować z sektorem prywatnym, w szczególności z deweloperami oraz firmami budowlanymi w celu realizacji strategicznych rządowych celów mieszkaniowych.
Aktualizacja danych	Lokalne i regionalne instytucje zajmujące się polityką mieszkaniową powinny opierać się na bieżących, aktualizowanych informacjach z rynku mieszkaniowego, m.in. o potrzebach i wymaganiach mieszkaniowych, o szacunkach rynku mieszkaniowego, czy o dostępności terenów pod zabudowę.
Realizacja celów	Stosując się do reguły „planuj, nadzoruj, zarządzaj” lokalne i regionalne zespoły planistyczne powinny skupiać się przede wszystkim na zrealizowaniu kluczowych celów.

Źródło: Planning Policy Statement 3, Housing (PPS3), *Communities and Local Government*, London 2015.

Ważnym elementem angielskiego zrównoważonego systemu mieszkaniowego jest zapewnienie zróżnicowanej zabudowy mieszkaniowej pod względem funkcjonalnym i społecznym. Polityka mieszkaniowa w Wielkiej Brytanii promuje integrację komercyjnej zabudowy mieszkaniowej z lokalami mieszkaniowymi z sektora *affordable housing*, szczególnie w nowych inwestycjach. Celem tych działań jest otrzymanie *mixed communities* – zróżnicowanych i zrównoważonych społeczności lokalnych, które przyciągają i zatrzymują gospodarstwa domowe o zróżnicowanych dochodach. Ponadto składają się z mieszkań o zróżnicowanej wiel-

¹⁷¹ Ibidem, s. 103.

kości, typie i statusie prawnym, z łatwym dostępem do lokalnych szkół, sklepów, ośrodków zdrowia i innych usług¹⁷².

Dobra polityka mieszkaniowa w zakresie adaptacji zasobów istniejących na cele mieszkaniowe może być źródłem rozwoju rynku nieruchomości. Powstające mieszkania nie wymagają inwestycji w dodatkową infrastrukturę, gdyż znajdują się na terenach już zainwestowanych. Podstawą adaptacji na nowe mieszkania mogą być obiekty, które pozostają własnością publiczną (miasta, gminy, skarbu państwa lub spółek publicznych). Adaptacji mogą podlegać zarówno poszczególne pomieszczenia, jak i całe obiekty, nawet pozornie nieprzystające do celów mieszkaniowych. Specyficznym przykładem adaptacji obiektów na cele mieszkaniowe są *lofty*¹⁷³, które nie należą do sektora budownictwa mieszkaniowego. Specyficzną odmianą adaptacji na cele mieszkaniowe jest możliwość nadbudowy na istniejących obiektach budowlanych¹⁷⁴.

Polityka mieszkaniowa w Wielkiej Brytanii zdaje się odgrywać niezwykle istotną rolę w przypadku regeneracji zdegradowanych zasobów mieszkaniowych. Można wyróżnić dwie podstawowe strategie podejścia do odnowy zasobów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii:

- czyszczenie – strategia polegająca na wyburzaniu najgorszych zasobów mieszkaniowych i budowaniu w ich miejsce nowych. Metoda bardzo popularna w Wielkiej Brytanii po II Wojnie Światowej. Od lat 60. ubiegłego wieku mieszkańcy wyburzanych zasobów byli w większości przesiedlani do wielkich zespołów mieszkaniowych budowanych w technologii przemysłowej;
- renowację – odnowa istniejących zasobów mieszkaniowych. Może przybierać różne formy, od renowacji samych tylko budynków mieszkalnych poprzez całe dzielnice¹⁷⁵.

Aktualnie prowadzona polityka mieszkaniowa w Wielkiej Brytanii zawiera kilka ogólnych zasad funkcjonowania rynku nieruchomości, które zostały przedstawione w tabeli 3.

W angielskiej polityce mieszkaniowej położony jest duży nacisk na przywracanie do użytku istniejących pustostanów – jako źródła zasobów mieszkaniowych oraz do tworzenia zabudowy na terenach uprzednio zainwestowanych (*brownfields*). Dużą uwagę przywiązuje się do zapewnienia zróżnicowanej struktury społecznej mieszkańców w obrębie poszczególnych obiektów (*mixed communities*) oraz do zapewnienia gospodarstwom domowym zróżnicowanej funkcji (*mixed use*).

¹⁷² A Decent Home, *Definition and guidance for implementation*, Communities and Local Government, 2006.

¹⁷³ Loft (z ang. poddasze, strych) – mieszkanie o wysokim standardzie, przeważnie także o dużej kubaturze, urządzone w obiekcie poprzemysłowym, z zachowaniem industrialnego charakteru wnętrza.

¹⁷⁴ Towers G., *An introduction to urban housing design: at home in the city*, Elsevier 2005, s. 33.

¹⁷⁵ Pacione M., *Urban Geography. A Global Perspective*, Routledge, London and New York 2015, s. 232.

Z perspektywy czasu można jednoznacznie ocenić, że wielkoskalowe, publiczne zespoły mieszkaniowe składające się wyłącznie z mieszkań wynajmowanych, jakich najwięcej powstało w Wielkiej Brytanii w latach 1960-1970 funkcjonują zdecydowanie gorzej¹⁷⁶ niż średnie zespoły mieszkaniowe zamieszkiwane przez zróżnicowane grupy społeczne, zakładane w tym samym czasie przez *housing associations*. Wielkoskalowe osiedla mieszkaniowe okazały się obarczone zwiększonym ryzykiem występowania patologii społecznych. Obecnie borykają się z problemem pustostanów (*hard to let*) nawet w regionach, gdzie jest długa lista osób oczekujących na wynajem¹⁷⁷.

Powstająca w Polsce zabudowa mieszkaniowa, w związku z brakiem regulacji przestrzennych jest efektem gry rynkowej, a nie działań planistycznych. Przeważająca ilość współczesnych polskich realizacji mieszkaniowych to pojedyncze obiekty lub niewielkie zespoły bez własnej infrastruktury społecznej. Kwestia jakości życia w zespole mieszkaniowym często przegrywa z ekonomią. Problemy z brakiem mieszkań potęgowane są przez problemy z zasobami pochodzącymi z lat powojennych. Dynamiczny przyrost liczby mieszkań w latach 1950-1980 połączony z brakiem dbałości o jakość realizacji doprowadził do przedwczesnej degradacji mieszkań na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz do powstawania specyficznych patologii społecznych występujących na tym rynku¹⁷⁸.

Pod koniec lat 50. XX wieku w Polsce zwiększył się udział spółdzielni mieszkaniowych w sferze budownictwa mieszkaniowego. Spółdzielnie zostały objęte kontrolą rad narodowych, co zmieniło ich spółdzielczy charakter. W rzeczywistości pogłębiła się centralizacja sektora budownictwa mieszkaniowego. Od przyszłych mieszkańców wymagany był wkład własny, który jednak nie dawał gwarancji na przydział mieszkaniowy. Na mieszkanie można było czekać nawet 20 lat. W 1965 roku czynsze w zasobach państwowych wzrastały do poziomu pozwalającego na zapewnienie bieżących napraw i utrzymania obiektów. W latach 1960-1970 obowiązywał model gospodarki mieszkaniowej oparty na spółdzielniach mieszkaniowych, zakładach pracy oraz inwestorach prywatnych¹⁷⁹.

¹⁷⁶ W opracowaniu IPPR „*Forum for Social Housing*” [IPPR 2000] wskazuje się dużą koncentrację rodzin nieaktywnych ekonomicznie jako powód upadku wielkoskalowych zespołów zabudowy mieszkaniowej. Ponieważ warunkiem dobrze funkcjonujących społeczności jest unikanie dużej koncentracji osób biednych w jednym zespole, IPPR zaleca implementację takiej polityki mieszkaniowej, która zapewni zróżnicowanie zamożności rodzin w każdym rejonie.

¹⁷⁷ Twardoch A., *Problem dostępnego budownictwa mieszkaniowego...*, s. 111.

¹⁷⁸ Zaniewska H., Kowalewski A., Thiel M., Barek R., *Zrównoważony rozwój osiedli i zespołów mieszkaniowych w strukturze miasta. Kryteria i poziomy odpowiedzialności*, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2008, s. 128.

¹⁷⁹ Kotowski S., Janikowska K., *Spółdzielczość mieszkaniowa w Polsce*, Qax Manufaktura Artystyczna, Bydgoszcz 2004, s. 82-84.

W 1971 roku wprowadzony został nowy program mieszkaniowy, który przewidywał budowę 6,6-7,3 miliona mieszkań do roku 1990. Program wszedł w życie jako uchwała Sejmu. Przewidywał zachęty do nabywania mieszkań na własność, wspieranie budownictwa indywidualnego, ale także promocję budownictwa wielkopłytowego. Dopiero w 1974 r., dzięki założeniom nowej polityki społeczno-gospodarczej, wprowadzony zostaje nowy normatyw, zapewniający lepsze warunki mieszkaniowe. Budownictwo uprzemysłowione sprawia, że o lokalizacji osiedla decyduje prymat opłacalności¹⁸⁰.

Po upadku komunizmu Polski nie postrzegano jako kraju bezpiecznego do inwestowania. Występował brak struktur regulujących rynek, przepisów prawnych dotyczących własności nieruchomości, nie podawano informacji o transakcjach na rynku. Aby rynek nieruchomości zaczął normalnie funkcjonować, dokonano nowelizacji *Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r.*, dotyczącej ochrony prawa własności, *Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny*, a także *Ustawy o gospodarce gruntami i wywłaszczaniu nieruchomości*¹⁸¹. Powstało wiele przepisów prawnych regulujących sferę mieszkaniową. Nowe uwarunkowania prawne stworzyły rynkowy obrót zbywalnymi prawami na nieruchomościach. Ten etap funkcjonowania rynku nieruchomości cechował się skokowym wzrostem uwolnionych cen i czynszów, który spowodowany był inwestycjami spekulacyjnymi.

W Wielkiej Brytanii od dawna przyjmuje się tezę, że inwestowanie środków publicznych w mieszkalnictwo jest elementem perspektywicznej polityki mieszkaniowej, opłacalnej dla społeczeństwa i państwa. W Polsce po roku 1989 nastąpił proces odwrotny – państwo zaczęło wycofywać się z aktywnej polityki mieszkaniowej. Pojawiło się przekonanie, że mieszkanie jest towarem rynkowym i prywatną sprawą każdego obywatela, wobec czego niepotrzebna jest polityka mieszkaniowa, ani działania publiczne związane z mieszkalnictwem. Czas zweryfikował ten pogląd: w wolnorynkowym systemie mieszkaniowym mieszkania pozostały dobrem luksusowym i deficytowym¹⁸².

Wszystkie kraje rozwinięte w jakimś zakresie prowadzą politykę mieszkaniową. Punktem wyjścia działań z zakresu polityki mieszkaniowej jest przekonanie, że mieszkanie nie jest zwykłym towarem rynkowym, a wspieranie sektora mieszkaniowego jest nie tylko społecznie konieczne, ale także celowe z punktu widzenia gospodarki. Bez wsparcia, nawet w krajach wysoko rozwiniętych, pewna część społeczeństwa pozbawiona jest godziwych warunków

¹⁸⁰ Płachcińska A., *Standard w społecznym budownictwie mieszkaniowym, Sprawy mieszkaniowe*, IGM, Zeszyt 2/1994, s. 41.

¹⁸¹ Bryx M., *Rynek nieruchomości...*, s. 67.

¹⁸² Karpowicz E., *Polityka mieszkaniowa*, Biuro Analiz Sejmowych, Wyd. Sejmowe Kancelarii Sejmu, Warszawa 2007, s. 27.

mieszkaniowych i w konsekwencji podlega wykluczeniu społecznemu. Przestaje uczestniczyć w procesie rozwoju gospodarczego, a nawet wymaga dodatkowych nakładów finansowych w postaci opieki socjalnej¹⁸³.

W początkowym okresie transformacji w Polsce zlikwidowano większość narzędzi polityki mieszkaniowej. W nowym systemie dostęp do mieszkań regulowany jest zasadami wolnego rynku, mieszkania własnościowe uznane zostają za najbardziej pożądane. Przestano wspierać budownictwo spółdzielcze, zlikwidowano dofinansowania kredytowe, wprowadzono zmienne stopy procentowe kredytów mieszkaniowych. Istotną zmianą okresu transformacji jest podjęta w 1990 roku ustawa¹⁸⁴ o reaktywowaniu samorządu terytorialnego. Samorządy stały się właścicielami infrastruktury miejskiej oraz czynszowych zasobów mieszkaniowych należących do tej pory do Państwa, a zarządzanych przez władze miejskie. Zgodnie z nurtem decentralizującym, samorząd terytorialny ma być odpowiedzialny za rozwiązywanie problemu mieszkaniowego społeczności lokalnych. W 1992 roku ogłoszony zostaje „Nowy Ład Mieszkaniowy”, według którego zasoby mieszkaniowe powinny podlegać pełnej ekonomizacji. Nastawiona rynkowo polityka mieszkaniowa wpłynęła na zmniejszenie dostępności mieszkań dla gospodarstw domowych o niskich dochodach¹⁸⁵.

W 1994 roku w obliczu niepowodzeń dotychczasowej – rynkowej polityki mieszkaniowej – opracowane zostały „Założenia Polityki Mieszkaniowej”, na podstawie których ma ona wspierać dostępność mieszkań dla gospodarstw domowych o niskich dochodach. Podejmowana jest kwestia stworzenia mieszkań czynszowych. Zgodnie z ustawą z lipca 1994 r. kontrola nad stawkami czynszu przekazana zostaje gminom. Ceny czynszów zostają uwolnione, żeby mogły zapewnić utrzymanie zasobów mieszkaniowych oraz zostaje ustalona górna wysokość czynszu. Wprowadzono system dodatków mieszkaniowych stanowiących osłonę socjalną dla najuboższych, rekompensującą wzrost opłat mieszkaniowych. Niestety podwyżki czynszów nie przynoszą oczekiwanych rezultatów, a kryteria przydzielania dodatku mieszkaniowego sprawiają, że udział korzystających z dodatków nie przekracza 10%¹⁸⁶.

W 1995 roku powstaje Krajowy Fundusz Mieszkaniowy (KFM) oraz Towarzystwa Budownictwa Społecznego (TBS), które są finansowane dzięki preferencyjnym kredytom. Społeczne mieszkania czynszowe mają być rozwiązaniem dla zwiększenia ilości mieszkań dla biednych gospodarstw domowych, jednak niedostateczne środki z KFM nie pozwalają na wy-

¹⁸³ Witakowski P., *RAPORT 2006. O naprawie sytuacji...*, s. 23.

¹⁸⁴ Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym, Dz.U. 1990 nr 16 poz. 95, z późn. zm.

¹⁸⁵ Zaniewska H., *Polityka mieszkaniowa wobec ubóstwa i wykluczenia społecznego*, *Polityka społeczna*, nr 11-12, 2006, s. 33-35.

¹⁸⁶ Zaniewska H. (red.), *Mieszkania dla ubogich w zrównoważonym rozwoju miast*, IRM, Kraków 2005, s. 34.

budowanie oczekiwanej liczby mieszkań. Z powodu wysokich wymagań w przyznawaniu mieszkań w programie TBS, mieszkania te są niedostępne dla ubogich grup społecznych.

W lipcu 1999 r. Rada Ministrów przyjmuje „Założenia Polityki Mieszkaniowej Państwa na lata 1999-2003”, których głównym założeniem jest dywersyfikacja form finansowego wspierania budownictwa mieszkaniowego, skierowanego do gospodarstw domowych o różnym statusie i poziomie zamożności. Kolejne ustawy mieszkaniowe dotyczą kwestii finansowych: ulg budowlanych, dodatków mieszkaniowych, stałych stóp procentowych¹⁸⁷. W tym okresie rozwiązano wiele problemów własnościowych, choć nie uchwalono ustawy reprivatyzacyjnej. Na podstawie indywidualnych decyzji administracyjnych następował zwrot majątku dawnym właścicielom. Polskim rynkiem nieruchomości zaczęły się interesować inwestorzy z zagranicy. Jednak kapitał inwestowany w tej sferze gospodarki był niewielki w porównaniu z kapitałem inwestowanym na rynku kapitałowym. Powodowało to słaby rozwój mieszkalnictwa, a także zatrzymało ceny. W tym okresie na rynku mieszkaniowym spółdzielnie mieszkaniowe przestały być jedynym podmiotem sprzedającym mieszkania, ponieważ wzrastało znaczenie prywatnych firm deweloperskich¹⁸⁸.

W latach 1990-2000 następuje wyprzedaż przez gminy znacznej części majątku trwałego: gruntów, budynków i budowli. Działania takie sprzyjały doraźnym celom:

- gospodarczym, ponieważ sprzedaż mieszkań przynosi określone dochody gminom,
- politycznym, ponieważ pozwala na pozyskiwanie nowych wyborców¹⁸⁹.

Jednak działania te nie wypełniają ustawowych obowiązków nałożonych na gminę, mających na celu budowę nowych mieszkań.

W latach 1995-1999 wprowadzono kolejne regulacje prawne dotyczące gospodarki nieruchomościami, w tym *Ustawę o gospodarce nieruchomościami*¹⁹⁰, regulującą obrót i zarządzanie nieruchomościami oraz działalność podmiotów na rynku nieruchomości.

W kolejnych latach nastąpiło spowolnienie gospodarcze w Polsce. W latach 1999-2003 wiele banków ograniczyło finansowanie rynku mieszkaniowego. Udział budownictwa w PKB spadał z poziomu 7,5% w 1998 roku do 5,7% w latach 2002-2003¹⁹¹.

¹⁸⁷ Zaniewska H., *Polityka mieszkaniowa wobec...*, s. 34.

¹⁸⁸ Kaltenberg-Kwiatkowska E., *The Housing Situation in Poland: Perceptions of the Problem*, (w:) *Challenges and Opportunities in Housing, New Concepts, Policies and Initiatives*, ed. Marana I., Tsenkova S., *International Council for Research and Innovation in Building and Construction*, CIB Working Commission 69, Housing Sociology, Riga, 2002.

¹⁸⁹ Kulesza H., *Zmiany warunków mieszkaniowych w miastach Polski w latach transformacji*, *Człowiek i Środowisko*, Nr 3-4, 2004.

¹⁹⁰ *Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami*, Dz. U. z 2018 r., poz. 50, 2018.

¹⁹¹ Bryx M., *Rynek nieruchomości...*, s. 40-41.

Po wejściu do NATO i Unii Europejskiej Polska stała się krajem bezpiecznym i stabilnym. Powrócił wzrost gospodarczy, stopy procentowe zaczęły maleć a banki zwiększały dostęp do kredytów. Pojawiły się fundusze nastawione na finansowanie budownictwa mieszkaniowego, co było sporym zaskoczeniem, ponieważ do 2003 r. fundusze inwestowały w wynajęte biurowce i centra handlowe. Powodowało to, że zaczęły rosnąć ceny mieszkań i spadać stopy kapitalizacji czyli relacja czynszu z nieruchomości do ceny nieruchomości¹⁹².

Wymienione czynniki wpływały korzystnie na deweloperów mieszkaniowych. Jednak zwiększona ilość transakcji oraz inwestorów nie wpłynęła na zmiany regulacji prawnych i podatkowych, które by wydatnie przyspieszyły budownictwo mieszkaniowe.

Gospodarcze ożywienie obserwowane w Polsce w latach 2007-2008, związane było z rosnącą liczbą inwestycji mieszkaniowych oraz możliwością ich finansowania ze środków UE. W dużej mierze wpłynęło ono również na wzrost ogólnego popytu na nieruchomości mieszkaniowe¹⁹³.

W 2017 roku na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce sytuacja była dobra; powrócił do poziomu z roku 2008 pod względem liczby zawieranych umów sprzedaży i liczby rozpoczętych mieszkań. Nowe inwestycje mieszkaniowe realizowane były głównie przez deweloperów i inwestorów indywidualnych a spółdzielnie mieszkaniowe, TBS-y i budownictwo komunalne, podobnie jak w poprzednich latach, miały znikomy udział w rynku.

Mimo dobrej koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce, sytuację mieszkaniową charakteryzuje:

- deficyt mieszkań, skutkujący znacznym wzrostem cen,
- pogarszający się stan techniczny znacznej części zasobów mieszkaniowych,
- wysokie koszty uzyskania oraz utrzymania mieszkania,
- niedopasowanie wielkości mieszkań do potrzeb gospodarstw domowych¹⁹⁴.

Wśród zjawisk związanych z rozwojem mieszkaniowym obserwowane są tendencje zabudowywania terenów na obrzeżach miast, poza zwartą zabudową osiedli, co znacząco podnosi koszty infrastruktury oraz przyczynia się do fragmentacji przestrzeni przyrodniczej. Charakterystyczne dla sytuacji mieszkaniowej zaczyna być opuszczanie budownictwa wielkopłytowego przez zamożniejsze warstwy społeczeństwa. Sytuację mieszkaniową w Polsce charak-

¹⁹² Urbańska W., Zaniewska H., *Ocena zasobów mieszkaniowych w Polsce z punktu widzenia poziomu dekapitalizacji oraz standardów zamieszkiwania*, IRM, Zakład Mieszkalnictwa w Warszawie, Kraków 2006.

¹⁹³ Cesarski M., *Sytuacja mieszkaniowa w Polsce w latach 1988-2005 – dziedzictwo i przemiany*, Seria: Wyzwania Społeczno-Ekonomiczne, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.

¹⁹⁴ Urząd Statystyczny, *Biuletyn Statystyczny IV kw. 2017 r.*, Biuletyn Informacyjny GUS 2017.

teryzuje także postępujące rozwarstwienie ekonomiczne, społeczne i techniczne pomiędzy nowym budownictwem indywidualnym a istniejącymi zespołami mieszkaniowymi¹⁹⁵.

Polska na tle państw Unii Europejskiej zajmowała przedostatnie miejsce w latach 2003-2017 w liczbie mieszkań na 1000 mieszkańców (tab. 4).

Tabela 4. Liczba mieszkań na 1000 osób w wybranych krajach UE w latach 2003-2017 (%)

Państwo	Liczba mieszkań na 1000 mieszkańców (średnia w danym okresie):					Zmiana 2017/2003 (%)
	2003-2005	2006-2008	2009-2011	2012-2013	2014-2017	
Grecja	529	574	587	590	573	8,3
Portugalia	501	547	557	556	571	14,0
Francja	502	509	509	423	546	8,7
Hiszpania	483	544	544	538	540	13,7
Malta	340	349	349	529	539	58,5
Finlandia	507	531	531	534	536	5,7
Włochy	479	478	481	485	526	9,8
Austria	416	436	436	555	525	26,2
Niemcy	474	488	490	506	510	7,6
Estonia	460	485	485	649	495	7,6
Łotwa	410	429	461	499	493	20,2
Szwecja	485	486	479	480	476	-1,9
Belgia	425	457	457	473	478	11,3
Dania	471	500	500	491	464	-1,5
Czechy	435	456	467	469	454	4,4
Holandia	418	431	431	429	449	7,4
Węgry	406	429	429	445	449	10,6
Litwa	394	390	390	456	445	12,9
Wielka Brytania	433	442	443	437	436	0,7
Irlandia	355	368	371	440	434	22,2
Rumunia	366	387	390	425	432	18,0
Luksemburg	389	389	389	406	414	6,4
Słowenia	362	378	409	412	410	13,2
Polska	320	345	350	356	363	13,4
Słowacja	314	326	326	370	360	14,6

Źródło: Opracowanie na podstawie: OECD, <http://www.oecd.org/social/affordable-housing-database.htm>, 2018.

Najwięcej mieszkań, bo 573 na 1000 mieszkańców, odnotowano w Grecji. Duże nasycenie mieszkaniami występuje także w państwach takich jak: Portugalia, Francja, Hiszpania, Malta czy Finlandia. Małe nasycenie z kolei dotyczy państw takich jak: Słowacja, Polska, Słowenia, Luksemburg czy Rumunia.

Najwyższy wzrost liczby mieszkań na 1000 mieszkańców, odnosząc jego poziom w 2017 r. w stosunku do 2003 r., odnotowano na Malcie (58,5%), w Austrii (26,2%), Irlandii (22,2%) oraz Łotwie (20,2%). Najwyższy spadek z kolei odnotowano w Szwecji (-1,9%) i Danii (-1,5%). W Polsce odnotowany został wzrost tego miernika o 13,4% w badanym okresie, podobnie jak w Słowenii. W Wielkiej Brytanii w latach 2014-2017 liczba mieszkań na

¹⁹⁵ Nowicki M., *Atrakcyjność inwestycyjna województw i podregionów Polski 2016*, IBnGR, Gdańsk 2016.

1000 mieszkańców wynosiła 436 sztuk. W latach 2003-2017 nastąpił wzrost tego miernika zaledwie o 0,7%.

Należy zauważyć, że w Polsce plan osiągnięcia 435 mieszkań na 1000 mieszkańców do 2030 roku, jako założenie w Narodowym Programie Mieszkaniowym, oznacza konieczność dobudowania w kolejnych latach (2018-2030) 2 744 tys. mieszkań zakładając, że liczba ludności nie zmieni się. Do 2030 roku musiałyby być wybudowanych, według M. Barszcza prezesa BGK Nieruchomości, ok. 750-800 tys. mieszkań, z dodatkowym finansowaniem w wysokości ok. 250 mld zł na rynku mieszkaniowym¹⁹⁶.

Wysoka dynamika liczby mieszkań oddanych do użytkowania w Polsce w latach 2003-2017 (na wysokim piątym miejscu w UE), wskazuje jednak, że Polska powoli zmniejsza lukę mieszkaniową (w przeliczeniu na 1000 mieszkańców) w stosunku do pozostałych państw UE.

Lepiej Polska na tle innych krajów UE plasuje się pod względem średniej powierzchni użytkowej mieszkania. W 2015 r. powierzchnia ta wynosiła 70,5 m², a na osobę: 24,6 m². Mniejszą powierzchnię użytkują gospodarstwa domowe w Rumunii, Słowacji czy Bułgarii. Porównując jednak wielkość mieszkania np. statystycznego Niemca, czy Duńczyka, Polska znów wypada gorzej – w Niemczech ta powierzchnia wynosi 42,8 m², a w Danii: 51,8 m².

W 2017 r. w przeludnionych mieszkaniach żyło około 16,6% ludności UE. Najwyższy wskaźnik przeludnienia wśród państw członkowskich UE odnotowano w Rumunii (48,1%). Najniższe wskaźniki przeludnienia odnotowano natomiast na Cyprze (2,4%), Malcie (2,9%), w Irlandii (3,2%), Belgii (3,7%) i Niderlandach (4,0%) oraz w siedmiu innych państwach członkowskich UE¹⁹⁷. W Polsce w 2017 r. wskaźnik przeludnienia wynosił prawie 40%, co oznacza, że taki odsetek mieszkań nie mieści się w standardzie europejskim. Należy jednak podkreślić, że w 2003 r. wskaźnik ten w Polsce wynosił aż 55,7%, a więc odnotowano spadek o 16,1 p.p. w porównaniu do roku 2017. W Wielkiej Brytanii wskaźnik ten w 2003 r. wynosił 6,2% i wzrósł do 8,1% w roku 2017 (o 1,9 p.p.). Oznacza to pogorszenie sytuacji mieszkaniowej w tym kraju. Jednak wskaźnik ten jest i tak jednym z niższych w UE i prawie pięciokrotnie niższy niż w Polsce.

Wskaźniki osób żyjących w warunkach przeludnienia w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej i w Wielkiej Brytanii zaprezentowano w tabeli 5.

¹⁹⁶ Śmiłowicz P., *Polskę dzieli przepaść od zachodnich standardów. Musimy podwoić liczbę mieszkań*, Forsal.pl., 2018.

¹⁹⁷ Ibidem.

Tabela 5. Wskaźnik przeludnienia w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 (%)

Kraj	2003	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2017
Rumunia	56,3	55,8	54,8	52,0	21,6	49,4	48,4	48,1
Łotwa	60,2	59,9	57,4	55,7	36,6	39,8	43,2	42,6
Bułgaria	48,8	48,2	48,1	47,4	44,5	43,3	42,5	41,2
Węgry	52,7	51,2	48,3	47,2	45,3	41,9	40,4	40,2
Polska	55,7	54,1	50,8	47,5	46,3	44,2	40,7	39,6
Słowacja	46,6	45,9	42,9	40,1	38,4	38,6	37,9	37,2
Litwa	54,7	53,5	48,4	45,5	19,0	28,3	23,7	22,6
Czechy	34,2	33,8	29,8	22,5	21,1	19,9	17,9	17,1
Wielka Brytania	6,2	6,3	6,5	7,3	7,0	7,3	8,0	8,1

Źródło: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tessi170&plugin=1>.

Odpowiedzią na jak widać zróżnicowane problemy mieszkaniowe w Wielkiej Brytanii i w Polsce są rządowe i samorządowe programy wsparcia budownictwa mieszkaniowego, czy też ulgi podatkowe, o których była już mowa, a także programy wsparcia mieszkalnictwa poprzez ułatwienie osobom chcącym nabyć mieszkanie uzyskanie kredytu hipotecznego (mieszkaniowego). O programach tych będzie mowa w dalszej części pracy, gdzie omawiany będzie rynek kredytów mieszkaniowych.

Europejski standard zakłada, że jedna osoba powinna posiadać mieszkanie, z co najmniej dwoma pokojami do dyspozycji by było ono uznane za standardowe. Rodzina z dwójką dzieci powinna dysponować trzema lub czterema pokojami¹⁹⁸. Jeśli standardy nie są spełnione, wówczas mówi się o przeludnieniu mieszkań.

3.2. Charakterystyka rynku mieszkaniowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii

O strukturze rynku nieruchomości i jego cechach świadczy poziom własności i odsetek najemców. U podstaw tych czynników leżą rozwijane przez państwo koncepcje rozwoju społeczno-gospodarczego oraz warunki gospodarczo-polityczne. Z gospodarczego punktu widzenia tendencje w budownictwie obejmujące właśnie strukturę własności, stanowią istotny ele-

¹⁹⁸ Dane statystyczne dotyczące mieszkalnictwa, Housing statistics/pl, Statistics Explained, 2018.

ment wpływu między innymi na poziom bezrobocia¹⁹⁹. Udział mieszkań wynajmowanych w ogólnym zasobie zyskał na znaczeniu ze względu na zmieniające się wymogi rynku pracy²⁰⁰.

W 2017 r. w 10 państwach członkowskich UE odsetek osób zajmujących mieszkania wynajmowane po cenie rynkowej był niższy niż 10,0% (tab. 6). Z drugiej strony blisko dwie piąte mieszkańców Niemiec (39,9%) i Danii (37,7%) wynajmowało mieszkania po cenie rynkowej, podobnie jak około trzy dziesiąte ludności Szwecji (34,1%), Niderlandów (29,8%) i Austrii (30,1%) oraz mniej więcej jedna piąta mieszkańców Luksemburga (21,4%), Grecji (21,0%) i Belgii (18,7%).

Tabela 6. Odsetek najemców mieszkań (cena rynkowa) w UE w latach 2003-2017 [tys. szt.] (%)

Kraj	2003	2008	2012	2014	2017	Zmiana	Średnia dla lat
Niemcy	39,2	39,7	38,6	38,9	39,9	0,7	39,3
Szwecja	29,7	32,8	33,7	33,9	34,1	4,4	32,8
Dania	32,4	33,5	21,1	36,6	37,7	5,3	32,3
Holandia	34,5	32,2	32,1	32,6	29,8	-4,7	32,2
Austria	28,3	27,3	26,1	27,2	30,1	1,8	27,8
Luksemburg	19,1	19,4	24,6	22,0	21,4	2,3	21,3
Grecja	17,3	18,0	18,2	20,0	21,0	3,7	18,9
Belgia	18,3	18,5	18,6	19,3	18,7	0,4	18,7
Francja	19,7	15,4	19,5	19,3	19,1	-0,6	18,6
Wielka Brytania	9,7	9,4	15,3	17,5	18,0	8,3	14,0
Włochy	12,1	12,8	13,3	14,3	17,4	5,3	14,0
Irlandia	8,2	9,3	15,5	16,1	13,0	4,8	12,4
Hiszpania	10,9	11,3	12,7	12,1	14,4	3,5	12,3
Portugalia	8,9	11,3	10,9	12,4	12,8	3,9	11,3
Czechy	4,6	5,0	13,2	16,6	15,5	10,9	11,0
Finlandia	9,4	10,1	10,5	10,9	13,4	4,0	10,9
Słowacja	9,6	9,1	7,8	7,9	9,8	0,2	8,8
Łotwa	6,9	6,7	7,8	8,7	7,9	1,0	7,6
Słowenia	4,1	4,9	5,5	5,9	5,4	1,3	5,2
Węgry	3,3	2,6	3,1	3,8	5,4	2,1	3,6
Estonia	3,8	3,0	3,0	3,9	4,0	0,2	3,5
Polska	1,7	2,3	4,0	4,3	4,3	2,6	3,3
Malta	3,3	1,5	2,4	2,0	4,6	1,3	2,8
Bułgaria	3,5	1,6	1,3	2,6	3,0	-0,5	2,4
Litwa	0,8	1,7	1,4	1,3	1,2	0,4	1,3
Rumunia	0,9	0,9	0,8	0,8	1,0	0,1	0,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownload.do>, 2018.

Polska ma bardzo niski odsetek najemców nieruchomości mieszkaniowych po cenie rynkowej. W 2017 roku odsetek ten wynosił 4,3%, zaś w 2003 roku zaledwie 1,7%, co oznacza wzrost najemców o 2,6 p.p. w badanym okresie. Średnia dla Polski w latach 2003-2017 wynosiła 3,3% i pod tym względem Polska plasowała się w 2017 r. na piątym miejscu od końca w Unii Europejskiej.

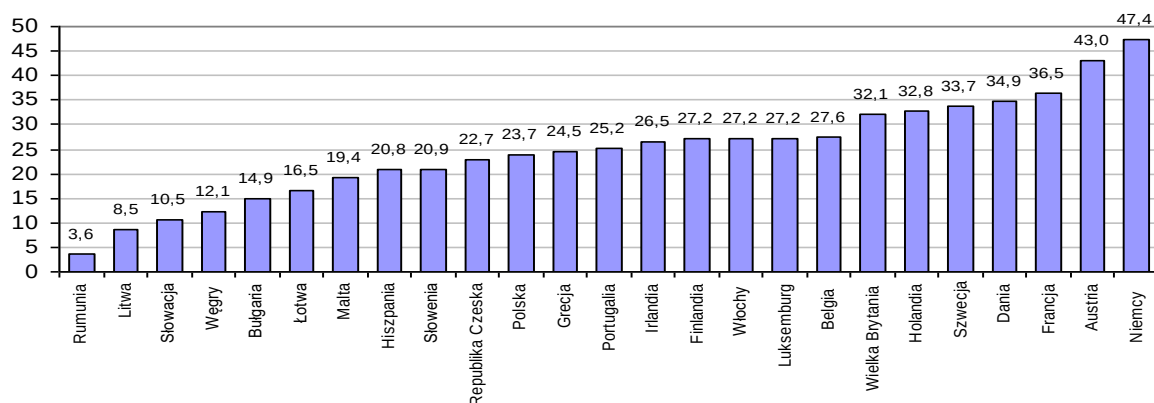
¹⁹⁹ *Budując na zdrowych podstawach. Przyszłość finansowania mieszkalnictwa w Polsce*, USAID/Warsaw, 1997.

²⁰⁰ Polski Związek Firm Deweloperskich, *Sytuacja Mieszkaniowa w Polsce*, 2012, <https://docplayer.pl/1895933-Raport-sytuacja-mieszkaniowa-w-polsce-2012.html>

W Wielkiej Brytanii odsetek najemców nieruchomości mieszkaniowych po cenie rynkowej wzrósł z 9,7% w 2003 roku do poziomu 18% w 2017 roku. Wzrost odsetka najemców był spowodowany m.in. kryzysem ekonomicznym w 2008 r., który ograniczył dostęp do kredytów gospodarstwom domowym i tym samym zakup nieruchomości mieszkaniowych.

Różnica pomiędzy odsetkiem użytkowników mieszkania własnościowego a użytkowników mieszkania wynajętego jest szczególnie wysoka (porównując kraje tzw. starej UE) w krajach anglosaskich, takich jak Wielka Brytania. W społeczeństwie tym, znaczenie posiadania własnej nieruchomości ma wręcz charakter archetypu, stanowiąc fundamentalny element budowy tożsamości człowieka sukcesu, zgodnie z mitem „amerykańskiego” czy „australijskiego snu”²⁰¹. Potwierdzają to badania przeprowadzone przez Eurostat z których wynika, że w Wielkiej Brytanii odsetek osób zgadzających się ze stwierdzeniem, że pod względem finansowym bardziej korzystne jest posiadanie domu niż jego wynajmowanie, jest o ponad 10 p.p. wyższy niż w Niemczech i Austrii, gdzie bardzo duży odsetek gospodarstw domowych użytkuje wynajęte mieszkania (rys. 2).

Rysunek 2. Przeciętny odsetek najemców mieszkań ogółem w UE - lata 2003-2017 (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads>, 2018.

Innym czynnikiem, który może mieć wpływ na wielkość rynku najmu jest poziom zaufania w społeczeństwie. Wysoka ufność najemcy do wynajmującego i wynajmującego do najemcy obniża bowiem koszty transakcyjne wynajmu lokalu oraz awersję do ryzyka przed inwestycją w mieszkanie pod wynajem, a także zwiększa skłonność do najmu mieszkania. Duży stopień zaufania podmiotów rynkowych może bowiem zastępować niesprawne lub słabe in-

²⁰¹ Kemeny J., *The Myth of Homeownership: Private versus public choices in housing tenure*, Routledge & Kegan Paul Ltd., London 1981.

stytucjonalne zabezpieczenia najemcy i wynajmującego sprzyjając rozwojowi tego segmentu rynku²⁰².

Z danych zaprezentowanych w tabeli 7 wynika, że siedem na dziesięć gospodarstw domowych (69,2%) w UE-28 mieszkało we własnych lokalach mieszkalnych, natomiast 19,9% ludności wynajmowało mieszkania po cenach rynkowych, zaś 10,8% korzystało z zakwaterowania o obniżonym czynszu lub z bezpłatnego zakwaterowania²⁰³. W 2017 r. ponad jedna czwarta (26,6%) gospodarstw domowych UE-28 zamieszkiwała własne lokale mieszkalne obciążone kredytem (hipoteką), natomiast 42,6% zajmowało własne lokale mieszkalne nie obciążone hipoteką.

Tabela 7. Odsetek właścicieli nieruchomości ogółem w UE w latach 2003-2017 (%)

Kraj	Rok				Zmiana 2017-2003	Średnia dla lat 2003-2017 (%)
	2003	2008	2012	2017		
Rumunia	96,0	96,3	96,3	96,8	0,8	96,4
Litwa	91,2	92,2	91,9	90,0	-1,2	91,4
Słowacja	88,8	89,3	90,4	89,6	0,8	89,6
Węgry	87,8	89,0	89,8	85,3	-2,5	88,0
Bułgaria	84,5	87,1	87,4	82,9	-1,6	85,1
Łotwa	86,5	86,0	81,5	81,5	-5	83,5
Malta	80,2	79,9	81,8	81,9	1,7	80,6
Hiszpania	80,6	80,2	78,9	77,1	-3,5	79,2
Słowenia	84,2	81,3	76,2	75,6	-8,6	79,0
Czechy	73,8	75,8	80,4	78,5	4,7	77,3
Polska	65,0	66,0	82,4	84,2	19,2	76,4
Grecja	77,5	76,7	75,9	73,3	-4,2	75,7
Portugalia	74,6	74,5	74,5	74,7	0,1	74,9
Irlandia	81,8	77,3	69,6	69,6	-12,2	73,5
Włochy	72,7	72,8	74,2	72,1	-0,6	72,8
Finlandia	71,4	73,2	73,9	71,4	0	72,8
Luksemburg	75,6	73,8	70,8	73,5	-2,1	72,7
Belgia	72,2	73,1	72,4	72,7	0,5	72,4
Wielka Brytania	71,0	72,5	66,7	63,2	-7,8	67,8
Holandia	64,9	67,5	67,5	69,4	4,5	67,2
Szwecja	66,6	66,2	66,1	65,0	-1,6	66,4
Dania	67,2	66,5	66,0	62,2	-5	65,1
Francja	63,0	62,1	63,7	64,8	1,8	63,5
Austria	58,0	57,9	57,5	55,0	-3	57,0
Niemcy	53,9	53,5	53,3	51,5	-2,4	52,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>, 2018.

W 2017 r. ponad połowa ludności w każdym z państw członkowskich UE mieszkała we własnych mieszkaniach: od 51,5% w Niemczech do 96,8% w Rumunii. W żadnym państwie członkowskim UE odsetek najemców nie przekraczał odsetka osób zajmujących własne lokale mieszkalne. W Polsce średni odsetek właścicieli nieruchomości w latach 2003-2017 wyniósł 76,4%. W 2003 r. odsetek właścicieli nieruchomości wynosił 65% i wzrastał w kolejnych

²⁰² Doganowski R., *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa 2012.

²⁰³ *Dane statystyczne dotyczące mieszkalnictwa*, Housing statistics/pl, Statistics Explained, 2018.

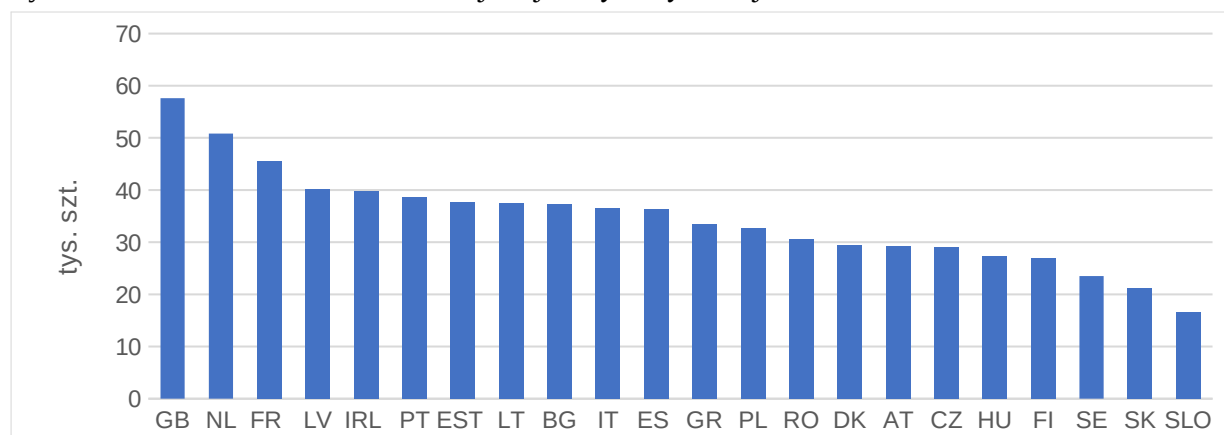
latach do poziomu 84,2% w 2017 r., tj. o 19,2 p.p. Dane te potwierdzają, że Polacy zdecydowanie preferują własność mieszkań niż ich najmowanie.

W Wielkiej Brytanii średni odsetek właścicieli nieruchomości dla lat 2003-2017 wynosił 67,8%. W 2003 r. odsetek właścicieli nieruchomości wynosił 71% i w kolejnych latach obniżył się do poziomu 63,2%, tj. o 7,8 p.p. w 2017 roku.

Zarówno poziom rozwoju gospodarczego, jak i odsetek ludności miejskiej jest generalnie niższy w nowych krajach członkowskich niż w krajach starej UE. W roku 2005, a zatem bezpośrednio po akcesji, Polska zajmowała wśród 25 państw członkowskich 20 miejsce pod względem wielkości ludności miejskiej, a 24 miejsce pod względem poziomu PKB²⁰⁴.

Odsetek ludności miejskiej w wybranych krajach UE w latach 2003-2017 (% populacji) przedstawia rysunek 3.

Rysunek 3. Średni odsetek ludności miejskiej w wybranych krajach UE w latach 2003-2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat, ilc_lvho01, 2018.

Państwa Europy Zachodniej szczyt suburbanizacji przechodziły we wcześniejszym okresie, od lat 60. do lat 80. XX w. W obrębie UE-15 następowała w latach 1995-2005 konwergencja stopnia urbanizacji, ponieważ liczba ludności miejskiej wzrosła najbardziej w krajach najslabiej zurbanizowanych: Irlandii i Portugalii, a w nieco mniejszym stopniu również w Grecji²⁰⁵.

Generalnie odsetek ludności miejskiej wśród państw UE jest najniższy w nowych krajach członkowskich, szczególnie w Europie Środkowo-Wschodniej. Udział ludności miejskiej w nowych krajach Unii (w 2017 r.), wyłączając szczególny przypadek Malty (89,8%), waha się od 44,3% w Bułgarii do 19,6% w Słowenii. Wśród starych państw członkowskich najwięcej ludności miejskiej występuje w Wielkiej Brytanii – 58,9% (spadek o 18,3 p.p. w porówna-

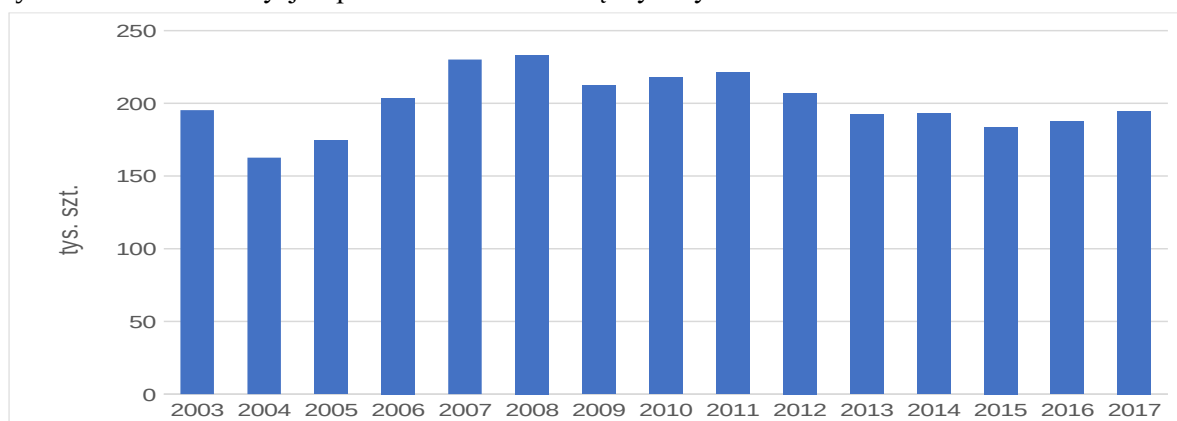
²⁰⁴ Basista A., *Betonowe dziedzictwo. Architektura w Polsce czasów komunizmu*, PWN, Warszawa 2007, s. 34.

²⁰⁵ Eckey H.F., Türck M., *Convergence of EU-regions*, A literature report. Investigaciones Regionales, 2007, s. 5-32.

niu z 2003 r. – 77,2%), a najmniej w Austrii – 30,1% (spadek o 4,6 p.p. w porównaniu z rokiem 2003 – 34,7%).

Odsetek ludności miejskiej w Polsce jest niski nie tylko w skali całej UE, lecz również w porównaniu z innymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej (rys. 4). Kwestia urbanizacji jest natomiast istotna z punktu widzenia kształtowania się trendów na rynku nieruchomości.

Rysunek 4. Liczba decyzji o pozwoleniu na budowę wydanych w Polsce w latach 2003-2017



Źródło: Główny Urząd Nadzoru Budowlanego, *Ruch budowlany w 2017 roku*, Warszawa 2018.

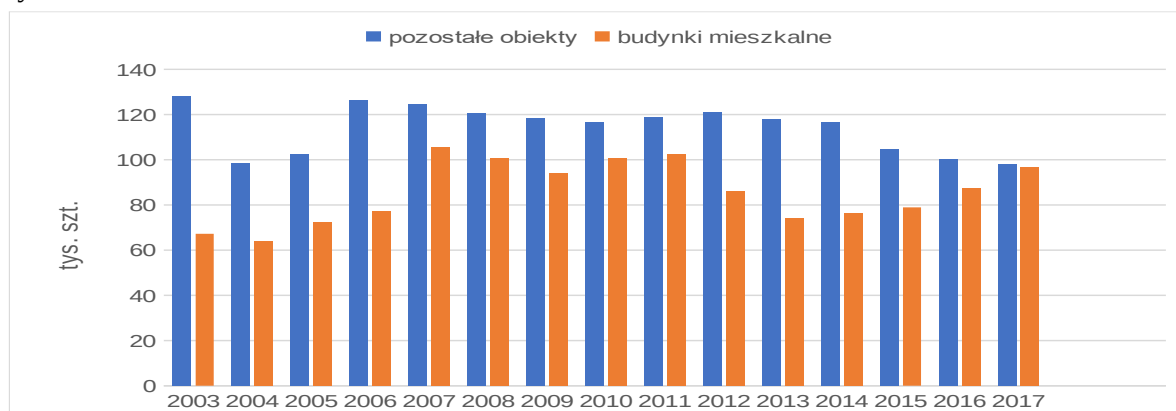
W Polsce po roku 2000 miała miejsce stopniowa poprawa sytuacji mieszkaniowej, która była związana z budową nowych mieszkań, remontami istniejącej substancji mieszkaniowej oraz procesami demograficznymi (ubytek liczby ludności w części miast) ograniczającymi zapotrzebowanie na nowe mieszkania. W 2017 r. przeciętna powierzchnia domów jednorodzinnych (zazwyczaj budowanych przez inwestorów indywidualnych) w Polsce zwiększyła się z 134,6 m² w 2016 r. do 145,1 m². Przeciętna wielkość mieszkania przeznaczonego na sprzedaż lub wynajem zwiększyła się z 58,2 m² w 2016 do 61,2 m² w 2017 r., przy czym mieszkania z najmniejszą powierzchnią użytkową były oddawane w Warszawie²⁰⁶. Problem na rynku nieruchomości jest niedostosowanie się popytu do podaży. Jest to konsekwencja oddziaływania wielu czynników do których można zaliczyć przemieszczania się ludności jako wynik migracji, zmiany gustów oraz dochodów ludności, wygasanie umów najmu, zmiany oczekiwań związanych z przyszłością a także trudność dopasowania wolno zmieniającej się podaży do znacznie szybciej zmieniającego się popytu. Również duży wpływ na zwiększenie podaży na rynku nieruchomości mają wydawane pozwolenia na budowę nieruchomości mieszkaniowych²⁰⁷.

²⁰⁶ NBP, *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2017 r.*, Departament Analiz Ekonomicznych, Warszawa 2018, s. 15.

²⁰⁷ Andrews D., Sánchez A., *Drivers of Homeownership Rates in Selected OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers, nr 849, 2011.

W 2003 roku wydano 195,4 tysiąca pozwoleń na budowę. W następnym roku odnotowano najmniejszą liczbę wydanych pozwoleń - 162,6 tysiąca. Ponowny znaczny wzrost liczby wydanych pozwoleń odnotowano w latach 2007 i 2008 - w granicach 230 tys. pozwoleń. Natomiast od 2011 r. utrzymywała się umiarkowana tendencja spadkowa - w 2015 r. liczba decyzji udzielających pozwolenia na budowę wynosiła 183,7 tysięcy. Tendencja ta została przełamana w 2016 r. niewielkim wzrostem, wyraźnie już zaznaczonym w 2017 roku (rys. 5).

Rysunek 5. Decyzje o pozwoleniu na budowę w podziale na budynki mieszkalne i pozostałe obiekty wydane w Polsce w latach 2003-2017



Źródło: Główny Urząd Nadzoru Budowlanego, *Ruch budowlany w 2017 roku*, Warszawa 2018

Podaż nieruchomości mieszkaniowych kształtowana wielkością pozwoleń na budowę, wykazuje pewną sztywność, na którą wpływ ma wysoka kapitałochłonność nieruchomości mieszkaniowych. Wpływ na podaż nieruchomości mieszkaniowych ma również długi okres realizacji oraz stałość w miejscu nieruchomości mieszkaniowych. W krótkim okresie podaż nie jest tylko zdeterminowana na rynku lokalnym ceną gotowego produktu czy kosztami utrzymania, ale także ograniczeniami występującymi w sferze realizacji, np. uwarunkowaniami prawnymi wynikającymi z wymogów zagospodarowania przestrzennego czy pozwoleniami na budowę nieruchomości mieszkaniowych²⁰⁸.

W 2017 r. na budowę budynków mieszkalnych wydano 96,6 tysięcy pozwoleń, co stanowi 49,6% ich ogólnej liczby. Liczba wydanych pozwoleń na budowę obiektów mieszkalnych była większa o 10,7% w odniesieniu do 2016 r. oraz o 22,3% w stosunku do 2015 r.

Zdecydowaną większość wśród pozwoleń na budowę dla budynków mieszkalnych stanowią pozwolenia dla budynków jednorodzinnych - w 2017 r. było to około 94% pozwoleń dla budynków mieszkalnych (tab. 8).

²⁰⁸ OECD Raport Better Life Index, *Tenancy Law and Housing Policy in Multi-level Europe 2015*, 2015.

W okresie od 2005 roku do 2017 roku wydano łącznie 965,1 tysięcy pozwoleń na budowę domów jednorodzinnych. Średnio co roku wydawano 74,2 tysiące takich pozwoleń. Ponadto średniorocznie wydawano 1 190 pozwoleń na budowę domów dwumieszkaniowych, 282 pozwoleń na budowę domów trzy i więcej mieszkaniowych. Generalnie dane zaprezentowane w tabeli 8, wskazują na dosyć dużą zmienność w tym zakresie. Widać dosyć wyraźnie że lata 2009-2013, a w zakresie pozwoleń na budowę domów jednorodzinnych 2009-2014 były okresem spowolnienia w budownictwie mieszkaniowym.

Tabela 8. Liczba pozwoleń na budowę mieszkań w Polsce w latach 2005-2017

Rok	Budynki jednorodzinne		Budynki dwumieszkaniowe		Budynki o trzech i więcej mieszkaniach	
	w szt.	zmiana r/r (%)	w szt.	zmiana r/r (%)	w szt.	zmiana r/r (%)
2005	52 903	-	638	-	195	-
2006	63 703	20,4	873	36,8	324	66,1
2007	90 660	42,3	1 208	38,4	372	14,8
2008	94 105	3,8	1 444	19,5	391	5,1
2009	86 492	-8,1	1 073	-25,7	218	-44,2
2010	82 580	-4,6	1 149	7,1	213	-2,3
2011	80 312	-2,7	1 107	-3,6	226	6,1
2012	72 001	-10,3	921	-16,8	200	-11,5
2013	63 679	-11,5	953	3,4	241	20,5
2014	60 688	-4,7	1 077	13,0	254	5,3
2015	66 737	10,0	1 473	36,7	290	14,1
2016	74 012	11,0	1 729	17,4	354	22,0
2017	77 287	4,4	1 832	5,9	398	12,4

Źródło: GUS, Gospodarka mieszkaniowa i komunalna 2003-2017, Bank Danych Lokalnych, 2018.

Struktura podaży budownictwa mieszkaniowego w Polsce jest stabilna od końca lat 90. ubiegłego wieku. W największych miastach dominuje budownictwo deweloperskie. Inwestycje spółdzielni mieszkaniowych mają w tych miastach znaczenie niewielkie i z roku na rok coraz bardziej marginalne. W średnich i mniejszych miastach oraz na obszarach wiejskich dominuje budownictwo jednorodzinne, wykonywane częściowo systemem gospodarczym. Budownictwo jednorodzinne jest realizowane w dużym stopniu ze środków własnych, a kredyt ma jedynie charakter uzupełniający²⁰⁹.

Pod pojęciem zasobów mieszkaniowych rozumiemy ogół mieszkań zamieszkałych i niezamieszkałych znajdujących się w budynkach mieszkalnych i niemieszkalnych. Do zasobów mieszkaniowych nie zalicza się lokali w obiektach zbiorowego zakwaterowania tj. hoteli pracowniczych, domów studenckich, burs i internatów, domów pomocy społecznej²¹⁰.

Według stanu na 31 grudnia 2017 r. zasoby mieszkaniowe Polski liczyły 14,4 mln mieszkań o łącznej powierzchni użytkowej 1 068,6 mln m², w których znajdowało się 55,2

²⁰⁹ Ibidem, s. 28.

²¹⁰ Gospodarka mieszkaniowa 2017 r., GUS, Warszawa 2018.

mln izb. W porównaniu z poprzednim rokiem przybyło 167,8 tys. mieszkań (wzrost o 1,2%), których łączna powierzchnia użytkowa wynosiła 15 305,7 tys. m² (wzrost o 1,5%), a liczba izb - 647,3 tys. (wzrost o 1,2%)²¹¹.

W 2017 r. warunki mieszkaniowe w Polsce uległy nieznacznej poprawie w porównaniu do poprzednich lat. Według stanu na 31 grudnia 2017 r. przeciętna liczba izb przypadająca na 1 mieszkanie wyniosła 3,82, w tym w miastach 3,57, a na obszarach wiejskich 4,35. Średnia wielkość mieszkania natomiast wynosiła 74,0 m² i wzrosła o 0,2 m² w porównaniu z rokiem poprzednim. Mieszkania na obszarach wiejskich były średnio o 28,9 m² większe niż na terenach miast (odpowiednie wskaźniki wynoszą dla obszarów wiejskich - 93,5 m², a dla miast - 64,6 m²)²¹².

Tabela 9. Gospodarka mieszkaniowa i komunalna w Polsce. Zasoby mieszkaniowe w mieście i na wsi w latach 2003-2017

Rok	Zasoby mieszkaniowe:				
	Ogółem szt.	w mieście		na wsi	
		w szt.	zmiana r/r (%)	w szt.	zmiana r/r (%)
2003	12 595 891	8 450 416	-	4 145 475	-
2004	12 683 392	8 513 071	0,7	4 170 321	0,5
2005	12 776 140	8 580 205	0,7	4 195 935	0,6
2006	12 876 676	8 655 952	0,8	4 220 724	0,5
2007	12 993 716	8 738 530	0,9	4 255 186	0,8
2008	13 150 294	8 846 727	1,2	4 303 567	1,1
2009	13 302 449	8 959 181	1,3	4 343 268	0,9
2010	13 470 428	9 087 782	1,4	4 382 646	0,9
2011	13 587 440	9 165 158	0,9	4 422 282	0,9
2012	13 722 786	9 253 541	0,9	4 469 245	1,1
2013	13 852 896	9 335 718	0,8	4 517 178	1,1
2014	13 983 039	9 424 274	0,9	4 558 765	0,9
2015	14 119 452	9 515 868	0,9	4 603 584	0,9
2016	14 272 010	9 619 493	1,1	4 652 517	1,1
2017	14 415 812	9 714 289	0,9	4 701 523	1,1

Źródło: GUS, Bank Danych Lokalnych, *Gospodarka mieszkaniowa i komunalna 2003-2017*, 2018.

W 2017 r. przeciętna powierzchnia użytkowa przypadająca na 1 osobę wzrosła w porównaniu z rokiem poprzednim o 0,4 m² i wyniosła 27,8 m² (w miastach wzrosła z 26,8 m² do 27,2 m², a na wsi z 28,3 m² do 28,7 m²). Dysproporcje pomiędzy miastami a obszarami wiejskimi dotyczyły również stopnia zaludnienia mieszkań. Mieszkania wiejskie były bardziej zaludnione od mieszkań miejskich. Na 1 mieszkanie w miastach przypadało przeciętnie 2,37 osoby, zaś na obszarach wiejskich 3,26 osoby²¹³.

W tabeli 9 przedstawiono dane o zasobach mieszkaniowych w Polsce, które podano na podstawie bilansu zasobów mieszkaniowych wg stanu na 31.12 każdego roku. W miastach

²¹¹ Ibidem.

²¹² Ciura G., *Warunki życia ludności wiejskiej*, Studia BAS Nr 4(24), 2010, s. 159-178.

²¹³ GUS, *Gospodarka mieszkaniowa 2017 r.*, 2018.

zlokalizowanych było około 9,7 mln mieszkań o powierzchni 628,9 mln m² oraz 34,7 mln izb. Na terenach wiejskich znajdowało się około 4,7 mln mieszkań o powierzchni 439,6 mln m² oraz 20,5 mln izb.

Kolejnym wskaźnikiem przedstawiającym gęstość zaludnienia mieszkań jest przeciętna liczba osób na 1 izbę. Wskaźnik ten dla Polski kształtował się na poziomie 0,7, przy czym na obszarach wiejskich był wyższy i wyniósł 0,75, a dla miast - 0,67 osoby na 1 izbę²¹⁴.

Tabela 10. Zasoby mieszkaniowe według formy budownictwa w Polsce w latach 2003-2017 (%)

Rok	Formy budownictwa									
	Indywidualne	udział (%)	Komunalne	udział (%)	Spółdzielcze	udział (%)	TBS	udział (%)	Zakładów pracy	udział (%)
2003	7 235 119	15,1	1 314 863	25,3	3 452 275	26,3	47 037	11,6	466 961	45,1
2007	8 155 227	16,9	1 174 705	22,7	3 173 203	24,2	71 297	17,5	300 866	29,0
2010	10 412 776	22,4	934 863	18,1	2 248 625	17,2	92 066	22,6	105 304	10,2
2014	10 804 106	22,4	886 667	17,1	2 185 387	16,7	96 850	23,8	86 837	8,4
2017	11 567 909	23,2	868 517	16,8	2 023 566	15,6	99 210	24,5	76 412	7,3
SUMA	48 175 137	100	5 179 615	100	13 083 056	100	406 460	100	1 036 380	100

Źródło: GUS, Bank Danych Lokalnych, *Gospodarka mieszkaniowa i komunalna 2003-2017*, 2018.

W 2017 roku najwięcej mieszkań pozostawało w zasobie osób fizycznych, ponad 11,5 mln. Jest to wzrost o 59,9% w porównaniu z rokiem 2003 (tab. 10). Duża dynamika wzrostu mieszkań w zasobach indywidualnych (gospodarstw domowych) nie byłaby możliwa bez zasilania budownictwa mieszkaniowego - i przede wszystkim zakupu mieszkań przez osoby fizyczne ze strony banków. Świadczy to o tym, że popyt na rynku nieruchomości mieszkaniowych zależy nie tylko od czynników fundamentalnych takich jak czynniki demograficzne, dochody ludności, polityki państwa ale także od polityki kredytowej banków²¹⁵.

Zasoby spółdzielni mieszkaniowych w 2017 roku to ponad 2 mln mieszkań. Jest to spadek w porównaniu z rokiem 2003, kiedy odnotowano 3,4 mln mieszkań spółdzielczych. Z kolei w zasobie mieszkań komunalnych w 2017 r. znajdowało się 868 tysięcy mieszkań i był to spadek w porównaniu z rokiem 2003 aż o 34% (zob. tab. 10). Największy spadek mieszkań komunalnych odnotowano w 2013 r. - 12,0%. Najmniej mieszkań w 2017 r. znajdowało się w zasobie TBS oraz zakładów pracy, odpowiednio 99,2 tys. mieszkań i 76,4 tys. mieszkań. W przypadku zasobów mieszkaniowych TBS jest to wzrost o 110,9% w stosunku do roku 2003, natomiast zasoby mieszkaniowe zakładów pracy skurczyły się w tym czasie sześciokrotnie.

Rozwój zasobów mieszkaniowych można rozpatrywać w dwóch aspektach. Pierwszy z nich to budowa nowych mieszkań, drugi natomiast to inwestowanie w zasoby już istniejące.

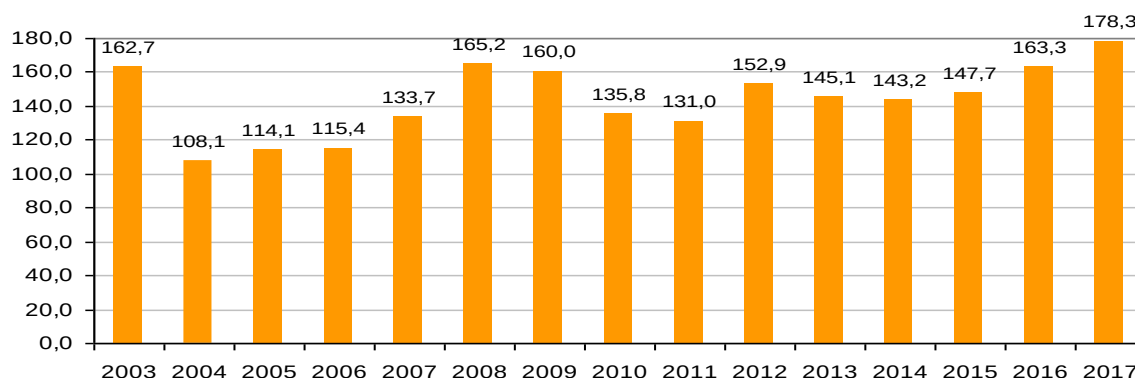
²¹⁴ Ibidem.

²¹⁵ Małkowska A., Marona B., *Podstawy gospodarowania nieruchomościami*, Wyd. UE, Kraków 2012.

Budowa nowych mieszkań zależy od takich czynników jak dostępność terenów budowlanych, ich ceny, polityka władz lokalnych w zakresie mieszkalnictwa, dogodne warunki dla deweloperów²¹⁶. Oczywiście nie bez wpływu pozostaje sytuacja ekonomiczna kraju oraz stopień zaangażowania państwa w politykę mieszkaniową. Lokalna sytuacja mieszkaniowa zależy jednak przede wszystkim od sprawności systemu zarządzania substancją mieszkaniową oraz miejsca problemów mieszkaniowych w hierarchii spraw ważnych dla władz samorządowych²¹⁷.

Przy analizie ryzyka wystąpienia gwałtownego szoku na rynku mieszkaniowym, szczególne znaczenie ma elastyczność podaży nowych mieszkań względem szoków popytowych. Informuje ona, jak szybko sektor deweloperski może dostosować się do zwiększonego popytu, a rynek uniknąć ryzyka nadmiernego wzrostu cen. Miernikiem napięć może być porównanie liczby pozwoleń na budowę i mieszkań w trakcie realizacji z wielkością mieszkań oddanych do użytku.

Rysunek 6. Liczba mieszkań w tys. szt. oddanych do użytkowania w Polsce w latach 2003-2017



Źródło: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/przemysl-budownictwo-srodki-trwale/budownictwo/budownictwo-mieszkaniowe-w-okresie-styczen-grudzien-2017-roku,5,74.html>, 2018.

Silny wzrost popytu na rynku mieszkaniowym, w zasadzie w całym okresie 2003-2017, poza pewnymi wahaniami (spadkami) notowanymi w latach 2010-2011 wpływał pozytywnie na sytuację firm deweloperskich. Jednakże liczba nowo oddanych do użytkowania mieszkań kształtowała się w badanym okresie na różnym poziomie (rys. 6)

W 2017 roku oddano do użytku 178,3 tysiąca mieszkań, to jest o 9,6% więcej niż w 2003 roku. Najwięcej mieszkań w badanym okresie oddawano w latach: 2003, 2008-2009,

²¹⁶ Doganowski R., *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa 2012.

²¹⁷ Sikora-Fernandez D., *Identyfikacja ograniczeń w efektywnym zarządzaniu komunalnymi zasobami mieszkaniowymi w Łodzi – propozycje zmian*, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica 243, Łódź 2010, s. 181.

2016-2017 (rys. 6). W pozostałych latach ilość mieszkań oddawanych ogółem jest znacznie poniżej 160 tysięcy rocznie.

Dodatnią dynamikę oddanych mieszkań rok do roku, obserwowano w latach 2004-2008 oraz 2014-2017. W tych latach możemy mówić o korzystnej koniunkturze w zakresie podaży nowych mieszkań na rynku. Podaż nowych mieszkań kształtuje się podobnie jak liczba decyzji o pozwoleniu na budowę wydanych w Polsce w tym samym okresie.

Okresem spadku podaży mieszkań oraz liczby pozwoleń na budowę wydanych w Polsce są lata 2009-2011. Jest to okres słabej koniunktury makroekonomicznej wywołanej kryzysem finansowym panującym na całym świecie.

W okresie od 2003 roku do 2017 roku inwestorzy indywidualni oddali do użytku najwięcej mieszkań w 2003 roku, tj. 118 tysięcy. Jest to o około 30% więcej niż w 2017 roku (82,6 tys. mieszkań). Inwestorzy indywidualni w latach 2003-2017 oddali w sumie 1 153 617 mieszkań, co stanowi 50,8% ogólnej liczby oddanych mieszkań do użytku. Średniorocznie oddawano 76,9 tys.

Deweloperzy w okresie od 2003 roku do 2017 roku najwięcej mieszkań oddali do użytku w 2017 roku tj. 89,8 tysięcy mieszkań i jest to wzrost o 267,7% w porównaniu z rokiem 2003 (tab. 11). Od 2003 roku następuje systematyczny wzrost ilości mieszkań deweloperskich oddawanych do użytku, co świadczy o tym, że gospodarstwa domowe coraz bardziej preferują zakup lub wynajem mieszkania. Świadczy to też o dobrej koniunkturze w tym segmencie budownictwa mieszkaniowego. W latach 2003-2017 deweloperzy oddali do użytku w sumie 816,5 tysiąca mieszkań, co stanowi 40% ogólnej liczby oddanych mieszkań do użytku. Średniorocznie deweloperzy oddawali 54,4 tysiąca mieszkań.

Najwięcej spółdzielczych mieszkań oddano w 2003 roku, tj. blisko 12 tysięcy. W kolejnych latach następuje sukcesywny spadek mieszkań spółdzielczych oddawanych do użytku, do poziomu zaledwie 2 376 w 2017 roku. Od 2003 roku do 2017 roku oddano w sumie 90 tysięcy mieszkań spółdzielczych (średnio 6 tys. rocznie) co stanowi 4,4% ogólnej liczby mieszkań oddanych do użytku w tym okresie.

Pozostałe mieszkania (mieszkania komunalne, mieszkania społeczno-czynszowe) podobnie jak mieszkania spółdzielcze wykazywały wyraźną tendencję spadkową (tab. 11).

Lokale socjalne są formą pomocy Państwa dla osób nie mogących samodzielnie utrzymać mieszkania z powodu ubóstwa lub dla osób bezdomnych. Obowiązek ich zapewnienia (najmu) spoczywa na gminie. W 2017 r. w zasobach gminnych było 98,6 tys. lokali socjalnych o łącznej powierzchni 3 257,3 tys. m². W 2017 r. na najem zasobów gminnych (z wyłączeniem lokali zamiennych i pomieszczeń tymczasowych) oczekiwało 154 tysiące gospo-

darstw domowych. Z ogólnej liczby oczekujących na najem zasobów gminnych na mieszkania komunalne oczekiwało 63,8 tysięcy gospodarstw domowych (co stanowi 41,4% ogółu gospodarstw oczekujących na najem lokali), a na lokale socjalne - 90,2 tysiące gospodarstw domowych, w tym 53,5 tysiąca gospodarstw w ramach realizacji wyroków eksmisyjnych²¹⁸.

Tabela 11. Liczba oddanych do użytkowania mieszkań w Polsce w podziale na formy budownictwa w latach 2003-2017

Rok	Zasoby mieszkaniowe:				Dynamika mieszkań ogółem	
	Indywidualne	Deweloperzy	Spółdzielcze	Komunalne	rok poprzedni =100%	rok 2003 =100%
2003	118 034	23 844	11 957	8 851	-	100,0
2004	64 858	24 230	9 432	9 597	62,1	62,1
2005	63 279	33 047	8 222	9 518	105,5	70,1
2006	57 594	37 960	9 032	10 767	101,1	70,9
2007	71 643	45 653	8 240	8 162	115,9	82,2
2008	83 338	66 703	8 647	6 501	123,5	101,5
2009	71 971	72 326	7 260	8 445	96,8	98,3
2010	70 441	53 505	5 052	6 837	84,9	83,5
2011	73 553	48 814	3 786	4 801	96,4	80,5
2012	81 050	63 586	4 194	4 074	116,8	94,0
2013	81 228	56 447	3 493	3 968	94,9	89,2
2014	76 129	59 065	3 490	4 482	98,6	88,0
2015	79 758	62 420	2 115	3 418	103,2	90,8
2016	78 062	79 160	2 707	3 396	110,6	100,4
2017	82 679	89 817	2 376	3 386	109,1	109,6

Źródło: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/przemysl-budownictwo-srodki-trwale/budownictwo/budownictwo-mieszkaniowe-w-okresie-styczen-grudzien-2017-roku,5,74.html>, 2018.

W sierpniu 2018 r. weszła w życie *Ustawa o ułatwieniach w przygotowaniu i realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji towarzyszących* (Dz. U. z dnia 7 sierpnia 2018 r., poz. 1496), która zgodnie z intencją ustawodawcy powinna przyspieszyć i uprościć proces inwestycyjny. Określone w ustawie inwestycje mieszkaniowe (co najmniej 25 lokali mieszkalnych lub 10 domów jednorodzinnych) będzie można realizować niezależnie od ustaleń MPZP, ale zgodnie z ustaleniami studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego gminy. Szczególne ułatwienia mają dotyczyć terenów, które w przeszłości były wykorzystywane jako tereny kolejowe, wojskowe, produkcyjne lub usług pocztowych, a obecnie funkcje te nie są na tych terenach realizowane²¹⁹.

Zgodnie z zapisem w ustawie na tych terenach, najczęściej należących do Skarbu Państwa, będzie można zrealizować inwestycję mieszkaniową niezgodną ze studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego gminy. W przypadku, gdy nie uchwalono MPZP inwestor, który zdecyduje się na skorzystanie z ustawy, będzie mógł uzyskać pozwo-

²¹⁸ GUS, *Gospodarka mieszkaniowa 2017 r.*

²¹⁹ NBP, *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości...*, s. 34.

lenie na budowę na podstawie gminnej uchwały o ustaleniu lokalizacji inwestycji mieszkaniowej, a nie – jak dotąd – decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu²²⁰.

Nie tylko liczba mieszkań określa zaspokojenie podstawowych potrzeb bytowych w tym zakresie, ale również ich standard wyposażenia charakteryzuje warunki, w jakich żyją ich użytkownicy. Różnice między wsią a miastem w tym zakresie występowały zawsze, ale ostatnie dwudziestolecie było okresem intensywnego rozwoju niektórych elementów infrastruktury technicznej na terenach wiejskich, związanej z powstaniem autentycznego samorządu gminnego, który był głównym inwestorem w rozwoju gminnej sieci drogowej, wodociągowej i kanalizacyjnej. Duże rozproszenie sieci osiedleńczej, charakteryzujące polską wieś, nie sprzyja wyrównywaniu warunków dostępu do określonych elementów infrastruktury. W wielu przypadkach ze względów ekonomicznych nieopłacalne jest tworzenie sieci określonych mediów²²¹.

Od 2003 roku do 2017 roku wybudowano w sumie 1 461,8 tys. mieszkań w mieście i na wsi. Średniorocznie budowano 97,4 tys. mieszkań ogółem (tab. 12).

Tabela 12. Liczba wybudowanych mieszkań w podziale na mieszkania w domach wielorodzinnych i indywidualnych, w miastach i na wsi w Polsce w latach 2003-2017

Rok	Mieszkania wybudowane:					Mieszkania wybudowane w mieście w tys. szt.	
	Ogółem tys. szt.	w tym mieszkania w mieście		w tym mieszkania na wsi		Wielorodzinne	Indywidualne
		w tys.	zmiana r/r (%)	w tys.	zmiana r/r (%)		
2003	94,4	71,9	-	22,5	-	58,0	13,9
2004	76,1	53,2	-26,0	22,9	1,8	38,0	15,2
2005	67,1	49,3	-7,3	17,8	-22,3	34,2	15,1
2006	62,1	45,3	-8,1	16,8	-5,6	31,3	14,0
2007	73,7	55,2	21,8	18,5	10,1	38,5	16,7
2008	80,6	61,6	13,4	19,0	2,7	42,2	12,4
2009	82,0	64,5	4,7	17,4	8,4	47,6	16,9
2010	87,8	79,8	23,6	18,0	3,4	51,2	18,6
2011	106,1	86,1	20,4	20,0	11,1	63,2	22,9
2012	97,6	71,1	-17,4	26,5	32,5	43,7	27,4
2013	162,6	93,5	31,5	29,1	9,8	43,2	50,3
2014	108,6	72,5	-22,4	35,6	22,3	41,4	31,1
2015	114,1	77,7	7,1	36,4	2,2	48,0	29,7
2016	115,2	80,1	3,1	35,1	-3,6	54,5	25,6
2017	133,8	88,4	10,4	45,4	29,3	58,7	29,7

Źródło: GUS, *Gospodarka mieszkalna*, Roczniki statystyczne 2003-2018.

W latach 2003-2017 wybudowano w mieście 693,7 tys. mieszkań wielorodzinnych co stanowi 67% wszystkich mieszkań wybudowanych w mieście. Najwięcej mieszkań wielorodzinnych w mieście wybudowano w 2003 r.: 58 tys. mieszkań oraz w 2017 r.: 58,7 tys.

²²⁰ Tamże, s. 35.

²²¹ Ciura G., *Warunki życia*..., s. 159-178.

mieszkań. Z kolei mieszkań jednorodzinnych w mieście w badanym okresie wybudowano 339,5 tys., co stanowi 33% ogółu. W tym okresie widać stopniowy wzrost ilości budowanych mieszkań w mieście. Bardziej stabilna liczba nowobudowanych mieszkań w mieście dotyczyła mieszkań wielorodzinnych niż jednorodzinnych, gdyż współczynnik zmienności dla tej wielkości wynosił 20,3% dla mieszkań wielorodzinnych i 44,5% dla jednorodzinnych.

W latach 2003-2017 wybudowano 381 tys. sztuk mieszkań na wsi, co stanowi około 27% ogólnej liczby wybudowanych mieszkań.

Ocena wartości użytkowej mieszkania uzależniona jest w dużym stopniu od rodzaju zabudowy, w jakiej to mieszkanie występuje. Rodzaj zabudowy określa warunki organizowania życia przez rodzinę. Na standard zabudowy wpływają takie czynniki, jak: wysokość budynku, jedno- czy wielorodzinne, prywatność życia rodzinnego. Rodzaj zabudowy wynika m.in. z tradycji, zróżnicowanych koncepcji architektonicznych kształtujących się na przestrzeni lat, lokalnych warunków geologicznych, a także akceptacji społecznej. W Europie można wyróżnić grupę państw o przewadze mieszkań w zabudowie jednomieszkaniowej (m.in. Dania, Francja, Holandia, Węgry), a zdecydowanym liderem w tym zakresie jest Wielka Brytania, w których zabudowa jednomieszkaniowa stanowi ponad 80% zasobów²²².

Na sytuację na rynku mieszkaniowym wpływa w szczególności reakcja podaży na presje cenowe i popytowe. Ograniczenia podaży, które wiążą się z powolną zmianą wolumenu mieszkań w reakcji na ceny, mogą wydłużać okresy wysokiej i niskiej koniunktury oraz prowadzić do większej zmienności cen²²³. Z drugiej strony wysoka wrażliwość podaży na presje cenowe oznacza, że gwałtowne wzrosty cen nieruchomości przekładają się na wyższą aktywność budowlaną. Rosnąca podaż hamuje wprawdzie wzrost cen ale sprawia, że skutki makroekonomiczne korekty cen nieruchomości i jednoczesnego spadku wolumenu produkcji mieszkaniowej są znacznie bardziej dotkliwe²²⁴.

W Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 mieliśmy do czynienia z trzema fazami w zakresie kształtowania się podaży mieszkań. Pierwsza faza dynamicznego wzrostu podaży miała miejsce w latach 2003-2008. Podaż nowo oddanych do użytku mieszkań wzrosła wówczas z 145 tys. mieszkań w 2003 r. do 207 tys. mieszkań w roku 2008. W tym dosyć krótkim okresie nastąpił zatem wzrost podaży mieszkań o blisko 43%. Było to spowodowane między innymi łatwym dostępem do kredytu oraz relatywnie niskimi stopami procentowymi (co będzie

²²² Wilczek M.T., *Standard mieszkaniowy w Polsce na tle państw sąsiednich, członków Unii Europejskiej*, UE, Katowice 2012, s. 203.

²²³ Małkowska A., Marona B., *Podstawy gospodarowania nieruchomościami*, Wyd. UE, Kraków 2012.

²²⁴ Cunningham R., Kolet I., *Housing Market Cycles and Duration Dependence in the United States and Canada*, Bank of Canada 2008.

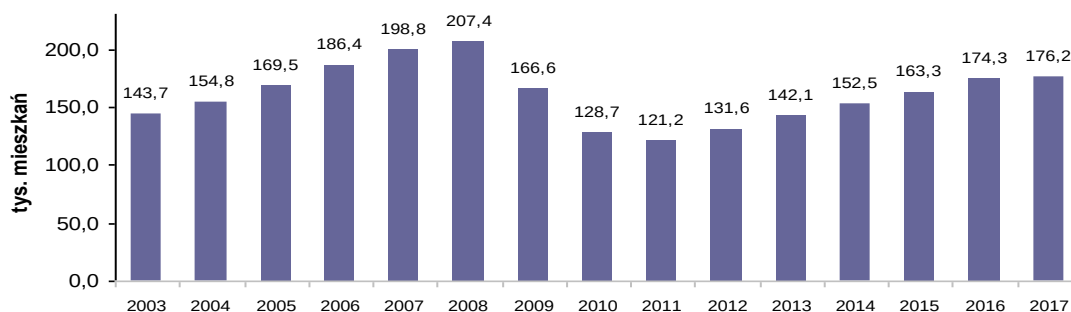
przedmiotem rozważań w dalszej części pracy). Podaż mieszkań wykazuje naturalną sztywność, która wywołana jest wyjątkowo wysoką kapitałochłonnością nieruchomości, długim cyklem realizacji, a także uwarunkowaniami prawnymi wynikającymi z wymogów zagospodarowania przestrzennego i dostępności gruntów²²⁵. Rozpoczęte inwestycje muszą być dokończone, nawet w sytuacji widocznej zmiany koniunktury, czy wręcz głębokiego załamania koniunktury na rynku nieruchomości oraz kryzysu gospodarczego. W Wielkiej Brytanii wzrost gospodarczy załamał się z poziomu 5,6% w grudniu 2007 r. do -4,9% na koniec 2008 r. (w cenach nominalnych). Już w 2007 roku wystąpiły poważne symptomy załamania koniunktury na rynku nieruchomości, ale pomimo to w 2008 r., podaż mieszkań zanotowała kolejny rekordowy poziom²²⁶. Deweloperzy dopiero z rocznym opóźnieniem zareagowali na nową sytuację, bardzo znacząco redukując skalę realizowanych inwestycji mieszkaniowych. W efekcie w roku 2009 radykalnie spadła liczba nowo oddawanych do użytku mieszkań, tj. do poziomu 166,6 tysięcy. W kolejnych latach obserwowaliśmy dalszy spadek podaży - do około 121,2 tysięcy mieszkań w roku 2011. Pomiędzy rokiem 2008 (szczyt podaży), a rokiem 2011 (dołek podaży), czyli w fazie kryzysu na rynku nieruchomości, liczba nowo oddawanych mieszkań skurczyła się o około 41%. Głęboki spadek podaży nieruchomości mieszkaniowych był spowodowany obawą firm budowlanych odnośnie do znaczącej redukcji popytu na nieruchomości mieszkaniowe, wobec zaostrzenia przez banki kryteriów dostępu do kredytu. Druga faza wzrostowa podaży nieruchomości mieszkaniowych w latach 2012-2017 była efektem poprawy warunków makroekonomicznych, tj. głównie powrotu do wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii, już od 2010 r. Wpływ na zwiększenie się liczby nieruchomości mieszkaniowych oddanych do użytku miały także rządowe programy wsparcia²²⁷. Niemniej, dynamika wzrostu podaży mieszkań w latach 2012-2017, była znacznie niższa, niż w latach 2003-2008 (rys. 7).

²²⁵ Kucharska-Stasiak E., *Rynek nieruchomości ...*, s. 6.

²²⁶ Kohlert D., *The determinants of regional real estate returns in the United Kingdom: a vector error correction approach*, Journal of Property Research, Vol. 27, No. 1.

²²⁷ Po kryzysie na rynku nieruchomości uruchomiono programy wsparcia budownictwa mieszkaniowego polegające m.in. na: dopłatach dla deweloperów za budowanie tak zwanych „startowych mieszkań” przeznaczonych dla tych, którzy kupują swoje pierwsze mieszkanie; pomocy dla około 135 tys. gospodarstw domowych w programie „Pomoc w zakupie, częściowa własność”. Chodzi o wsparcie dla gospodarstw domowych zarabiających mniej niż 80 tys. funtów (90 tys. w Londynie). Program polega na łączeniu własności z czynszem za wynajem. Uruchomiono także program budowy mieszkań publicznych (rządowych i samorządowych) na wynajem.

Rysunek 7. Liczba nieruchomości mieszkaniowych oddanych do użytku w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: National Statistics, Mortgage Office Shaftesbury, 2018

Tabela 13. Nowo oddane mieszkania w krajach Zjednoczonego Królestwa w latach 2003-2017

Rok	Budownictwo mieszkaniowe:					Dynamika rok poprzedni=100%				
	Wielka Brytania	Anglia	Walia	Szkocja	Płn. Irlandia	Wielka Brytania	Anglia	Walia	Szkocja	Płn. Irlandia
2003	190 590	143 960	8 300	23 820	14 510	-	-	-	-	-
2004	205 400	155 890	8 490	26 470	14 540	107,7	108,3	102,3	111,1	100,2
2005	210 320	163 400	8 250	24 960	13 710	102,4	104,8	97,2	94,2	94,3
2006	215 220	167 680	9 330	24 280	13 930	102,3	102,6	113,1	97,3	101,6
2007	215 860	170 610	8 660	25 790	10 800	100,3	101,7	92,8	106,2	77,5
2008	178 560	140 990	7 120	21 020	9 430	82,7	82,6	82,2	81,5	87,3
2009	151 230	119 910	6 170	17 130	8 020	84,7	85,0	86,7	81,5	85,0
2010	136 040	107 870	5 510	16 450	6 210	90,0	90,0	89,3	96,0	77,4
2011	145 830	118 510	5 580	16 040	5 720	107,2	109,9	101,3	97,5	92,1
2012	133 050	107 980	5 450	14 100	5 530	91,2	91,1	97,7	87,9	96,7
2013	138 620	112 330	5 840	15 140	5 320	104,2	104,0	107,2	107,4	93,0
2014	153 080	124 640	6 170	16 770	5 500	110,4	111,0	105,6	110,8	103,4
2015	169 280	139 710	6 900	16 890	5 780	110,6	112,1	111,8	100,7	105,1
2016	178 960	148 360	6 830	17 300	6 470	105,7	106,2	99,0	102,4	111,9
2017	192 090	160 560	6 660	17 770	7 100	107,3	108,2	97,5	102,7	109,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/>

Nierównowaga na rynku nieruchomości może nieść silne reperkusje dla całej gospodarki krajowej. Chociaż nieruchomości nie występują w sposób wyraźny w modelach wzrostu gospodarczego, powiązania między rynkiem nieruchomości a całą gospodarką są widoczne²²⁸. Każdy wzrost sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych może wzmocnić fazę wzrostu w całej gospodarce. Również przeinwestowanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych może wywołać efekty negatywne dla stabilności gospodarki.

Dane zawarte w tabeli 13 ukazują, jak kształtowało się budownictwo mieszkaniowe w Wielkiej Brytanii oraz w poszczególnych krajach należących do Zjednoczonego Królestwa w latach 2003-2017. W latach 2003-2007 wzrastała wielkość budownictwa mieszkaniowego (nowo oddanego do użytku), jednak od 2008 roku do 2010 roku następuje załamanie podaży

²²⁸ Mueller G.R., Burns F.L., *Real Estate Space Market Cycles*, Cycle Monitor-Real Estate Market Cycles, Dividend Capital Group, Inc. Second Quarter 2006 Analysis, 2007.

nieruchomości mieszkaniowych. Jego przyczyną był światowy kryzys finansowy, ale bezpośrednio tzw. bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii. Był to gwałtowny i szybki wzrost cen aktywów, który powodował oczekiwania dalszego wzrostu cen i przyciągał nowych inwestorów. Jak wiadomo, mieszkania są z jednej strony dobrem konsumpcyjnym a z drugiej strony dobrem inwestycyjnym²²⁹.

Od 2011 roku następuje wzrost budownictwa mieszkaniowego (oddanego do użytku) w Wielkiej Brytanii. W roku 2017 osiągnięto poziom budownictwa mieszkaniowego z 2003 roku, ale tylko dla całej Wielkiej Brytanii oraz Anglii. Natomiast państwa takie jak Walia, Szkocja oraz Irlandia Północna nie osiągają poziomu z 2003 roku. Banki finansowały nie tylko stronę popytową ale również i podażową, czyli deweloperów. Wzrastające ceny oraz łatwy dostęp do kredytu zachęcają gospodarstwa domowe do zakupu nieruchomości mieszkaniowych, natomiast deweloperów do podejmowania ryzykownych inwestycji. Podaż mieszkań w Polsce i w Wielkiej Brytanii w badanym okresie była różna ponieważ wpływały na nie czynniki makroekonomiczne o charakterze egzogenicznym (kryzys finansowy i jego konsekwencje, a wcześniej „dmuchanie” bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowej. Obydwa porównywane rynki charakteryzują się wewnętrzną specyfiką i to ta specyfika oraz determinanty endogeniczne wpływały na zmienność podaży mieszkań. Rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii jest związany siecią zależności z innymi sektorami gospodarki (zwłaszcza sektorem bankowym), dlatego analizując sektor mieszkaniowy należy brać pod uwagę różne podmioty działające na tym rynku oraz wewnętrzne powiązania. W efekcie powstają nowe, istotne oddziaływania mające wpływ na sektor nieruchomości i jego otoczenie, jakim jest gospodarka narodowa. Sektor nieruchomości mieszkaniowych korzysta z kredytów bankowych. Jakość kredytów hipotecznych oraz ich wolumen należy stale monitorować, by nie stanowiły zagrożenia dla stabilności sektora bankowego.

²²⁹ Malpezzi S., Mayo S.K., *Housing and Urban Development Indicators: A Good Idea Whose Time Has Returned*, Real Estate Economics, Vol. 25, 1997.

Rozdział 4.

SEKTOR BANKOWY JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

4.1. Bankowe instrumenty finansowe na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Bank jest rdzennym elementem gospodarki. Zadania, jakie w niej spełnia, warunkują możliwość jej funkcjonowania. Literatura wskazuje trzy podstawowe funkcje pełnione przez bank w gospodarce narodowej: udział w kreacji pieniądza, dokonywanie alokacji i transformacji środków, udział w społecznym podziale pracy²³⁰.

W podstawowym tradycyjnym modelu bank jest pośrednikiem między podmiotami nadwyżkowymi (posiadającymi oszczędności) a podmiotami deficytowymi (wykazującymi niedobór środków finansowych), zainteresowanymi zaciąganiem kredytów. Zadaniem banków jest zatem kreacja pieniądza bankowego: udzielanie kredytów z przyjętych depozytów, co w konsekwencji prowadzi do wzrostu wkładów ulokowanych w sektorze bankowym (które z kolei stają się źródłem dla nowych kredytów)²³¹.

Pełnienie funkcji pośrednika finansowego oznacza przejęcie od podmiotów gospodarczych, gospodarstw domowych i innych jednostek wykonywania czynności w zakresie gospodarki finansowej. Społeczny podział pracy uwzględnia m.in. poszukiwanie kredytodawców i kredytobiorców (oraz zbieranie informacji o nich), handel papierami wartościowymi i realizację rozmaitych innych czynności usługowych (pośredniczących). Banki udzielają także swym klientom porad w obszarze zarządzania finansowego (w tym zarządzania ryzykiem). Warto jednak zaznaczyć, że funkcja rzetelnego doradztwa (oparta na transparentnym i wiarygodnym komunikowaniu się bankowców z klientami) wciąż nie jest dostatecznie rozwinięta²³². Jak podkreślono, głównym zadaniem banków będących podstawowym elementem systemu finansowego, jest alokacja zasobów. Aby zadanie to mogło być wykonane, system finansowy musi spełnić kilka podstawowych funkcji, są to:

²³⁰ Jaworski W., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, wyd. II, Poltext, Warszawa 2004, s. 21.

²³¹ Freixas X., Rochet J.-C., *Mikroekonomia bankowa*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 7.

²³² Szambelańczyk J., *Stabilność systemu bankowego a paradygmat bankowości*, *Finanse*, nr 1 (2), Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2010, s. 38-65.

- 1) rozliczanie i dokonywanie płatności dla ułatwienia wymiany dóbr i usług;
- 2) agregacja funduszy w celu finansowania różnej wielkości projektów;
- 3) transfer zasobów ekonomicznych w czasie, przestrzeni i między branżami;
- 4) dostarczanie sposobów zarządzania niepewnością i kontroli ryzyka;
- 5) rozpowszechnianie informacji o cenach dla celów podejmowania decyzji w różnych sektorach gospodarki;
- 6) dostarczanie sposobów rozwiązywania problemów asymetrii informacji oraz motywacji, powstających przy tworzeniu kontraktów finansowych²³³.

Tabela 14. Funkcje realizowane przez banki

Podstawowe funkcje	Sposób wykonywania funkcji przez banki
Przeprowadzanie i rozliczanie płatności	dostarczają podstawowych form płatności (przelewy z rachunku rozliczeniowego, czek, karty płatnicze, wypłata gotówki z bankomatu itp.)
Agregacja i dezagregacja funduszy	zbierają depozyty i inne źródła funduszy, sprzedają fundusze powiernicze i inwestycyjne
Transfer funduszy	udzielają kredytów osobom prywatnym, przedsiębiorstwom i instytucjom rządowym, w różnych miejscach i na różne terminy
Przetwarzanie informacji	pełnią wiele usług polegających na pozyskiwaniu, przetwarzaniu, przechowywaniu i rozpowszechnianiu informacji
Zarządzanie niepewnością i kontrolą ryzyka	ograniczają niepewność związaną z ryzykiem kredytowym, płynnością i ryzykiem stopy procentowej i oferują usługi zarządzania ryzykiem
Zarządzanie problemom agencyjnym powstającym przy zawieraniu kontraktów finansowych	monitorują zdolność kredytową pożyczkobiorców, sygnalizują zmiany w jakości kredytu, dostarczają gwarancji (i akceptów)

Źródło: J.F. Sinkey Jr, *Commercial Bank Financial Management in the Financial-Services Industry*, 6th ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 2002, s. 4.

Banki wpływają na wzrost gospodarczy kraju i na kształt ładu społeczno-gospodarczego. Efektywnie działające banki poprawiają dobrobyt materialny (położenie społeczeństwa), zwiększają dobrobyt konsumentów (pozwalając na korzystniejszy rozkład zakupów w czasie) i przyczyniają się do wzrostu produkcji i wydajności w całej gospodarce²³⁴.

Dodać przy tym należy, że system bankowy może napędzać wzrost gospodarczy, ale jeśli wadliwie funkcjonuje, może powodować zahamowanie wzrostu gospodarczego, a nawet załamanie gospodarcze i prowadzić do niestabilności ekonomicznej²³⁵.

W warunkach gospodarki rynkowej system finansowania nieruchomości mieszkaniowych jest szczególnie ważnym czynnikiem jego funkcjonowania i rozwoju. Mimo różnych nowych mechanizmów i sposobów finansowania inwestycji na rynku mieszkaniowym w dal-

²³³ Merton R.C., *Functional Perspective of Financial Intermediation*, Financial Management, vol. 24, Issue 2, 1995, s. 23-41.

²³⁴ Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, t. 1, PWN, Warszawa 2008, s. 17-18.

²³⁵ Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 55.

szym ciągu najważniejszym instrumentem jest kredyt hipoteczny, a co za tym idzie sektor bankowy. Dostępność do mieszkaniowego kredytu hipotecznego jest jednym z podstawowych uwarunkowań determinujących koniunkturę na rynku mieszkaniowym²³⁶.

Instrumenty finansowe, które banki wykorzystują do finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych, można podzielić na trzy zasadnicze grupy, tj.:

- 1) instrumenty finansujące inwestycje w sferze budownictwa mieszkaniowego, tj. budowę nowych nieruchomości mieszkaniowych (w tym także zakup gruntów) lub adaptację, przebudowę, remonty, rewitalizację już istniejących nieruchomości;
- 2) instrumenty finansujące zakup nieruchomości na rynku pierwotnym i wtórnym oferowane przez banki nabywcom (kredytobiorcom) oraz instrumenty finansujące odsprzedaż nieruchomości bankom (odwrócona hipoteka);
- 3) instrumenty służące do refinansowania akcji kredytowej banków w zakresie mieszkaniowych kredytów hipotecznych.

W zakresie pierwszej w wyodrębnionych grup instrumentów dominują kredyty inwestycyjne oferowane przez banki przedsiębiorstwom deweloperskim i innym podmiotom realizującym inwestycje w sferze budownictwa mieszkaniowego. Przedmiotem zainteresowania w tej części pracy będą instrumenty zaliczane do pozostałych dwóch grup, czyli oferowane nabywcom nieruchomości mieszkaniowych oraz służące do refinansowania akcji kredytowej banków w obszarze kredytów hipotecznych.

4.1.1. Kredyty hipoteczne jako instrumenty finansujące zakup nieruchomości mieszkaniowych

Jak już wcześniej podkreślano, nieruchomości jako dobra bardzo kapitałochłonne wymagają znacznych środków finansowych. Rynkowy system finansowania inwestycji w nieruchomości bazuje na następujących mechanizmach:

- 1) bankowości uniwersalnej,
- 2) bankowości hipotecznej,
- 3) oszczędzania kontraktowego,
- 4) rynku wtórnego (mechanizmie sekurytyzacyjnym)²³⁷.

Mechanizm bankowości uniwersalnej. Portfel kredytów mieszkaniowych (hipotecznych i budowlano-hipotecznych) banków uniwersalnych refinansowany jest głównie z depozytów. Głównym źródłem pochodzenia depozytów są wkłady oszczędnościowe gospodarstw domo-

²³⁶ Głowska G., *Instrumenty finansowe a rynek mieszkaniowy...*, s. 11-26.

²³⁷ Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego*, CeDeWu.PL, Warszawa 2005, s. 123.

wych i pieniądź transakcyjny podmiotów gospodarczych. Banki uniwersalne i komercyjne ponoszą dość wysokie koszty finansowania kredytów z depozytów. W ich przypadku istnieją ograniczone możliwości wygenerowania kapitału na średnio- i długoterminowe kredyty.

Mechanizm banku uniwersalnego w przypadku finansowania rynku nieruchomości, a szczególnie mieszkalnictwa zawiera szereg niedoskonałości, które były przesłanką do poszukiwania mechanizmów alternatywnych. Do tych niedoskonałości należą:

1. refinansowanie mieszkaniowych kredytów hipotecznych (instrumentów długoterminowych) poprzez depozyty klientów (osób fizycznych, przedsiębiorstw) - w znacznej większości bieżące lub krótkoterminowe (do roku) wpływa na zachwianie równowagi pomiędzy terminowością aktywów i pasywów banków i ogranicza ich płynność i wypłacalność;
2. aby zarządzać ryzykiem płynności i spełniać wymogi regulacyjne (dyrektywa CRR i CRD IV) banki ograniczają udział aktywów długoterminowych w formie kredytów mieszkaniowych w strukturze aktywów;
3. aby zminimalizować ryzyko stopy procentowej i przenieść to ryzyko na kredytobiorcę, banki preferują kredyty o zmiennym oprocentowaniu;
4. ponieważ banki dysponują zdywersyfikowaną ofertą, mogą zmieniać swoją aktywność w kredytowaniu rynku nieruchomości mieszkaniowych w zależności od warunków rynkowych (koniunkturalnych) na tym rynku, co często ma charakter procykliczny²³⁸.

Działalność banków uniwersalnych, ich profil działalności, czy też stopień specjalizacji mają swój własny charakter w poszczególnych krajach. Spowodowane jest to uwarunkowaniami historycznymi, kulturalnymi, prawnymi, a w szczególności ekonomicznymi. Współczesne banki uniwersalne poszukują optymalnej dla siebie struktury organizacyjnej i modelu działalności biznesowej (bankowej) pod względem ryzyka i rentowności²³⁹.

Mechanizm bankowości hipotecznej. Wspecjalizowany w udzielaniu kredytów hipotecznych, bank hipoteczny występuje jako pośrednik pomiędzy rynkiem kredytów hipotecznych a rynkiem kapitałowym. Jego podstawowym zadaniem jest udzielanie kredytów hipotecznych na finansowanie rynku nieruchomości (działalność aktywna banków hipotecznych), emisja listów zastawnych o pokryciu w hipotekach ustanowionych na rzecz banku i innych papierach wartościowych refinansujących kredyty hipoteczne oraz nabywanie wierzytelności innych banków (działalność pasywna banków hipotecznych). Ponieważ refinansowanie kre-

²³⁸ Sitek M., *Zarządzanie ryzykiem w procesach finansowania inwestycji w nieruchomości*, Politechnika Częstochowska 2010, s. 32.

²³⁹ Hackethal A., *How unique are US banks? The role of banks in five major financial system*, *Journal of Economics and Statistics* 2001, vol. 221, s. 592-919.

dytów hipotecznych z jednej strony za pomocą depozytów jest mniej kosztowne niż refinansowanie ich listami zastawnymi, z drugiej strony kwoty kredytów w stosunku do depozytów w systemie depozytowym stają się niewystarczające, dlatego rozważa się, czy bankom uniwersalnym, dla których jedną z podstawowych czynności jest emitowanie bankowych papierów wartościowych, nie nadać prawa emisji listów zastawnych²⁴⁰.

Mechanizm oszczędzania kontraktowego. Podstawą tego systemu jest zawieranie specjalnych umów, w których instytucje finansowe zobowiązują się do udzielenia kredytu na finansowanie nieruchomości w zamian za wykonanie określonych zobowiązań oszczędnościowych ze strony przyszłych kredytobiorców. Kredytodawcami są w tym przypadku kasy mieszkaniowe i kasy budowlane. System ten szczególnie dobrze rozwinął się w Niemczech, Francji, Portugalii oraz w Grecji²⁴¹.

W systemie kontraktowym potencjalny kredytobiorca zawiera kontrakt na oszczędzanie uzgodnionej kwoty w określonym czasie, w zamian za zobowiązanie instytucji finansowej do udzielenia, na wcześniej określonych warunkach, kredytu na zakup lub remont mieszkania własnościowego. Model ten charakteryzuje niska stopa oprocentowania kredytów (niższa niż rynkowa). Najsilniejszą stroną modelu kontraktowego jest możliwość utworzenia puli długoterminowych środków przeznaczonych na mieszkalnictwo. Model kontraktowy jest systemem dotacji mieszkaniowych. Jego zaletą jest mobilizacja prywatnych oszczędności dla celów mieszkaniowych, wadą zaś fakt promowania uczestników systemu kontraktowego niezaciągających kredytu, czyli takich, którzy pozostawiają fundusze w systemie przez pewien czas, a potem wycofują je wraz z dotacją, nie biorąc kredytu²⁴².

Podstawy mechanizmu sekurytyzacyjnego. Refinansowanie portfela kredytów mieszkaniowych na rynku wtórnym dokonuje się poprzez:

1. emisję obligacji własnych zabezpieczonych na hipotekach przez bank²⁴³;
2. emisję papierów wartościowych opartych na aktywach wyodrębnionych z bilansu, zabezpieczonych hipoteką przez inny podmiot niż bank udzielający kredytu w wyniku transakcji sekurytyzacji wtórnej.

Natomiast korzyści z przeprowadzania sekurytyzacji dotyczą zwiększenia płynności, ochrony przed ryzykiem zmian stóp procentowych, sprawnego przepływu kapitału od inwe-

²⁴⁰ Gordon K., *Risk assessment in development lending, Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 3, 2003, s. 7-26.

²⁴¹ Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego*..., s. 107-112.

²⁴² Sitek M., *Zarządzanie ryzykiem w*..., s. 32.

²⁴³ Gąsowska A., *Bankowość hipoteczna*, Poltext, Warszawa 2000, s. 34-36.

storów do kredytobiorców, dywersyfikacji portfela inwestorów oraz możliwości ustalania niższej stopy procentowej dla kredytobiorców na rynku pierwotnym²⁴⁴.

Mieszkaniowy kredyt hipoteczny to taki rodzaj kredytu, który jest udzielany zarówno przez banki hipoteczne, jak i banki uniwersalne na długi okres spłaty, ze stosunkowo niskim oprocentowaniem, gdzie zabezpieczeniem wierzytelności jest hipoteka nieruchomości. Istotą tego zabezpieczenia w rzeczywistości jest wartość realna nieruchomości, która zagwarantuje bankowi zwrot udzielonych środków w przypadku braku spłaty kredytu. W praktyce bankowej funkcjonuje ogólna klasyfikacja kredytów hipotecznych pod kątem przeznaczenia, wyróżniająca następujące rodzaje kredytów zabezpieczonych hipoteką:

1. kredyty mieszkaniowe,
2. kredyty konsolidacyjne,
3. kredyty refinansowe²⁴⁵.

Kredyt mieszkaniowy jest przeznaczony na zakup nowej nieruchomości mieszkaniowej bezpośrednio u dewelopera, budowy domu systemem gospodarczym lub sfinansowanie zakupu nieruchomości mieszkaniowej na rynku wtórnym. Celem kredytu konsolidacyjnego jest połączenie (skonsolidowanie) kilku spłacanych kredytów w jeden, często zabezpieczony hipoteką. Dzięki temu spłaca się tylko jedną ratę w jednym banku, zazwyczaj jest ona niższa niż suma spłacanych poprzednio, ale tym samym wydłuża się okres spłaty i w istocie koszt kredytu. Obecnie banki dopuszczają nawet możliwość przewalutowania tych kredytów. Najczęściej takiemu połączeniu podlegają kredyty konsumpcyjne, pożyczki gotówkowe, zadłużenia znajdujące się na kartach kredytowych, kredyty odnawialne oraz limity w osobistych rachunkach. Praktyka bankowa pokazuje, że konsolidacji podlegają kredyty mieszkaniowe²⁴⁶.

Kredyt refinansowy wykorzystywany jest dla zastąpienia kredytu o mało atrakcyjnych warunkach nowym kredytem, np. w innym banku.

W związku z długoterminowością kredytu hipotecznego wiele istotnych czynników związanych z jego spłatą jak: poziom stóp procentowych, sytuacja dochodowa kredytobiorcy czy regulacje prawne mogą ulec poważnym zmianom. Z tego względu banki dostosowują odpowiednie modele kredytowania w zależności od tych parametrów²⁴⁷.

W krajowym systemie bankowym nie istnieje kompleksowy, jednolity podział czy nazewnictwo kredytów. Podmioty będące stronami umowy, mogą same wpływać na kształt umowy i formę kredytu a każdy bank może w dowolny sposób nazywać zawierane umowy.

²⁴⁴ Irwin R. i inni, *Real Estate Handbook*, McGraw-Hill, Inc. 1993, s. 257.

²⁴⁵ Szelańska A., *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 41.

²⁴⁶ Głowska G., *System finansowania nieruchomości...*, s. 91.

²⁴⁷ Białek- Jaworska A., *Modele i kryteria optymalizacji...*, s. 61.

Ze względu jednak na istotne elementy, które zawierają umowy kredytowe, można wyodrębnić kilka ich typów i dokonać klasyfikacji kredytów według określonych kryteriów:

I. Ze względu na przedmiot (przeznaczenie) kredytu wyróżniamy:

- 1) kredyty dla przedsiębiorstw przeznaczone na finansowanie działalności gospodarczej:
 - a. obrotowe - np. w rachunku bieżącym i w rachunku kredytowym, złotowe i walutowe, dyskontowy, akceptacyjny, lombardowy, komercyjny i preferencyjny;
 - b. inwestycyjne - w tym komercyjne i preferencyjne na finansowanie projektów inwestycyjnych, budowlano-mieszkaniowe, samochodowe, na zakup papierów wartościowych.
- 2) kredyty udzielane na cel nieokreślony.

II. Ze względu na okres kredytowania wyróżniamy kredyty:

- 1) krótkoterminowe, udzielane z reguły do 1 roku,
- 2) średnioterminowe, udzielane od 1 roku do 3 lub 5 lat,
- 3) długoterminowe, udzielane powyżej 3-5 lat.

III. Ze względu na formę kredytu wyróżniamy kredyty:

- 1) w rachunku bieżącym;
- 2) w rachunku kredytowym;
- 3) dyskontowy - w formie linii odnawialnej, lub nieodnawialnej kredytu dyskontowego;
- 4) tzw. kredyty kartowe;
- 5) związane ze skupem faktur;
- 6) w formie linii kredytowej nieodnawialnej i odnawialnej;
- 7) rolowane, jeżeli bank wielokrotnie przedłuża termin jego spłaty, terminy te mogą być ustalane z góry, oprocentowanie jest zmienne, ustalane w terminach kolejnych rolowań.

IV. Ze względu na stawkę procentową:

- 1) stałym oprocentowaniu, tzn. kredyt zachowuje jednakową stopę procentową przez cały okres obowiązywania umowy, najczęściej dotyczy to kredytów krótkoterminowych oraz gdy odsetki są naliczane z góry;
- 2) zmiennym oprocentowaniu, tj. stawka rosnąca lub malejąca w zależności od zmian, jakim ulega oprocentowanie kredytu, przy czym bank musi z góry określić warunki zmiany stopy procentowej w umowie;
- 3) stało-zmiennej stopie procentowej²⁴⁸.

²⁴⁸ Czajkowska A., *Kredytowanie przedsiębiorców indywidualnych*, Łódź 2013.

V. Ze względu na preferencyjność:

- 1) komercyjne, przy których koszt ponoszony przez klienta wynika z rachunku ekonomicznego banku, uwzględniającego m.in. koszt pozyskiwania pieniędzy, ryzyko;
- 2) preferencyjne, udzielane na warunkach korzystniejszych niż wynikałoby to z rachunku opłacalności - klient płaci w tym wypadku tylko część odsetek, reszta odsetek jest pokrywana przez różne instytucje np. budżet państwa, Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, Bank Gospodarstwa Krajowego.

Kredyty preferencyjne mogą przewidywać:

- a. ulgi podmiotowe, np. dla absolwentów szkół średnich czy wyższych lub osób niepełnosprawnych rozpoczynających działalność gospodarczą ITP;
- b. ulgi przedmiotowe np. dla sektora MMSP, na inwestycje proekologiczne, energooszczędne, na innowacje, badania i rozwój, agroturystykę.

VI. Ze względu na walutę kredytu:

- 1) złotowe - udzielane i spłacane w walucie krajowej,
- 2) dewizowe (walutowe) wyrażone w walutach obcych, zwykle EUR, CHR, USD, w tym:
 - a. kredyty nominowane w złotych - są wypłacane przez bank w złotych, po kursie z dnia wypłaty i spłaty (tzn. koszt kredytu dewizowego równa się kosztowi oprocentowania i prowizji powiększonemu o stratę na deprecjacji złotego;
 - b. kredyty denominowane lub indeksowane - udzielane w walucie zagranicznej, natomiast wypłata jest w walucie krajowej jako równowartość kwoty kredytu wg kursu obowiązującego w dniu wypłaty, najczęściej kursu danego banku;
 - c. wpłacane i spłacane w dewizach - głównie kredyty na import towarów i usług z zagranicy mogą być spłacane w innej walucie niż waluta kredytu, jeżeli przedsiębiorca prowadzi działalność importowo-eksportową;
 - d. mieszane, np. dwuwalutowe.

VII. Ze względu na sposób przekazywania środków pieniężnych:

- 1) gotówkowe;
- 2) bezgotówkowe.

VIII. Ze względu na sposób spłaty kredytu (kapitału i odsetek):

- 1) w stałych bądź zmiennych ratach kapitałowych;
- 2) stałej lub zmiennej stopie procentowej;

- 3) annuitetowe, w których łączne spłaty kapitału i odsetek są jednakowe, przy czym początkowo kredytobiorca płaci większe odsetki i mniejsze raty kapitałowe, następnie wraz z upływem czasu na skutek zmniejszenia się zadłużenia część odsetkowa zmniejsza się, a zwiększa się udział raty kapitałowej w okresowej spłacie;
- 4) kredyty, w których odsetki są płacone „z góry” bądź „z dołu”.

IX. Ze względu na sposób wykorzystania sumy kredytowej:

- 1) jednorazowo, kredyty w całości wykorzystywane są w określonym w umowie terminie;
- 2) w transzach;
- 3) w ciągleniach, gdy kwota kredytu wykorzystywana jest w dowolnych kwotach i terminach, zależnie od potrzeb kredytobiorcy²⁴⁹.

W praktyce banki coraz częściej oferują przedsiębiorcom różnego rodzaju pakiety, w ramach których mogą zaciągać kredyty lub korzystać z innych form pomocy finansowej. Najważniejszą zaletą tych pakietów są różnorodne możliwości kredytowania, od prostego zadłużenia w rachunku bieżącym, poprzez kredyt obrotowy, na specjalistycznych formach finansowania, jak leasing i faktoring kończąc.

Polskie banki, w tym banki hipoteczne, znajdują się jeszcze na etapie rozwoju w zakresie palety ofert kredytowych, tymczasem rynek brytyjski oferuje szereg nowoczesnych rozwiązań. W Wielkiej Brytanii jest dobrze rozwinięty system hipotek odwrotnych, w których bank przejmuje na własność nieruchomość mieszkaniową, poprzez wypłacanie dotychczasowemu właścicielowi dożywotniej renty w wysokości ustalonej na podstawie wartości nieruchomości mieszkaniowej. W Polsce system ten pojawił się niedawno. Odwrócony kredyt hipoteczny zalicza się do grupy usług zwanych *equity release*, czyli takich, które umożliwiają przeistoczenie nie płynnego kapitału nagromadzonego w nieruchomości mieszkaniowej w aktywa płynne. Kredyt ten jest skierowany przede wszystkim do osób starszych, a jego istotą jest wypłacanie klientowi danej instytucji kredytowej określonej kwoty, której zabezpieczeniem jest hipoteka. Prawo własności nieruchomości mieszkaniowej przechodzi na instytucję udzielającą kredytu w chwili śmierci klienta – właściciela. Ewentualne roszczenia są odzyskiwane od spadkobierców bądź ze sprzedaży nieruchomości mieszkaniowej²⁵⁰.

²⁴⁹ Czajkowska A., *Kredytowanie przedsiębiorców indywidualnych*, Łódź 2013.

²⁵⁰ Rutkowska-Tomaszewska E., *Odwrócony kredyt hipoteczny - lekarstwo na ubóstwo emerytów (seniorów, osób starszych)?*, http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/51744/16_Edyta_Rutkowska_Tomaszewska.pdf, 2018.

4.1.2. Instrumenty refinansowania akcji kredytowej na rynku kredytów hipotecznych

W latach 2005-2008 zaobserwowano w polskim sektorze bankowym bardzo dynamiczny rozwój kredytów mieszkaniowych, których tempo wzrostu przekraczało 50%. Niestety, banki finansowały wzrost akcji kredytowej głównie krótkoterminowymi depozytami złotowymi oraz środkami finansowymi pochodzącymi, z uwagi na duży udział kapitału zagranicznego w polskim sektorze bankowym, od banków-matek. Udział finansowania długoterminowego był relatywnie niewielki. Jeszcze na koniec 2012 r. w pasywach banków środki powyżej roku - w świetle danych Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) - stanowiły zaledwie nieco ponad 1%. Marginalną rolę odgrywały popularne w innych krajach Unii Europejskiej (UE) listy zastawne. To doprowadziło do wzrostu ryzyka w polskim systemie bankowym. Udzielenie długoterminowych kredytów w oparciu o środki krótkoterminowe zwiększyło lukę między strukturą terminową aktywów i pasywów polskich banków²⁵¹.

Wprowadzenie po światowym kryzysie finansowym norm Bazylei III dotyczących płynności krótkoterminowej (LCR - *Liquidity Coverage Ratio*), jak i długoterminowej (NSFR - *Net Stable Funding Ratio*), które zostały implementowane w krajach członkowskich UE do prawa bankowego w ramach dyrektywy CRD IV spowodowało konieczność wdrożenia rozwiązań prawnych w celu szerszego stosowania długoterminowych instrumentów refinansowania akcji kredytowej banków w obszarze kredytów mieszkaniowych. Chodzi przede wszystkim o zmniejszenie trwającego od kilkunastu lat strukturalnego niedopasowania terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów banków, wynikającego z faktu, że banki w Polsce finansują długoterminową akcję kredytową krótkoterminowymi depozytami.

W Wielkiej Brytanii wykorzystanie różnych instrumentów refinansowania akcji kredytowej banków na rynku kredytów hipotecznych jest znacznie bardziej rozwinięte niż w Polsce. Regulacje dotyczące rynku finansowego w Wielkiej Brytanii powstały w wyniku długoletniego rozwoju oraz są uważane za jedne z najbardziej wyważonych, tak by pogodzić stabilność systemu finansowego z dynamiką rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych. Rynek finansowy jest bardzo konkurencyjny i znany z innowacji finansowych. Sukcesy banków i ubezpieczycieli brytyjskich w skali międzynarodowej można po części przypisać ustawodawstwu, które pozwalało na innowacje i przedsiębiorczość²⁵².

²⁵¹ Sitek M., *Analiza systemu refinansowania akcji kredytowej za pomocą depozytów i listów zastawnych*, Zeszyty Nauk. Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, 2015, s. 829-841.

²⁵² Ronald R., *The Ideology of Home Ownership. Homeowner Societies and the Role of Housing*, Houndmills, Palgrave Macmillan, UK 2008.

Finansowanie nieruchomości mieszkaniowych przez banki uniwersalne jest najczęściej realizowane poprzez pozyskiwanie depozytów klientów niefinansowych (osób fizycznych i przedsiębiorstw, jednostek samorządu terytorialnego i innych podmiotów). Pozyskanie takiego źródła finansowania akcji kredytowej nie jest trudne, szczególnie w sytuacji wzrostu ryzyka na rynku finansowym, gdy gospodarstwa domowe wybierają pewne (gwarantowane przez sektor bankowy) depozyty zamiast niepewnych inwestycji na giełdzie, czy w różnego rodzaju funduszach inwestycyjnych. Oparcie finansowania akcji kredytowej w obszarze kredytów hipotecznych (mieszkaniowych) głównie na depozytach ludności i podmiotów gospodarczych - tak jak to ma miejsce w Polsce - rodzi jednak ze sobą określone ryzyko finansowania (*funding risk*). Wynika ono z trzech zasadniczych powodów²⁵³:

- Niedopasowania terminowego aktywów i pasywów. Niedopasowanie terminowe aktywów i pasywów bierze się z finansowania długoterminowych aktywów krótkoterminowymi depozytami. Powstaje w ten sposób zbyt duża luka terminowa między terminami zapadalności aktywów i wymagalności pasywów. Należy zauważyć, że zbyt duże niedopasowanie naraża bank na ryzyko destabilizacji.
- Niedopasowania walutowego (w tym kredytów hipotecznych) i ich źródeł finansowania (pasywów).
- Ryzyka płynności finansowania (*funding liquidity risk*), które według Musakwy²⁵⁴ wiąże się z kosztem uzyskania płynności.

Biorąc pod uwagę strukturę finansowania akcji kredytowej w obszarze kredytów mieszkaniowych w Polsce, ale także w Wielkiej Brytanii, banki powinny dążyć do wydłużenia zobowiązań. Banki powinny zatem finansować się środkami o dłuższym terminie wymagalności - depozytami dwuletnimi czy kilkuletnimi oraz innymi źródłami finansowania, np. obligacjami czy listami zastawnymi o długim (zwykle kilkuletnim) terminie wymagalności (spłaty). Instrumentami, które sprawdzają się w wielu krajach i są dedykowane refinansowaniu mieszkaniowych kredytów hipotecznych, są listy zastawne.

List zastawny jest szczególnym narzędziem pozyskiwania środków pieniężnych, które są przeznaczone na finansowanie długoterminowe, sprzężone z zabezpieczeniem rzeczowym w postaci hipoteki obciążającej daną nieruchomość, która z kolei stanowi zabezpieczenie majątkowe zapewniające spłatę kredytu²⁵⁵.

²⁵³ Ahlswede s. *Bankfunding of Residential Mortgages in the EU*, „EU-Monitor” no. 86, 2011.

²⁵⁴ Musakwa F.T., *Measuring Bank Funding Liquidity Risk*, www.actuaries.org, 2013.

²⁵⁵ Herapolitańska I., Michalski M., *Hipoteka. Listy zastawne. Obligacje hipoteczne*, Twigger, Warszawa 2001.

List zastawny nie ma swojej formalnej definicji. Definiuje go pośrednio dyrektywa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)²⁵⁶. Próbę sformalizowania pojęcia listów zastawnych na gruncie legislacyjnym podjęła KE w ramach konsultacji w zakresie harmonizacji rynku listów zastawnych w UE. Z kolei definicje listu zastawnego funkcjonujące w Polsce są w dużej mierze wynikiem oparcia ich o krajową ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych²⁵⁷. List zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, który emituje bank hipoteczny w celu refinansowania swojej działalności²⁵⁸. Encyklopedia Gazety Prawnej definiuje list zastawny jako emitowany przez bank hipoteczny papier wartościowy, imienny lub na okaziciela, zwykle o stałym oprocentowaniu, będący przedmiotem obrotu giełdowego, stwierdzający zobowiązanie banku hipotecznego do wypłaty okazicielowi oznaczonej sumy pieniędzy w określonym terminie oraz wypłacenia odsetek od tej sumy, w przewidzianych umową terminach i wysokości.

Emisja listów zastawnych gwarantowanych własnym majątkiem jest źródłem gromadzenia przez bank hipoteczny kapitałów, pożyczanych następnie inwestorom na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych pod zastaw hipoteczny. List zastawny może być nominowany w złotych lub w walucie obcej²⁵⁹. Inna definicja mówi, że listy zastawne to dłużne papiery wartościowe, a konkretnie obligacje, które mogą być jedynie emitowane przez banki hipoteczne. Papiery dłużne reprezentują wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone, które płatne są we wskazanych terminach. Bank hipoteczny zobowiązany jest wobec uprawnionego z tytułu listów zastawnych do realizacji określonych świadczeń pieniężnych, na które składa się wypłata odsetek i wykup listów zastawnych, w sposób i w terminach, które są określone w warunkach emisji. W sytuacji emisji materialnej listy zastawne są przechowywane w depozycie u depozytariusza emisji²⁶⁰. Wierzytelności zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach, których eksploatacja nie ma charakteru trwałego (w szczególności złoża kopalin), nie mogą stanowić podstawy emisji hipotecznych listów zastawnych. Hipoteczny list zastawny to pa-

²⁵⁶ Dyrektywa Rady Europy 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. WE L 375/3, 31.12.1985 r., z późn. zm.). Istotną zmianę wprowadzała Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. (Dz.U. WE L 41/35, 13.2.2002 r.).

²⁵⁷ Dżuryk A., *List zastawny a stabilność polskiego systemu finansowego*, Publikacja Europejskiego Kongresu Finansowego, Sopot 2017, s. 62.

²⁵⁸ Heropolitańska I., Michalski M., *Hipoteka. Listy zastawne. Obligacje hipoteczne*, Twigger, Warszawa 2011.

²⁵⁹ http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html

²⁶⁰ Gorlecka E.B., *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, nr 725, Kraków 2006, s. 111-113.

pier wartościowy, dla którego podstawą emisji są zabezpieczone hipotekami wierzytelności banku hipotecznego²⁶¹.

Hipoteczny list zastawny może być emitowany jedynie przez bank hipoteczny i nominowany w złotych lub w walucie obcej w rozumieniu przepisów polskiego prawa dewizowego. Może zostać wyemitowany w postaci dokumentu albo w formie zdematerializowanej. W tym drugim przypadku wszystkie wymagane dane muszą znaleźć się w świadectwie depozytowym lub innym dokumencie wydany osobie uprawnionej. Hipoteczny list zastawny może być również wyemitowany w odcinkach zbiorowych.

Przepisy dotyczące listów hipotecznych regulują również publiczne listy zastawne, z wyłączeniem zapisów w zakresie zabezpieczenia hipotecznego²⁶². Są one emitowane w oparciu o wierzytelności z tytułu kredytów:

- w których kapitał wraz z odsetkami są zabezpieczone gwarancją lub poręczeniem jednostek samorządu terytorialnego, Skarbu Państwa, NBP, rządów lub banków centralnych państw członków UE, OECD, lub Europejskiego Banku Centralnego;
- udzielonych wyżej wymienionym podmiotom²⁶³.

W zakresie którego nie reguluje ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych, a w szczególności w obszarze regulującym zasady emisji, obrotu i wykupu listów zastawnych, stosuje się przepisy prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi²⁶⁴ oraz ustawy o obligacjach²⁶⁵.

Listy zastawne charakteryzują się wysokim poziomem bezpieczeństwa i niskim ryzykiem inwestycyjnym. Wysokie bezpieczeństwo wynika głównie z silnego zabezpieczenia kredytów stanowiących podstawę emisji listów zastawnych, z ustawowo określonym górnym pułapem wskaźnika ekspozycji kredytowej do wartości zabezpieczenia (LTV)²⁶⁶.

Ponadto wycena nieruchomości przez banki hipoteczne jest bardziej konserwatywna. Na wysoki poziom bezpieczeństwa listów zastawnych wpływa też specjalizacja, czyli ograniczenie przedmiotu działalności banków hipotecznych, co zmniejsza ryzyko niewypłacalności emitenta. Bezpieczeństwo listów zastawnych wynika także z pozostawiania aktywów w bilan-

²⁶¹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. z 1997 nr 140 poz. 940 ze zm.).

²⁶² Ofiarski Z., *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, s. 198-200.

²⁶³ <http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/1639>

²⁶⁴ Ustawa z dnia 15 kwietnia 2002 r., Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. nr 49, poz. 447, z późn. zm.).

²⁶⁵ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300, ze zm.), z wyjątkiem przepisów art. 7 ust. 1 i 2 oraz art. 28-39.

²⁶⁶ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych..., op. cit., art. 13.

się banku emitenta²⁶⁷. Rentowność listów zastawnych determinują: jakość kredytowa aktywów banku emitenta oraz kraju pochodzenia emisji. Niskie ryzyko kredytowe listów zastawnych wynika z ustawowego obowiązku nałożonego na emitenta do wielostopniowego zabezpieczenia ich emisji i obrotu.

W przypadku gdy bank hipoteczny refinansuje kredyty różnego pochodzenia, to roszczenia posiadaczy listów zastawnych mają pierwszeństwo przed posiadaczami papierów wartościowych niezabezpieczonych. Na wypadek upadłości banku hipotecznego środki z tytułu egzekucji wierzytelności zapisanych w rejestrze zabezpieczenia listów zastawnych służą tylko zaspokojeniu roszczeń posiadaczy tych papierów²⁶⁸.

O wysokiej jakości kredytowej listów zastawnych decyduje szeroki katalog atrybutów formalno-prawnych. Zostały one potwierdzone empirycznie przez długą nienaganną historię kredytową. Powoduje to bardzo dobre postrzeganie listów zastawnych przez inwestorów. Jednocześnie stanowią one pierwszorzędne narzędzie dla finansowania długoterminowych kredytów hipotecznych²⁶⁹. Dynamiczny wzrost rynku listów zastawnych w okresie globalnego kryzysu finansowego jest kolejnym silnym argumentem za ich odpornością na niekorzystne otoczenie makroekonomiczne²⁷⁰.

Sekurytyzacja (ang. *securitization*) jest jedną z form pozyskiwania kapitału i finansowania działalności kredytowej banków, która polega na przekształceniu aktywów o niskiej płynności (tj. wierzytelności) w aktywa o wyższej płynności (tj. papiery wartościowe)²⁷¹. Sekurytyzację zdefiniować można jako proces łączenia jednorodnych, niepłynnych aktywów finansowych, które następnie usunięte z bilansu inicjatora procesu stanowią zabezpieczenie dla płynnych papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych i umożliwiają jednocześnie przeniesienie ryzyka od inicjatora na inwestorów²⁷².

Sekurytyzacja jest to forma finansowania polegająca na konwersji wyodrębnionej grupy aktywów generujących przewidywalne przepływy pieniężne (np. należności z tytułu kredytów hipotecznych) w papiery wartościowe, które są przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych. Dzięki temu bank pozyskuje środki na dalszą realizację akcji kredytowej (na udzielanie no-

²⁶⁷ Grossmann R., *Overview of Covered Bonds*, w: *European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, VIII 2008.

²⁶⁸ Szelańska A. *Współczesna bankowość...*, s. 157.

²⁶⁹ *The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*, Report for European Commission, DG – Internal Market and Services, London Economics, VIII 2005 r.

²⁷⁰ Dżuryk A., *List zastawny a stabilność polskiego...*, s. 69.

²⁷¹ Balcerowicz-Szkutniak M., Lawędziak B., Szkutniak W., Wolny-Dominiak A., Zakrzewska-Derylak B., *Ryzyko zobowiązań i działań w inwestycjach gospodarczych oraz ubezpieczeniowych. Aspekt modelowania i oceny sekurytyzacji ryzyka*, Wyd. AE w Katowicach, Katowice 2009, s. 78.

²⁷² Kreczmańska-Gigol K., *Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce*. Zeszyt Naukowy Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa 2009, s. 9-19.

wych kredytów hipotecznych). Wykup tychże papierów dłużnych zabezpieczony jest aktywami (np. kredytami hipotecznymi), a spłata papierów dłużnych następuje z przepływów generowanych przez nie. Operacja ma sens, gdy wyemitowane papiery wartościowe są łatwiej zbywalne niż należności, które zamienia się na papiery wartościowe.

Jednym z najczęstszych przykładów sekurytyzacji jest właśnie sekurytyzacja kredytów hipotecznych. To sprzedaż papierów wartościowych zabezpieczonych przepływami z tytułu kredytu hipotecznego (tzn. spłacanych przez kredytobiorców rat) lub sprzedaż całego kredytu do podmiotu zewnętrznego. W ten sposób bank refinansuje kapitał zaangażowany w kredyt hipoteczny. Dla kredytobiorcy proces sekurytyzacji nie ma żadnego znaczenia - raty są spłacane albo do specjalnie wydzielonej spółki albo do funduszy sekurytyzacyjnego.

Istnieją dwa główne modele sekurytyzacji: pozabilansowa i bilansowa. Sekurytyzacja pozabilansowa (właściwa, złożona) polega na wydzieleniu z ogólnej puli aktywów podmiotu jednorodnej grupy aktywów (tj. wierzytelności lub innych aktywów finansowych) stałych lub obrotowych i przekształceniu ich w papiery wartościowe emitowane na rynku kapitałowym (sekurytyzacja sensu *stricto*)²⁷³.

Jeśli sekurytyzacja obejmuje swym zakresem nie tylko operacje związane z emisją papierów wartościowych opartych na wyodrębnionych aktywach, ale i operacje dokonywane na pasywach, z którymi związana jest emisja papierów wartościowych, to wówczas mamy do czynienia z sekurytyzacją sensu *large*²⁷⁴.

W sekurytyzacji pozabilansowej (tj. sekurytyzacji poprzez sprzedaż aktywów) podmiot specjalnego przeznaczenia SPV (*Special Purpose Vehicle*) - w drodze przelewu wierzytelności (cesji) - nabywa od inicjatora wyodrębnioną pulę aktywów, w wyniku czego następuje oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka aktywów będących podstawą emisji papierów wartościowych ABS (*Asset Backed Securities*)²⁷⁵. Sekurytyzacja bilansowa występuje wówczas, gdy podmiot dokonuje transferu ryzyka wyodrębnionego portfela aktywów na spółkę specjalnego przeznaczenia za pomocą instrumentów pochodnych lub gwarancji²⁷⁶.

²⁷³ Mituś A., *Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa krajowego – zarys problematyki*, Prace Naukowe UE we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 286-299.

²⁷⁴ Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 83.

²⁷⁵ Clist A., *Zasady sekurytyzacji*. w: Zombirt J., *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa 1999, s. 79.

²⁷⁶ Bielawska A., *Sekurytyzacja jako technika refinansowania przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej, Koszalin 2008, s. 161-169.

Sekurytyzacja obejmuje więc pewien skomplikowany i wieloetapowy proces, w którym łączy się nie płynne aktywa i na ich bazie emituje papiery wartościowe, które następnie sprzedawane są inwestorom. Stąd procedura sekurytyzacji wymaga:

- określenia metod wyodrębnienia standardów jakości aktywów zabezpieczających finansowanie długu;
- przygotowania emisji instrumentów dłużnych;
- zabezpieczenia ryzyka inwestycyjnego sekurytyzowanych instrumentów²⁷⁷.

Ważnymi podmiotami biorącymi udział w transakcji sekurytyzacyjnej są towarzystwa ubezpieczeniowe oraz agencje ratingowe. Towarzystwa ubezpieczeniowe na podstawie transakcji swapowych zobowiązują się do przejęcia strat w chwili załamania się cen papierów wartościowych będących „produktem” sekurytyzacji. Natomiast do zadań agencji ratingowych należy dokonywanie oceny, na podstawie których, opracowuje się ryzyko oraz wycenia się emitowane papiery wartościowe. Rating SPV w dużej mierze zależy od banku inicjatora. Kontrahenci dokonujący zakupu papierów wartościowych przejmują ryzyko instrumentów bazowych, jak i inicjatora²⁷⁸.

Sekurytyzacja polegająca na wykorzystaniu szerokiej grupy instrumentów opartych na aktywach oferuje dużą korzyść w postaci osiągnięcia dodatkowych środków pieniężnych, jak również jest idealnym narzędziem służącym do zarządzania ryzykiem. Ryzyko kredytowe można kontrolować w trojaki sposób. Po pierwsze może ono zostać rozdzielone i przekazane innym podmiotom, które za odpowiednią opłatą są w stanie ją przyjąć. Po drugie ekspozycja na ryzyko może zostać zmieniona przez inwestycję środków zdobytych dzięki sekurytyzacji w mniej ryzykowne przedsięwzięcie. Wreszcie, dzięki sekurytyzacji istnieje możliwość dywersyfikacji tych elementów bilansu, które obciążone są ryzykiem zaangażowania²⁷⁹.

Banki będące inicjatorami sekurytyzacji mogą wykorzystywać ten proces do:

- refinansowania akcji kredytowej alternatywnego do depozytów klientów;
- minimalizowania niedopasowania zapadalności aktywów i wymagalności pasywów oraz poprawy struktury aktywów, oraz poprawy wskaźników kapitałowych;
- osiągania dodatkowych zysków z tworzenia coraz to nowych aktywów, poprawy jakości zarządzania ekspozycjami w poszczególnych sektorach lub domenach działalności²⁸⁰.

²⁷⁷ Pyka I., *Finansowanie banków przez sekurytyzację aktywów*, w: Sikorski J. (red.), *Banki a rozwój przedsiębiorczości w Polsce*, t. II, Wyd. Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2003, s. 137-145.

²⁷⁸ *Global Credit Derivatives Survey: Risk Dispersion Accelerates*, Special Report Fitch Ratings, 2005.

²⁷⁹ Gudkova S., *Sekurytyzacja należności...*, s. 91.

²⁸⁰ Zombirt J., *By sekurytyzacja była możliwa*, Bank, Nr 5, 2002, s. 20.

Dokonywanie finansowania przez sekurytyzację zwiększa elastyczność w działalności banku. Powoduje rozwój banku bez powiększania kapitałów własnych. Zwiększa rozmiary działalności banku, może prowadzić do poprawy jakości usług oraz wyników finansowych²⁸¹. Banki hipoteczne powinny przeprowadzać sekurytyzację ze względu na długoterminowy charakter kredytów hipotecznych i z koniecznością utrzymywania znacznego poziomu kapitału regulacyjnego. Usuwanie aktywów poza bilans banku hipotecznego pozwala na uzyskanie lepszych wskaźników wypłacalności bez potrzeby gromadzenia dodatkowego kapitału własnego. W przypadku banku hipotecznego, gdzie ryzyko kredytowe, walutowe i stopy procentowej jest takie samo przy kredytach hipotecznych jak dla banków uniwersalnych, koncentracja i specjalizacja powoduje wzrost znaczenia zarządzania ryzykiem, stąd jeszcze większego znaczenia nabierają sposoby jego transferu poza bank²⁸².

Wzrost zainteresowania sekurytyzacją może wiązać się zarówno z kwestiami regulacyjnymi, podatkowymi, jak również z postępem w zakresie informatycznych technologii przetwarzania danych dotyczących wyodrębnienia aktywów finansowych oraz redukcji asymetrii informacyjnej pomiędzy bankiem jako kredytodawcą i kredytobiorcą²⁸³.

4.1.3. Wykorzystanie mechanizmów refinansowania kredytów hipotecznych przez banki w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Sektor finansowy Wielkiej Brytanii do XIX wieku był zdominowany przez założony w 1694 roku Bank Anglii. Małe banki lokalne i londyńskie banki koncentrowały się głównie na dystrybucji obligacji rządowych. Ich słabość prowadziła do licznych kryzysów bankowych. W wyniku jednego z nich umożliwiono funkcjonowanie bankowych spółek akcyjnych, ułatwiając im pozyskiwanie kapitałów²⁸⁴.

Do I wojny światowej brytyjskie banki stały się największe na świecie. W 1918 roku pojawiła się rekomendacja zalecająca ograniczenie dalszej konsolidacji. Inaczej jednak niż w Niemczech i Stanach Zjednoczonych brak było determinacji w jej stosowaniu²⁸⁵.

W latach 60. i 70. ubiegłego wieku, banki komercyjne coraz bardziej aktywnie angażowały się w finansowanie nieruchomości czy średnioterminowe kredyty dla biznesu. Stopnio-

²⁸¹ Levine R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, w: *Handbook of Economic Growth*, red. Aghion P., Durlauf S.N., Elsevier North-Holland, Amsterdam 2005.

²⁸² Cyburt P., *Refinansowanie bankowości hipotecznej*, (w:) *Finansowanie budownictwa mieszkaniowego*, BRE Bank-CASE, Warszawa 2000, s. 24.

²⁸³ Zombirt J., *Sekurytyzacja - technika zarządzania ryzykiem kredytowym*, Prawo Bankowe, Nr. 3, 2003, s. 30.

²⁸⁴ Zieliński T., *Separacja bankowości detalicznej i komercyjnej od działalności inwestycyjnej banków – poszukiwanie dróg do stabilnego systemu finansowego*, UE w Katowicach, Katowice 2015, s. 128.

²⁸⁵ Casserley D., Härtle P., Macdonald J., *Should Commercial and Investment Banking Be Separated? The Historical Background to the Current Debate*, McKinsey & Company, 2011,

wo zaczęły również wchodzić w obszar bankowości inwestycyjnej. Dodatkowo rozwój rynku eurodolarowego w Londynie sprowadził do City dużą liczbę banków zagranicznych i upowszechnił praktykę udzielania kredytów długoterminowych finansowanych pozyskiwanym na rynku pieniężnym kredytem odnawialnym. Do czasu kryzysu w 2008 r. brytyjskie banki umocniły swoją pozycję międzynarodową. Wszystkie duże brytyjskie banki działające w skali międzynarodowej, stały się w pełni bankami uniwersalnymi, choć o zróżnicowanym modelu aktywności. O ile Barclays, HSBC i Standard Chartered przetrwały kryzys bez wsparcia państwowego, o tyle RBS, Lloyds czy Northern Rock potrzebowały istotnego wsparcia funduszy i gwarancjami rządowymi²⁸⁶.

Bankowy model anglosaski powstał w Wielkiej Brytanii i upowszechnił się także w innych krajach anglojęzycznych, w tym Stanach Zjednoczonych²⁸⁷. W modelu tym tradycyjnie banki depozytowo-kredytowe nie działają na rynku kapitałowym, na którym dominują banki inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe i specjalne instytucje kredytu długoterminowego, takie jak banki hipoteczne i towarzystwa budowlane. Bardzo ważną rolę w anglosaskim modelu systemu bankowego odgrywają banki inwestycyjne, które pełnią wiele funkcji:

- są agentami - maklerami dokonującymi obrotu papierami wartościowymi na zlecenie i na rachunek klientów;
- występują na rynku kapitałowym jako niezależni dealerzy;
- gwarantują emisję papierów wartościowych (*underwriting*);
- pośredniczą przy plasowaniu na rynku finansowym nowych akcji i obligacji itp.²⁸⁸.

Model systemu bankowego zorientowany na rynek kapitałowy spowodował, że w Wielkiej Brytanii sekurytyzacja oraz listy zastawne oparte na kredytach mieszkaniowych zabezpieczonych hipotecznie dobrze się rozwinęły. Listy zastawne są również wykorzystywane do finansowania kredytów dla sektora publicznego²⁸⁹.

Instrumenty spełniające bardzo wysokie parametry bardzo dobrze wpisują się w potrzeby finansowania projektów publicznych i mieszkalnictwa, które dla wielu krajów, w tym dla Polski i Wielkiej Brytanii, mają szczególnie ważny wymiar społeczny. Dodatkowo wymiar

²⁸⁶ Zieliński T., *Separacja bankowości detalicznej i komercyjnej*..., s. 129.

²⁸⁷ Shull B., *Financial Modernization Legislation in the United States. Background and implications*, UNCTAD, Discussion Paper, 30 September 2000 r., nr 151, s. 14-36.

²⁸⁸ Nellis J.G., McCaffery K.M., Hutchinson R.W., *Strategic challenges for the European banking industry in the new millennium*, International Journal of Bank Marketing, nr 18/2, 2000, s. 53.

²⁸⁹ Kearns A., Woods M., *The concentration in property-related lending – a financial stability perspective*, Bank of Ireland Financial Stability Report 2006.

stabilizacyjny sektor finansowego zachęca do ich jeszcze większego wykorzystania na krajowym rynku kapitałowym instrumentów dłużnych²⁹⁰.

Tabela 15. Zadłużenie oraz całkowita emisja listów zastawnych w Wielkiej Brytanii [w mln euro] w latach 2008-2017

Rok	Listy zastawne (mln euro)		Zadłużenie dynamika (%)		Emisja dynamika (%)	
	Zadłużenie	Emisja	rok poprzedni = 100%	rok 2008 = 100%	rok poprzedni = 100%	rok 2008 = 100%
2008	125 764	10 145	-	100	-	100
2009	109 473	8 254	87,0	87,0	81,4	81,4
2010	125 250	25 000	114,4	99,5	302,8	246,4
2011	121 623	36 983	97,1	96,7	147,9	364,5
2012	147 425	37 109	121,2	117,2	100,3	365,7
2013	114 395	1 480	77,6	93,3	4,0	14,6
2014	114 654	12 529	100,2	91,1	84,6	123,5
2015	106 674	15 015	93,0	84,8	119,8	148,0
2016	97 127	9 599	91,0	77,2	63,9	94,6
2017	89 509	11 563	92,1	71,1	120,4	112,9

Źródło: <https://www.scribd.com/document/409842926/HYPOSTAT-2018-FINAL-pdf>

Około 85 mld funtów emisji w roku 2009 nie miało charakteru emisji publicznej i zostało wykorzystane jako zabezpieczenie w związku ze specjalnym programem zapewnienia płynności rynku przez Bank Anglii (*Special Liquidity Scheme*). Rynek listów zastawnych w funtach brytyjskich osiągnął swój szczyt w roku 2012, w związku z zatrzymaniem emisji w księgach emitentów w szczytowym momencie kryzysu finansów publicznych, z których znaczna część została następnie umorzona lub zapadła w kolejnych 3 latach.

Nowe emisje listów zastawnych w funtach istotnie zmniejszyły się od roku 2013 z uwagi na zmniejszone potrzeby finansowania banków brytyjskich. Było to wynikiem programu finansowego kredytowania (*Funding for Lending Scheme*) Banku Anglii, zmniejszonego popytu na kredyty oraz generalnego procesu zmniejszenia portfela kredytowego w stosunku do posiadanych kapitałów (*delewarowania*) w branży finansowej.

Tabela 16. Procentowy udział listów zastawnych w PKB w Wielkiej Brytanii w latach 2008-2017

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2014	2017	Zmiana 2017-2008 (w p.p.)	Średnia dla lat 2008-2017 (%)
Procentowy udział	6,3	6,3	6,8	6,4	7,1	5,0	3,8	-2,5	5,9

Źródło: <https://www.scribd.com/document/409842926/HYPOSTAT-2018-FINAL-pdf>

Do roku 2008 jedynie niewielki procent nowych emisji listów zastawnych w funtach brytyjskich miało terminy zapadalności dłuższe niż 7 lat. Z wyjątkiem roku 2009, kiedy żadna

²⁹⁰ Levin E.J., Pryce G., *What Determines the Responsiveness of Housing Supply? The Role of Real Interest Rates and Cyclical Asymmetries*, Centre for Public Policy for Regions Discussion Paper nr 20, 2015.

publiczna emisja nie została uplasowana. Popyt na długie listy zastawne denominowane w funtach odrodził się w latach 2011-2012. Z kolei emisje z początku roku 2015 miały krótkie terminy zapadalności, posiadały kupony oparte na zmiennej stopie procentowej. W czerwcu 2015 roku brytyjski nadzór ostrożnościowy (*Prudential Regulation Authority, PRA*) zaproponował modyfikację wymogów płynnościowych poprzez wdrożenie unijnych regulacji LCR. Zgodnie z nowym zaleceniem listy zastawne denominowane w funtach brytyjskich są kwalifikowane jako aktywa poziomu 1 (*Level 1*) z dyskontem wartości (*haircut*) 7%. Zmiany w regulacjach, które weszły w życie 1.10.2015 r., powodują, że listy zastawne denominowane w £ są bardziej atrakcyjne dla brytyjskich banków jako instrument zarządzania płynnością i powinny stanowić katalizator rozwoju rynku pierwotnego. Decyzja Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z UE może doprowadzić jednak do odejścia tego kraju od regulacji unijnych i zmniejszenia atrakcyjności listów zastawnych denominowanych w funtach²⁹¹.

Listy zastawne jako klasa aktywów odgrywają kluczową rolę w zapewnieniu stabilności finansowej. Podczas ostatniego kryzysu finansowego w Wielkiej Brytanii listy zastawne były jedyną klasą aktywów, która zachowała zaufanie inwestorów i zapewniała dostęp europejskich emitentów do rynków kapitałowych długu.

Systemy finansowe w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii często przeciwstawiane są jako „bankowy” oraz „rynkowy”. Wielka Brytania posiada rozwiniętą „kulturę aktywów”, a także „doświadczony” rynek papierów wartościowych. W Polsce rynek papierów wartościowych jest stosunkowo słabo rozwinięty. W porównaniu z polskimi, brytyjskie rynki papierów wartościowych mają więcej notowanych firm, większy obrót oraz kapitalizację rynkową.

System finansowy w Polsce oparty jest na bankowości uniwersalnej. W przeciwieństwie do banków anglosaskich, banki w Polsce pozostają mimo narastającej konkurencji i zliberalizowania przepisów, najważniejszym mechanizmem transferu środków od jednostek nadwyżkowych (kredytodawców) do jednostek deficytowych (pożyczkodawców). Małe i średnie przedsiębiorstwa, które są istotne dla gospodarki funkcjonują głównie w oparciu o długoterminowe kredyty bankowe.

Transakcje sekurytyzacji w Polsce, w odróżnieniu od Wielkiej Brytanii, miały ograniczony charakter. Było to spowodowane wieloma barierami, w tym modelem sektora finansowego zorientowanym bankowo, odmiennym od modelu anglosaskiego. Ponadto na polskim rynku finansowym nie występują przepisy, które dawałyby elastyczność i możliwość rozwoju sekurytyzacji. Ten sposób pozyskiwania kapitału jest związany z ciągłą ewolucją rozwiązań

²⁹¹ Ibidem, s. 126-127.

stosowanych w sekurytyzacji, koniecznością włączania do konstrukcji procesów coraz to nowych innowacji finansowych w miarę możliwości ich pojawiania się. Proces sekurytyzacji niełatwo jest też adoptować do warunków danego rynku²⁹².

Opracowanie odpowiedniej infrastruktury organizacyjnej w zakresie instrumentów sekurytyzacyjnych wymaga od banków hipotecznych należących do grup finansowych pomocy²⁹³. Różnica w rozwoju bankowości hipotecznej oraz sekurytyzacji w Polsce i w Wielkiej Brytanii powoduje, że polskie banki hipoteczne będą chciały zwiększać obroty oraz udział w rynku kredytów hipotecznych. Jednak aby to było możliwe oczekuje się rozpowszechnienia techniki sekurytyzacyjnej jako metody zarządzania i finansowania aktywów bankowych.

Dotychczasowy dorobek sekurytyzacji w Polsce jest niewielki. Wiele planowanych w Polsce transakcji nie zostało wprowadzonych w życie. Przeszkodami w przeprowadzeniu transakcji były wysokie koszty oceny ratingowej, koszty emisji publicznej, niewłaściwe prawo oraz trudna sytuacja dotycząca ustanowienia hipoteki. Kolejną przeszkodą, która jest barierą w rozwoju sekurytyzacji w Polsce jest brak zainteresowania banków hipotecznych do dokonywania tej czynności. Jest to konsekwencją zbyt małej wielkości portfeli kredytowych, a także niewielkiego doświadczenia w porównaniu z instytucjami finansowymi przeprowadzającymi sekurytyzację w Wielkiej Brytanii²⁹⁴.

W Polsce listy zastawne mogą być alternatywą dla papierów skarbowych ze względu na swoją stabilność. Warty odnotowania jest fakt, że oprocentowanie listów zastawnych podlega bezpośredniej i proporcjonalnej zależności do zmian oprocentowania papierów skarbowych. Polega to na tym, że w okresie kryzysu wraz ze spadkiem ratingów poszczególnych krajów spadają również ratingi obligacji zabezpieczonych²⁹⁵.

Na polskim rynku listów zastawnych działają trzy banki hipoteczne: mBank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny oraz PKO Bank Hipoteczny. Na mocy ustawy BGK może również emitować listy zastawne. W grudniu 2000 roku *HypoVereinsbank Bank Hipoteczny* (obecnie Pekao Bank Hipoteczny) przeprowadził emisję hipotecznych listów zastawnych, która stanowiła pierwszą niematerialną emisję listów zastawnych w Polsce. Emisja nominowana była w euro, a jej łączna wartość wynosiła 3,6 mln euro. W latach 2003-2004 bank przeprowadził kolejne emisje listów zastawnych na łączną kwotę 140 mln złotych.

²⁹² Papież R., *Covered bonds jako źródło stabilności rynku finansowego*, Zeszyty Naukowe PTE, nr 13, 2012.

²⁹³ Walley S., *Capital Adequacy and Property Valuation*, European Mortgage Federation, 20 IV 2005.

²⁹⁴ *Covered bonds in the EU financial system*, European Central Bank, XII 2015.

²⁹⁵ Materiały VII Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2016.

Tabela 17. Zadłużenie oraz całkowita emisja listów zastawnych w Polsce [w mln euro] lata 2003-2017

Rok	Listy zastawne (mln euro)		Zadłużenie dynamika (%)		Emisja dynamika (%)	
	Zadłużenie	Emisja	rok poprzedni =100%	rok 2003 =100%	rok poprzedni =100%	rok 2003 =100%
2003		123	-	100	-	100
2004	160	63	137,5	137,5	51,2	51,2
2005	220	224	253,6	348,7	355,5	182,1
2006	558	52	81,2	283,1	23,2	42,3
2007	453	206	149,2	422,5	396,2	164,5
2008	676	197	82,9	350,6	95,6	160,2
2009	561	88	103,9	364,4	44,6	71,5
2010	583	138	87,6	319,4	156,8	112,2
2011	511	269	103,1	329,4	194,9	218,7
2012	527	228	124,7	410,6	84,7	185,4
2013	657	116	107,6	441,8	50,9	94,3
2014	707	269	124,7	551,3	231,9	218,7
2015	882	416	139,4	768,8	154,6	338,2
2016	1 230	1 099	180,2	1 385,0	264,2	893,5
2017	2 216	2 048	178,6	2 474,3	186,4	1 665,0

Źródło <https://www.scribd.com/document/409842926/HYPOSTAT-2018-FINAL-pdf>

W 2005 roku Komisja Papierów Wartościowych i Giełd dopuściła do publicznego obrotu program emisji hipotecznych listów zastawnych na okaziciela o łącznej wartości nominalnej 3 mld złotych. W tym samym roku bank uruchomił niepubliczną emisję hipotecznych listów zastawnych na kwotę 150 mln złotych. W 2010 roku KNF zaakceptowała prospekt sporządzony w związku z ofertą publiczną hipotecznych listów zastawnych w ramach drugiego programu hipotecznych listów zastawnych na okaziciela o łącznej wartości nominalnej 2 mld złotych. W ramach tego programu w latach 2010-2015, Pekao Bank Hipoteczny przeprowadził 13 emisji na łączną kwotę 920 mln złotych oraz 82 mln euro²⁹⁶.

W 2017 roku polski rynek listów zastawnych był zdominowany przez mBank Hipoteczny, którego udział w rynku tych walorów wynosił około 66% i jako jedyny wyemitował publiczne listy zastawne. Od roku 2012 bank emituje listy zastawne na rynku pierwotnym w euro i jest też emitentem listów zastawnych o najdłuższym okresie wykupu (15 lat). Bank wyemitował jako pierwszy na polskim rynku listy zastawne o stałym kuponie.

Tabela 18. Procentowy udział listów zastawnych w PKB w Polsce w latach 2003-2017

Kraj	2003	2005-2009	2010	2011	2012	2014	2017	Zmiana 2017-2003 (w p.p.)	Średnia dla lat 2003-2017 (%)
Polska	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,9	0,8	0,2

Źródło: <https://www.scribd.com/document/409842926/HYPOSTAT-2018-FINAL-pdf>

²⁹⁶ Dżurk A., *List zastawny a stabilność*..., s. 92.

W okresie od roku 2013 do połowy roku 2017 mBank Hipoteczny wyemitował listy zastawne o łącznej wartości 3,6 mld złotych. W drugiej połowie 2017 r. bank wyemitował kolejne listy zastawne o wartości 1,1 mld złotych. W strategii mBanku Hipotecznego listy zastawne mają stać się dominującym źródłem finansowania długoterminowego działalności kredytowej grupy w zakresie finansowania nieruchomości i stanowić o jej przewadze konkurencyjnej w środowisku zaostrzającej się polityki regulacyjnej. PKO Bank Hipoteczny rozpoczął działalność operacyjną 1 kwietnia 2015 roku. Już w grudniu 2015 r. bank przeprowadził pilotażową emisję listów zastawnych o wartości 30 mln złotych na okres 5 lat z oprocentowaniem zmiennym. W 2016 roku bank wyemitował 5-letnie listy zastawne o wartości 1 mld złotych. Listy zastawne objęło 26 inwestorów, w tym Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Inwestorzy krajowi objęli blisko 75% emisji: OFE 37%, banki 30%, TFI 29%, a towarzystwa ubezpieczeniowe 4%. Podobnie jak w ramach pierwszej emisji listy zastawne notowane są na GPW i *BondSpot*²⁹⁷.

Listy zastawne mają szansę stać się najszybciej rozwijającym się instrumentem finansowym polskiego rynku kapitałowego w najbliższych latach. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego w Polsce bez tej formy napływu kapitału nie byłoby dalej możliwe w znaczącej skali, szczególnie wobec toczącej się obecnie dyskusji „frankowej”. Dzięki nowym regulacjom ma szansę nastąpić dynamiczny rozwój rynku, bo wielu inwestorów międzynarodowych systematycznie inwestuje w takie instrumenty. Rozwojowi rynku kredytów hipotecznych, a tym samym rozwojowi rynku listów zastawnych sprzyja rosnąca zamożność Polaków, niski oraz ciągle spadający poziom bezrobocia.

Inwestorzy zagraniczni szukają listów zastawnych o wyższej rentowności, najlepiej spoza strefy euro, co umożliwiają nowe polskie papiery. Oferując niewiele wyższe marże, Polska powinna stosunkowo łatwo pozyskać nowych inwestorów, z których część wycofała się z rynku europejskiego z uwagi na obniżkę rentowności tych instrumentów wskutek skupu aktywów prowadzonego przez EBC²⁹⁸. Najbliższe lata mogą być bardzo ważne dla polskiego rynku listów zastawnych. Pod wpływem znowelizowanych regulacji listów zastawnych i banków hipotecznych rynek ten może dostać silnego przyspieszenia, przy założeniu rozwiązania blokującego charakteru podatku bankowego.

²⁹⁷ Ibidem, s. 95.

²⁹⁸ Kälberer W. (red.), 2017 *ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, 12th Edition, Brussels, August 2017.

4.2. Rządowe programy wspierające rynek kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Każdy człowiek dąży do zaspokojenia podstawowej potrzeby, jaką jest własne mieszkanie. Niestety, nie każdy ma możliwość zaspokoić tę potrzebę samodzielnie. Dlatego to państwu przypisuje się szczególną rolę w tym obszarze. Jednym z zadań rządu w zakresie polityki mieszkaniowej jest dostarczanie takich instrumentów rynkowych, które będą odpowiednio stymulować popyt na mieszkania dla określonej społeczności²⁹⁹.

Opracowanie i uruchomienie programu wsparcia mieszkalnictwa ze środków publicznych zwykle poprzedzone jest analizami analogicznych programów funkcjonujących w innych krajach (np. Europy Zachodniej).

Zasadniczo stosowane w poszczególnych krajach instrumenty, poprzez które realizowana jest pomoc publiczna, polegają na:

- udzielaniu na preferencyjnych warunkach kredytów bankowych, zwykle nisko oprocentowanych lub z dofinansowaniem wkładu własnego;
- preferencjach w systemie fiskalnym, w tym zastosowaniu ulg podatkowych;
- budowaniu mieszkań na obszarach należących do Skarbu Państwa oraz włączaniu działek budowlanych do systemów budowy mieszkań czynszowych i komunalnych po cenach niższych od rynkowych lub bezpłatnie³⁰⁰.

Państwo chce wspierać rynek mieszkaniowy, a w szczególności dostępność mieszkań dla wybranych grup społecznych (np. młodych małżeństw, gospodarstw domowych o niższych dochodach, poprzez kanał kredytowy).

Działanie poprzez kanał kredytowy polega na wprowadzeniu specjalnych programów kredytowych. Odbywa się to najczęściej za pomocą wprowadzenia preferencyjnych kredytów hipotecznych, które poprzez dopłaty czy subsydia, mają wspomóc kredytobiorców w obsłudze zadłużenia. Wsparcie dotyczyć może dopłat do rat odsetkowych kredytu w określonym okresie czy też jednorazowej pomocy w formie pewnego wkładu pieniężnego. Przykładem takiego programu jest program „Rodzina na Swoim” („RnS”) czy też „Mieszkanie dla Młodych” („MdM”).

Program „Rodzina na Swoim” polegał na dopłacie do oprocentowania kredytu mieszkaniowego przysługującego przez okres 8 lat od zaciągnięcia kredytu w wysokości do 50% należnych odsetek. W programie mogły uczestniczyć małżeństwa (od 2011 roku przynajmniej

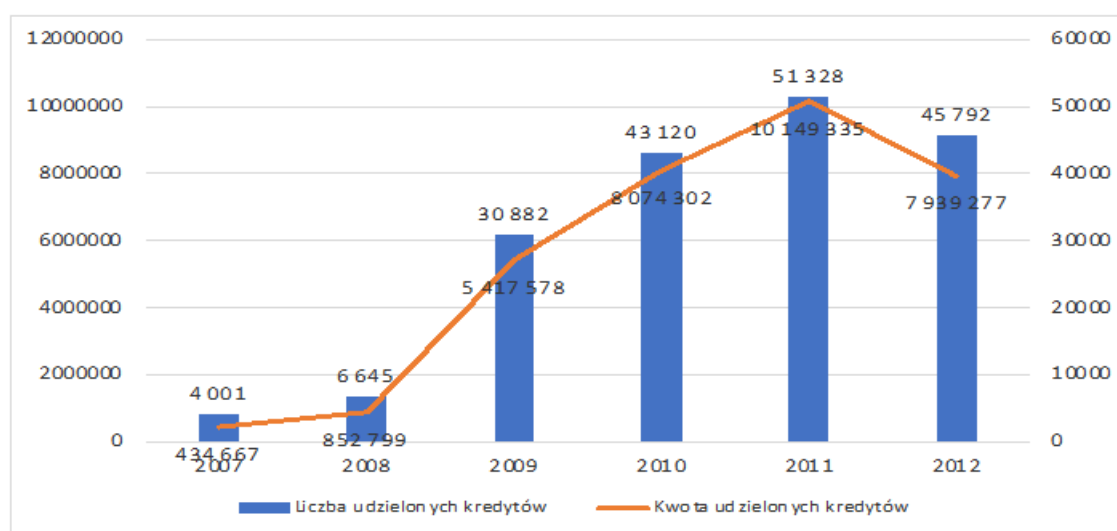
²⁹⁹ Szelągowska A., *Współczesna bankowość*..., s. 69.

³⁰⁰ Ibidem, s. 66.

jeden z małżonków musiał nie przekraczać wieku 35 lat), a także osoby samotnie wychowujące dzieci, a od nowelizacji z 2011 roku osoby stanu wolnego do 35 roku życia³⁰¹.

Blisko połowa udzielonych kredytów dotyczyła mieszkań na wtórnym rynku nieruchomości mieszkaniowych, ok. 30% dotyczyła rynku pierwotnego, zaś ok. 20% budowy domu jednorodzinnego. Rezygnacja z programu spowodowana była jego zbyt wysokim obciążeniem dla budżetu państwa. Według danych BGK łączna wartość udzielanych kredytów w programie „Rodzina na Swoim” zwiększała się systematycznie w kolejnych latach jego trwania i do końca 2012 roku wyniosła ponad 30 mld zł³⁰².

Rysunek 8. Liczba i kwota udzielonych kredytów (w tys. zł) w programie „Rodzina na Swoim”



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: danych z BGK.

Przez większość czasu obowiązywania programu limity cenowe były określone w takiej samej wysokości zarówno dla mieszkań nowych, jak i używanych, podczas gdy ceny tych drugich są z reguły niższe. Zauważalny był pewien wzrost popularności nowych mieszkań po tym, jak w 2011 roku limity zostały zróżnicowane. Jednak nawet w 2012 roku udział rynku pierwotnego wyniósł tylko 33%³⁰³.

Wygaszony z końcem 2012 roku program „Rodzina na Swoim” przez 6 lat funkcjonowania wspierał wzrost popytu na zakup mieszkania (poprzez zwiększenie dostępności do kredytu mieszkaniowego). Racjonalność uruchomienia tego programu, i to kosztem likwidacji wspieranego od 1996 programu mieszkań na wynajem o umiarkowanych czynszach, była

³⁰¹ Herbst I., *Potrzeby mieszkaniowe w Polsce – dostęp do mieszkania w kontekście polityki prorodzinnej*, Kancelaria Prezydenta RP, Warszawa 2013.

³⁰² Groeger L., *Program wspierania budownictwa mieszkaniowego w Polsce i ich wpływ na rynek nieruchomości mieszkaniowych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016, s. 139.

³⁰³ Radzimski A., *Subsidized mortgage loans and housing affordability in Poland*, *GeoJournal*, 2014, s. 467-494.

zawsze przez ekspertów mocno kwestionowana, ze względu na niedostosowanie celu programu do realnie występujących uwarunkowań ekonomicznych, prawnych i społecznych. To nie rozmiary popytu stanowiły na początku XXI wieku podstawową barierę wzrostu rynku mieszkaniowego. Od połowy pierwszej dekady XXI wieku podstawową barierą rozwoju budownictwa mieszkaniowego w Polsce jest sztywna podaż mieszkań. Wzmacnianie popytu przy sztywnej podaży (w tym wypadku pomoc w zaciągnięciu kredytu i jego spłacie) musiała przede wszystkim uruchomić wzrost cen oferowanych przez rynek.

Ostrożnie należy także oceniać rzeczywisty wpływ programu „RnS” na rynek mieszkaniowy. Wpływ na wzrost liczby mieszkań miała istotna poprawa zarówno sytuacji makroekonomicznej, jak i liberalizacja wymogów banków w zakresie oceny zdolności kredytowej. Co więcej, znaczna część kierowanego do programu zasilenia ze środków publicznych służyła wspieraniu finansowania obsługi kredytów udzielanych na zakup mieszkań na rynku wtórnym, a nie nowo budowanych. Poprawiało to co prawda warunki mieszkaniowe wielu rodzin, ale nie uruchamiało nowych procesów inwestycyjnych i osłabiało potencjalnie możliwy wpływ uruchamianych wydatków publicznych na dynamizację procesów dostosowawczych na rynku pracy³⁰⁴. Program „Rodzina na Swoim” spowodował wzrost zysków deweloperów i banków, którzy byli największymi beneficjentami tego programu. Niewiele pomoże, jeżeli państwo będzie wspierać ze środków budżetowych mieszkalnictwo, a w Polsce będzie brakować planów zagospodarowania przestrzennego, i proces budowlany będzie silnie zbiurokratyzowany. Spowoduje to wzrost popytu oraz natychmiastowy wzrost cen mieszkań³⁰⁵.

Program „Mieszkanie dla Młodych” został wprowadzony w 2014 roku i zastąpił poprzedni program „Rodzina na Swoim”. Główną różnicą programu „MdM” w przeciwieństwie do „RnS” jest to, że był on kierowany do kredytobiorców, a nie do banków czy deweloperów, ponieważ dotyczył dopłat do samych kredytów hipotecznych (dofinansowanie do wkładu własnego), a nie do odsetek. Również w przeciwieństwie do poprzedniego programu, kredytobiorca przez cały okres kredytowania miał ratę na tym samym poziomie (w „RnS” dopłata dotyczyła pierwszych ośmiu lat kredytowania, po tym okresie rata rosła)³⁰⁶. Program „MdM” też jasno definiował grupę beneficjentów i określał warunki, jakie musieli spełnić, aby otrzymać dopłaty. O dofinansowanie mogły się ubiegać osoby samotne oraz małżeństwa, wiek najmłodszego kredytobiorcy nie mógł przekroczyć 35 roku życia. W „RnS” wymóg wieku nie dotyczył osób samotnie wychowujących dzieci.

³⁰⁴ Ibidem, s. 19.

³⁰⁵ Manjura-Niśkiewicz G., *Dodatki mieszkaniowe w Polsce*, A PROPOS, Wrocław 2011.

³⁰⁶ Ostrowska D., Kowalczyk-Rólczyńska D., Jamróz P., Staniszevska A., Spigarska E., Staśkiel M., *Rynek nieruchomości w Polsce. Teoria i praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa, 2016.

Program „Mieszkanie dla Młodych” stworzony był z myślą o młodym pokoleniu, które po raz pierwszy kupuje mieszkanie na własność. Pomoc miała formę dofinansowania wkładu własnego. Działał na podstawie ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi³⁰⁷ oraz zmianie tejże ustawy w 2015 roku³⁰⁸.

Oprócz wieku i statusu cywilnego uczestnika kolejnym ważnym warunkiem był fakt, że ubiegający się o dofinansowanie nie mógł być właścicielem mieszkania w dniu zawierania umowy ani współwłaścicielem. Z kolei ci, którzy posiadali spółdzielcze lokatorskie prawo do mieszkania, musieli się go zrzec w ciągu 6 miesięcy od dnia zawarcia umowy o ustanowieniu i przeniesieniu własności lokalu mieszkalnego³⁰⁹. Dopłata „MdM” była przyznawana na zakup mieszkania lub domu z rynku pierwotnego i rynku wtórnego, jak również na budowę domu jednorodzinnego. Regulacja zawierała również zasady zwrotu ze środków budżetu państwa części wydatków poniesionych na zakup materiałów budowlanych przez osoby fizyczne, w związku z budową pierwszego własnego mieszkania. Kredyty z dopłatą państwa w programie „MdM” były udzielane przez banki, które podpisały stosowne umowy z Bankiem Gospodarstwa Krajowego (BGK)³¹⁰.

Kredyt hipoteczny musiał być zawarty w polskiej walucie i jego wartość musiała być równa przynajmniej 50% ceny mieszkania. Dodatkowo rodzina, która w momencie korzystania z programu „MdM” posiadała trójkę dzieci, mogła skorzystać z prawa zakupu większego mieszkania lub domu, odpowiednio 85 m² lub 110 m². W przypadku przysposobienia lub urodzenia trzeciego lub kolejnego dziecka w ciągu 5 lat od zaciągnięcia kredytu można było uzyskać jeszcze jednorazowe dofinansowanie w wysokości 5% wartości kredytu z przeznaczeniem na wcześniejszą spłatę kredytu³¹¹.

Jeśli chodzi o warunki dotyczące wielkości mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym objętych programem „Mieszkanie dla Młodych”- to mieszkanie do 75 m², zaś dom do 100 m². Wyjątkiem była rodzina z trójką dzieci, wówczas mieszkanie mogło mieć 85 m², a dom 110 m². Ponadto ustalane były cenowe limity „MdM” dla stolic województw, gmin sąsiadujących z województwami oraz pozostałych gminach województw. Ustalono nieprzekraczalny limit

³⁰⁷ Ustawa z dnia 27 września 2013 r. o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi, (Dz. U. z 2017 r. poz. 1184 z późn. zm.).

³⁰⁸ Ustawa z dnia 25 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi (Dz.U. 2015 poz. 1194).

³⁰⁹ Białowas B., *MdM na ostatniej prostej*, Finansowanie Nieruchomości, Nr 1(50), 2017.

³¹⁰ Drabek K., Norkowska E., *Ocena perspektyw funkcjonowania programu Mieszkanie dla Młodych na krakowskim rynku mieszkaniowym*, Biuletyn Stowarzyszenia Rzeczoznawców Majątkowych Województwa Wielkopolskiego, Nr 4, 2014.

³¹¹ *Raport o sytuacji na rynkach nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2014, Monografie miast*, NBP, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa 2015.

ceny 1 m² powierzchni użytkowej wyznaczający średnią arytmetyczną dwóch wartości wskaźnika przeliczeniowego kosztu odtworzenia 1 m² powierzchni użytkowej budynków mieszkalnych w zależności od danego województwa³¹².

Program nie stawiał wygórowanych wymagań co do otrzymania dofinansowania. Zaletą programu „MdM” była możliwość zakupu mieszkania zarówno z rynku wtórnego, jak i pierwotnego. Kwoty dopłat wynosiły od kilku do kilkudziesięciu tysięcy złotych. Czasami dopłaty przekraczały 100 tys. złotych. W 2018 roku program został wygaszony. Ostatni termin wypłaty środków to trzeci kwartał 2018 roku³¹³.

Kredyty udzielone w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych” stanowiły 21,13% liczby oraz 16,06% wartości wszystkich umów o kredyt hipoteczny podpisanych w I kwartale 2018 roku³¹⁴. W okresie trwania programu „Mieszkanie dla Młodych” najwięcej umów kredytowych pomiędzy bankami a gospodarstwami domowymi zostało zawarte na Mazowszu (10 622), w Wielkopolsce (9 319) oraz na Pomorzu (8 292). Najmniej umów dotyczących zakupu mieszkania ze wsparciem państwa podpisano w województwach świętokrzyskim (877) i opolskim (740). Średnia powierzchnia mieszkań nabywanych w programie wynosiła 53,57 m², natomiast domu jednorodzinnego wynosiła 85,80 m²³¹⁵.

Tabela 19. Liczba zawartych umów kredytowych w programie „Mieszkanie dla Młodych”

Rok	Dom jednorodzinny			Lokal mieszkalny			Razem	
	Liczba wniosków zaakceptowanych	Łączna kwota udzielonych kredytów mln zł	Średnia kwota kredytu mln zł	Liczba wniosków zaakceptowanych	Łączna kwota udzielonych kredytów w mln zł	Średnia kwota kredytu w mln zł	Liczba wniosków zaakceptowanych	Łączna kwota udzielonych kredytów w mln zł
2014	213	50,36	0,24	8 928	1 605,14	0,18	9 141	1 655,50
2015	808	192,96	0,24	21 080	3 657,50	0,17	21 888	3 850,45
2016	1 352	293,89	0,22	25 733	4 283,96	0,17	27 085	4 577,85
2017	1 647	385,26	0,23	24 892	4 184,84	0,17	26 539	4 570,10
2018	1 257	302,48	0,04	23 817	4 305,76	0,19	25 074	4 608,24
Suma	5 277	1 224,94	0,23	104 450	18 037,20	0,17	109 727	19 262,14

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów: Rządowy program „Mieszkanie dla młodych”, BGK, 2018.

W okresie od 1 stycznia 2014 roku do 31 marca 2018 roku w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych” podpisano łącznie 109 727 wniosków o dofinansowanie zakupu mieszkań na łączną kwotę dofinansowania 19 262,14 mln zł. Średnia kwota kredytu wyniosła 0,18 mln zł.

³¹² <https://www.mieszkaniem.pl/zasady-programu/>, 2018.

³¹³ Matel A., *Realizacja programu Mieszkanie dla młodych w kontekście dostępności dochodowej mieszkań*, Optimum Economic Studies, Nr 1 (91), Uniwersytet w Białymstoku, Białystok 2018, s. 68.

³¹⁴ <https://www.mieszkaniem.pl/banki/2018>.

³¹⁵ Raport: Rządowy program „Mieszkanie dla młodych”, BGK, 2018.

Tabela 20. Wartość inwestycji kredytowych programu „Mieszkanie dla Młodych” w latach 2014-2018

Rok	Dom jednorodzinny			Lokal mieszkalny			Razem		
	Łączna wartość w mln zł	Średnia wartość w mln zł	Średnia cena za m ² w zł	Łączna wartość w mln zł	Średnia wartość w mln zł	Średnia cena za m ² w zł	Łączna wartość w mln zł	Średnia wartość w mln zł	Średnia cena za m ² w zł
2014	63,09	0,30	3 531,30	2 021,97	0,23	4 216,37	2 085,05	0,23	4 200,41
2015	236,34	0,29	3 421,98	4 599,48	0,22	4 133,49	4 835,82	0,22	4 107,22
2016	374,38	0,28	3 181,15	5 458,41	0,21	3 971,90	5 832,79	0,22	3 932,42
2017	498,52	0,30	3 402,22	5 360,28	0,22	3 955,33	5 858,80	0,22	3 921,01
2018	389,58	0,31	3 469,74	5 487,60	0,23	4 214,19	5 877,18	0,23	4 176,87
Razem	1 561,91	0,30	3 369,90	22 927,74	0,22	4 076,71	24 489,65	0,22	4 042,71

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów: Rządowy program „Mieszkanie dla młodych”, BGK, 2018.

Zaakceptowano 5 277 wniosków kredytowych na łączną kwotę 1 224,94 mln zł dotyczących dofinansowania budowy domów jednorodzinnych. Zaakceptowano 104 450 wniosków kredytowych na łączną kwotę udzielonych kredytów 18 037,20 mln zł dotyczących finansowania lokali mieszkalnych. Stanowiło to 95,2% przyjętych wniosków ogółem. Ponadto:

- kredyty z rządowym dofinansowaniem stanowiły 14,1% liczby oraz 11,1% wartości wszystkich nowych umów kredytowych;
- łączna suma dofinansowania wkładu własnego do kredytów wyniosła 2,934 mld zł (do 31 marca 2018 roku wypłacono około 2,6 mld zł);
- beneficjentami programu byli głównie nabywcy mieszkań i domów w największych polskich miastach: w Warszawie (10 818 wniosków), we Wrocławiu (5 391 wniosków), w Gdańsku (5 368 wniosków), w Krakowie (5 071 wniosków) i w Poznaniu (4 843 wnioski);
- łączna wartość inwestycji kredytowanych w ramach programu to 24,489 mld zł;
- wkład własny beneficjentów programu średnio wyniósł ok. 10% wartości nieruchomości mieszkaniowej, natomiast po uwzględnieniu dofinansowania z BGK - wzrósł do 21%;
- prawie 70% umów kredytowych zostało zawartych na rynku pierwotnym;
- zdecydowana większość beneficjentów programu to osoby bezdzietne - ok. 70%³¹⁶.

Według Najwyższej Izby Kontroli program „MdM” w latach 2014-2015 nie został wykorzystany wystarczająco ze względu na brak nowelizacji ustawy. W 2014 r. wykorzystano 34,54% rocznego limitu środków a w 2015 r. 84,68% rocznego limitu środków. W 2016 roku wykorzystano już 96,10%, zaś w 2017: 99,49%. Do marca 2018 roku wykorzystano 97,98% środków z rocznego limitu³¹⁷.

³¹⁶ Opracowanie własne na podst. raportów: Rządowy program „Mieszkanie dla młodych”, BGK, 2018.

³¹⁷ Najwyższa Izba Kontroli, NIK o programie Mieszkanie dla Młodych, 2018.

Mieszkania w ramach programu „MdM” nabywane na rynku pierwotnym stanowiły 70%, zaś na rynku wtórnym 30%. Mieszkania na rynku pierwotnym sprzedawały głównie firmy deweloperskie (69% udziału w liczbie umów ogółem), spółdzielnie mieszkaniowe oraz inne podmioty np. Towarzystwa Budownictwa Społecznego - TBS (ich udział wynosił ok. 1% umów ogółem). Wysoki udział firm deweloperskich na pierwotnym rynku mieszkaniowym sugeruje, że to do tych firm budowlanych były przede wszystkim kierowane środki uzyskane przez beneficjentów programu „MdM”³¹⁸. Dlatego ta grupa inwestorów na rynku budowlanym była najbardziej skłonna do dopasowania swojej oferty do limitów cenowych programu.

Pozytywny wpływ dla dostępu gospodarstw domowych do wsparcia zakupu mieszkania miało wprowadzenie limitów cen 1 m² mieszkania. Doprowadziło to do tego, że w wielu miastach nastąpiło obniżenie ceny rynkowej mieszkania i zmniejszenia zysku deweloperskiego na nowo budowanych mieszkaniach.

Funkcjonowanie każdego rządowego programu wspierania mieszkalnictwa powodowało zwiększenie nowo budowanych mieszkań, co nie dziwi w obliczu wysokiego deficytu mieszkań w Polsce. Jednak w okresie ostatnich 25 lat nie osiągnięto poziomu budowy mieszkań z okresu lat 70. XX wieku. Problemem jest relatywna marginalizacja problematyki mieszkaniowej w poczynaniach państwa określana nie tylko niewielką skalą wsparcia finansowego, ale także niską intensywnością prac programowych i legislacyjnych³¹⁹.

Brak stabilnej, długofalowej polityki państwa w zakresie wspierania mieszkalnictwa od 1990 roku powoduje, że każdy nowy program wsparcia mieszkalnictwa trwa coraz krócej i charakteryzuje się niestabilnością warunków dostępu w okresie jego obowiązywania. Polski rząd dotychczas wspierał przede wszystkim produkcję budowlaną na wolnym rynku mieszkaniowym (95% nowo budowanych mieszkań). Firmy budowlane osiągały jedne z największych zysków z inwestycji w skali roku na poziomie około 18%.

W Polsce potrzebny jest nowy program budownictwa, który zawierałby programy szczegółowe w poszczególnych segmentach: mieszkań własnościowych, komunalnych, socjalnych i na wynajem³²⁰. W tym celu wprowadzono kolejny program, jakim jest „Mieszkanie Plus”, który miał przyczynić się do zwiększenia dostępności mieszkań dla gospodarstw domowych z relatywnie niższymi dochodami i chcących zamieszkać w mniejszych miastach. Funkcjonujące w innych krajach programy podobne do programu „Mieszkanie Plus” wspo-

³¹⁸ Marcinkiewicz J., Matel A., *Analiza dostępności mieszkań w miastach wojewódzkich Polski z wykorzystaniem metody TOPSIS*, Prace Nauk. UE we Wrocławiu, Nr 475, Wrocław 2017.

³¹⁹ *Raport o sytuacji na rynkach nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2015*, Monografie miast, NBP, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa 2016.

³²⁰ Cesarski M., *Sytuacja mieszkaniowa w Polsce lat 2002-2014. Światowy kryzys, niewiadome i szanse zamieszkiwania*, Wyd. SGH, Warszawa 2017.

magają rozwój społecznego budownictwa czynszowego głównie poprzez instrumenty nisko oprocentowanych kredytów. Pomoc publiczna realizowana poprzez dopłaty do odsetek kredytów oraz gwarancje występuje m.in. w takich krajach jak Francja, Wielka Brytania, Dania, Finlandia, Austria, Irlandia i Belgia. W większości krajów UE, w których rozwijane są systemy wsparcia społecznego budownictwa czynszowego w ramach pomocy publicznej, coraz częściej finansowanie prowadzone jest na prywatnym rynku kapitałowym, a państwo dopłaca do odsetek preferencyjnych kredytów lub stosowane jest niższe od rynkowego oprocentowanie, również poprzez państwowe lub samorządowe gwarancje publiczne³²¹.

Kluczowym celem programu „Mieszkanie Plus” jest wybudowanie i tym samym zapewnienie lokum mieszkalnego dla młodych rodzin charakteryzujących się formułą składu osobowego określanego jako przynajmniej 2+1. Mieszkania w ramach tego programu budowane są w formule średniego metrażu tj. o powierzchni 45-75 metrów kwadratowych. Kluczowym segmentem odbiorców tych mieszkań są rodziny, których nie stać na udzielane według komercyjnych zasad, bankowe kredyty hipoteczne. Obecnie wielu Polaków mimo tego, że pracują, to jednak nie mają wymaganej przez banki komercyjne zdolności kredytowej i nie są w stanie uzbierać niezbędnego wkładu własnego, który według normatywnych wymogów Komisji Nadzoru Finansowego stanowi już 1/5 wartości mieszkania³²².

W ramach programu „Mieszkanie Plus”, rząd planuje rozwijać przede wszystkim system kompleksowej organizacji procesów budowy nowych mieszkań dostępnych dla rodzin głównie z segmentu niezamożnej klasy średniej, oferowanych w ramach systemu najmu z możliwością wykupu własności. Program ten realizowany jest początkowo przy wsparciu środków publicznych, z których pomocą inwestycje budowlane prowadzone są przez komercyjnie działające przedsiębiorstwa i firmy deweloperskie³²³.

Docelowo i sukcesywnie powinien zwiększać się udział rynkowego finansowania oraz refinansowania realizacji całego programu. Połączenie wsparcia publicznego z rynkowym ma polegać głównie na:

- włączeniu nieruchomości Skarbu Państwa do zasobów gruntowych przeznaczonych na inwestycje w budowę nowych mieszkań w systemie wynajem;
- wsparciu finansowania budowy nowych mieszkań ze środków publicznych, udzielanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK).

³²¹ *Mieszkanie Plus w innych krajach Unii Europejskiej*, <https://narodowyprogram.pl/indywidualne-konto-mieszkaniowe/indywidualne-konto-mieszkaniowe>.

³²² Borys T., Rogala P., *Zrównoważony rozwój organizacji – aspekty społeczne*, Wyd. UE, Wrocław, 2015, s. 95.

³²³ *Narodowy Program Mieszkaniowy* (w:) Portal internetowy Ministerstwa Infrastruktury i Budownictwa, 25.05.2017, (<http://mib.gov.pl/2-NPM.htm>)

Przed programem „Mieszkanie Plus” stoi wiele wyzwań i aby osiągnął swoje cele, to w jego realizację powinny być zaangażowane na szerszą skalę różne podmioty publiczne i jednostki samorządu terytorialnego, a nie tylko kilka Spółek Skarbu Państwa i BGK³²⁴.

Program „Mieszkanie Plus” jest odpowiedzią rządu na „nieefektywność” czy nieskuteczność poprzednich programów. Wynikiem tego jest to, że z rynku nieruchomości mieszkaniowych wykluczona jest niemal połowa Polaków, w tym osoby aktywne zawodowo i spora część tzw. klasy średniej. Ponad milion polskich rodzin nie ma szans na najem lub kupno własnego mieszkania i musi je dzielić z innymi gospodarstwami. Wyzwaniem jest nie tylko wysoka cena mieszkań, ale też niewielka powierzchnia przypadająca na osobę i stosunkowo niski standard lokali.

Mieszkanie jest niezbędne do życia, ale nie każdego na nie stać. W Wielkiej Brytanii zgromadzenie wkładu własnego w odpowiedniej wysokości dla wielu potencjalnych kupujących jest pierwszym dużym wyzwaniem finansowym, z którym muszą zmierzyć się przed zakupem. Minimum wymagane przez banki to 5% wartości nieruchomości. Oczywiście im większy posiadamy wkład, tym mniejsze ryzyko stanowimy dla banku, a co za tym idzie, możemy uzyskać korzystniejsze warunki kredytowania. W Wielkiej Brytanii powstają specjalne programy wspomagane przez władze pomagające w zakupie wymarzonego lokum.

Program rządowej pomocy w zakupie nieruchomości mieszkaniowych „*Mortgage guarantee*” został wprowadzony 8 października 2013 roku i był dostępny w całej Wielkiej Brytanii. W ramach programu rząd zaoferował pożyczkodawcom opcję gwarancji na kredyty hipoteczne. Program ten pozwalał na zakup mieszkań na pierwotnym rynku nieruchomości mieszkaniowych, jak i na rynku wtórnym³²⁵.

Aby ubiegać się o przyznanie gwarancji rządowej, należało spełnić kilka warunków:

- w ramach programu nie można było kupić nieruchomości mieszkaniowej na wynajem,
- kredytobiorca nie mógł posiadać wcześniej nieruchomości mieszkaniowej,
- wartość nieruchomości mieszkaniowej musiała wynosić nie więcej niż 600 000£³²⁶.

Program rządowy „*Mortgage guarantee*” został zlikwidowany 31 grudnia 2016 roku. Jednak banki uczestniczące w tym programie mogły kontynuować udzielanie pożyczek w ra-

³²⁴ Soboń A., *Samorządy i inwestorzy prywatni kluczem do sukcesu Mieszkania Plus* (w:) Portal internetowy Radio Lublin, 20.06.2017, (<http://radio.lublin.pl/news/artur-sobon-samorzady-i-inwestorzy-prywatni-kluczem-dosukcesu-mieszkania-plus>).

³²⁵ Buckley, R., Karaguishyeva, G., van Order, R. & Vecvagare, L., *Mortgage credit risk in EU countries: constraints on exploiting the single currency market*, European Journal of Law and Economics, 21, 2017.

³²⁶ Elsinga, M., Neuteboom, P., den Breejen, F. & Conijn, J., *Government Guarantees in the Rental and Owner-Occupied Sector: An International Comparison*, NHG Series No. 3, 2015.

mach tego programu do 30 czerwca 2017 roku, ale dla tych kredytobiorców, którzy złożyli wnioski o gwarancję rządową do 31 grudnia 2016 roku³²⁷.

Tabela 21. Liczba i kwota gwarancji rządowych do kredytów hipotecznych w latach 2013-2017 w Wielkiej Brytanii w ramach programu „Mortgage guarantee” (mld £)

Rok	Liczba udzielonych gwarancji	Kwota udzielonych gwarancji	Kwota udzielonych kredytów	Wartość nieruchomości mieszkaniowych
2013	807	16	108	113
2014	38 241	810	5 617	5 957
2015	34 230	738	4 626	5 333
2016	28 506	623	4 450	4 701
2017	2 902	75	514	544

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: MGS_Official_Statistics_Publication_June_17.pdf

W tabeli 21 przedstawiono liczbę oraz wartość udzielonych gwarancji rządowych, wartość kredytów hipotecznych oraz wartość nieruchomości mieszkaniowych zakupionych w trakcie trwania programu „*Mortgage guarantee*”. W całym okresie trwania programu udzielono 104 686 gwarancji rządowych, o wartości 2,3 mld £, podczas gdy wartość ogólna kredytów hipotecznych przy wsparciu tego programu wyniosła 15,3 mld £. Te udzielone gwarancje rządowe pomogły sfinansować zakup nieruchomości mieszkaniowych o łącznej wartości 16,6 miliarda £³²⁸.

Średnia wartość nieruchomości mieszkaniowej objętej gwarancją z analizowanego programu rządowego wyniosła 159 042£, wobec średniej ceny domu w Wielkiej Brytanii, która w tym okresie wynosiła ok. 216 000£³²⁹. W ramach programu „*Mortgage guarantee*”, 57% gospodarstw domowych - beneficjentów programu - nabyło nieruchomości mieszkaniowe o wartości do 150 000£. Ponad 20% kredytów hipotecznych w ramach programu rządowego zostało udzielonych o wartości powyżej 250 000£. Świadczy to o tym, że gospodarstwa domowe nabywały nieruchomości mieszkaniowe poza Londynem, gdzie ceny nieruchomości mieszkaniowych są niższe (rys. 9).

Większość kredytów hipotecznych udzielonych w ramach programu „*Mortgage guarantee*” dotyczyła domów w zabudowie szeregowej (39%). Kolejnym najpopularniejszym rodzajem nieruchomości mieszkaniowej nabywanej w ramach programu rządowego były do-

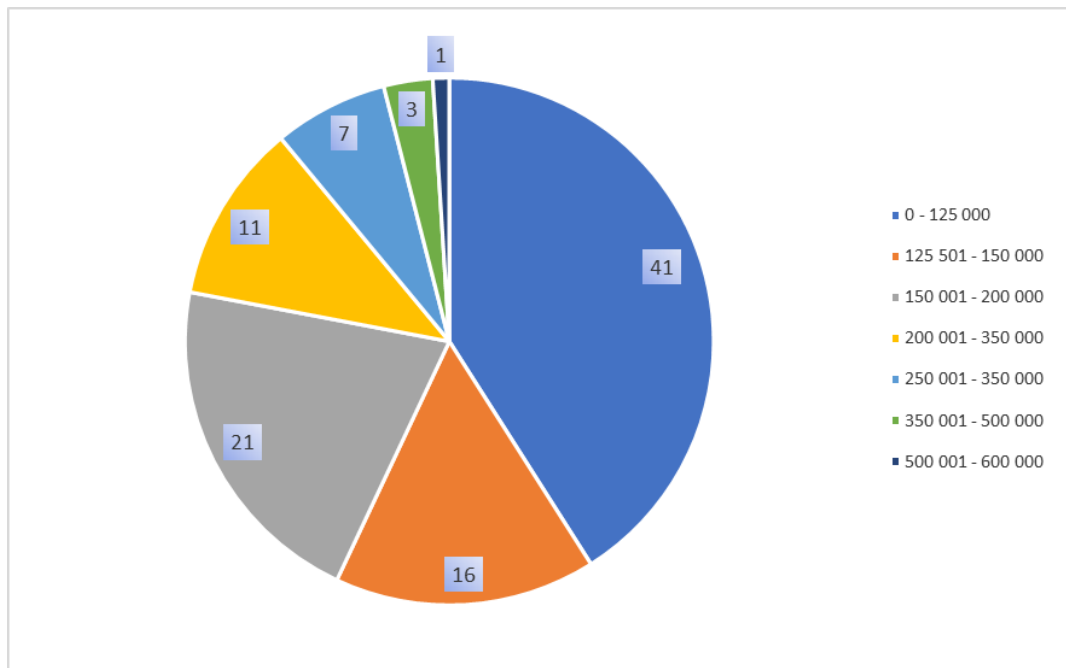
³²⁷ Hegedus, J., Rogozhina, N., Somogyi, E., Struyk, R. & Tumanov, A., *Potential effects of subsidy programmes on housing affordability*, European Journal of Housing Policy, 4, 2017, pp. 151-184.

³²⁸ Priemus, H., Elsinga, M. & Cao, L., *Public mortgage guarantee: risks for the tax payer*, Housing Finance International, XXI (4), 2017, pp. 16-23.

³²⁹ Opracowanie własne na podst. danych z National Statistic.

my w zabudowie bliźniaczej (35%). Najmniejszym zainteresowaniem cieszyły się mieszkania (14%), domy wolnostojące (9%) oraz mieszkania w formie studia (3%).

Rysunek 9. Procentowy udział nieruchomości nabytych przez gospodarstwa domowe według ich wartości w latach 2013-2017 w ramach programu *Mortgage guarantee* w Wielkiej Brytanii



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: MGS_Official_Statistics_Publication_June_17.pdf

Większość gospodarstw domowych (65%), które zaciągnęły kredyt hipoteczny przy wsparciu programu „*Mortgage guarantee*”, osiągała roczne dochody w przedziale od 20 001£ - 50 000£. Najmniej liczna grupa gospodarstw domowych, które skorzystały z programu rządowego, to te, których dochód przekraczał 80 000£ (7%). Średni dochód gospodarstwa domowego, które skorzystało z programu, wynosił 40 810£, co jest wartością niższą od średniego dochodu gospodarstwa domowego, które zaciągało kredyt hipoteczny bez wsparcia rządowego, w tym samym okresie (45 589£)³³⁰.

W tabeli 22 przedstawiono liczbę udzielonych gwarancji w ramach programu „*Mortgage guarantee*” oraz ich strukturę w układzie regionów w Wielkiej Brytanii. Udział kredytów hipotecznych udzielonych w ramach programu dla beneficjentów ze Szkocji, Walii i Irlandii Północnej stanowił 22% całego programu dla Wielkiej Brytanii.

Zdaniem przedstawicieli rządu program odniósł sukces i spełnił już wszystkie założone cele (zwiększył liczbę gospodarstw domowych, które stały się właścicielami nieruchomości mieszkaniowych). Z kolei przeciwnicy programu sugerowali, że program nie pomaga, a

³³⁰ The Council of Mortgage Lenders: dane dla dochodu kredytobiorców od IV kw. 2013 r. do I kw. 2017 r.

wręcz niekorzystnie wpływa na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Zdaniem wielu osób program powodował wzrost cen nieruchomości na Wyspach Brytyjskich.

Tabela 22. Podstawowe charakterystyki programu *Mortgage guarantee* w układzie regionów

Region	Liczba udzielonych gwarancji	% udzielonych gwarancji	Średnia wartość nieruchomości (£)	Średnia wartość dochodu kredytobiorcy (£)
Anglia	82 888	79	168 584	47 673
North East	4 844	5	116 049	38 317
North West	14 716	14	128 942	40 279
Yorkshire and The Humber	9 945	9	126 973	39 228
East Midlands	9 293	9	137 729	41 180
West Midlands	9 351	9	144 035	42 534
East	9 914	9	198 414	52 981
Londyn	4 930	5	316 664	80 973
South East	12 446	12	223 449	58 368
South West	7 449	7	176 547	47 221
Walia	4 829	5	121 331	37 562
Szkocja	14 280	14	125 434	41 565
Północna Irlandia	2 660	3	110 596	36 015
Inne (Isle of White)	29	0	160 354	49 973

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: MGS_Official_Statistics_Publication_June_17.pdf

Kolejnym programem mieszkaniowym skierowanym do potencjalnych kredytobiorców jest program „*Equity Loan*”. Program skierowany jest do gospodarstw domowych, kupujących swój pierwszy dom. Nie mogły z niego zatem skorzystać firmy deweloperskie, a także gospodarstwa domowe, które posiadały nieruchomości mieszkaniowe³³¹. W ramach pomocy państwa, gospodarstwo domowe mogło otrzymać pożyczkę na preferencyjnych warunkach w wysokości 20% wartości kupowanego domu. Zakładając, że gospodarstwo domowe otrzymało kredyt hipoteczny w wysokości 75% wartości nieruchomości mieszkaniowej, to wówczas jego wkład własny wyniósł tylko 5%³³².

Dane przedstawione w tabeli 23 obejmują okres od 1 kwietnia 2013 r. (uruchomienie programu) do września 2018 r. Rząd potwierdził zabezpieczenie w budżecie państwa 8,6 miliarda funtów na kontynuację programu, który przedłużony będzie przynajmniej do 2021 r. Dzięki pomocy programu „*Equity Loan*” gospodarstwa domowe nabyły 158 013 nieruchomości mieszkaniowych w okresie od 1 kwietnia 2013 roku do września 2018 roku. Całkowita wartości pożyczek kapitałowych wyniosła 8,45 mld £. Natomiast całkowita wartość nieruchomości mieszkaniowych sprzedanych kupującym po raz pierwszy wynosiła 38,89 mld £.

³³¹ <https://www.gov.uk/affordable-home-ownership-schemes/help-to-buy-equity-loan>

³³² Ibidem.

Od 1 lutego 2016 roku gospodarstwa domowe w Londynie w ramach programu, mogły ubiegać się o rządową pożyczkę do 40% wartości nieruchomości mieszkaniowej. W efekcie tylko 2% nieruchomości mieszkaniowych nabytych od tego momentu do września 2018 r. zostało zakupionych przy pomocy pożyczki kapitałowej mniejszej niż 20% wartości nieruchomości mieszkaniowej³³³.

Rządowa pożyczka hipoteczna mogła zostać wykorzystana do zakupu nowej nieruchomości mieszkaniowej w maksymalnej wartości 600 000£. Maksymalna pożyczka hipoteczna, jaką mogło uzyskać gospodarstwo domowe to 120 000£ (20% wartości nieruchomości mieszkaniowej). W Londynie maksymalna pożyczka hipoteczna wynosiła 240 000£ (40% wartości nieruchomości mieszkaniowej)³³⁴. W ramach programu rządowego „*Equity Loan*” (do 30 września 2018 r.) blisko 43% zakupionych nieruchomości mieszkaniowych nie przekraczało wartości 200 tys. £ (rys. 10). Wskazuje to na proporcjonalnie więcej kupujących w niższych przedziałach cenowych nieruchomości. Wartość około 40% nieruchomości mieszkaniowych nabytych przez gospodarstwa domowe mieściła się pomiędzy 200-350 tys. £, a tylko 15% nieruchomości mieszkaniowych przekraczało cenę zakupu 350 tys. £.

Tabela 23. Wartość pożyczek mieszkaniowych dla osób fizycznych oraz wartość sprzedanych nieruchomości w Wielkiej Brytanii, lata 2013-2018 [w mln £] – program *Equity Loan*

Rok	Pożyczki mieszkaniowe	Stopa zmiany rok do roku (%)	Wartość sprzedanych nieruchomości	Stopa zmiany rok do roku (%)
2013	485,3	-	2 432,9	-
2014	928,6	91,3	4 663,8	91,7
2015	1 105,1	19,0	5 561,5	19,2
2016	1 639,9	48,3	7 616,8	36,9
2017	2 338,7	42,6	10 192,2	33,8
2018	1 954,8	-16,4	8 424,1	-17,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Equity_Loan_statistical_release_Q3_2018.pdf*

Gospodarstwa domowe głównie nabywały domy wolnostojące (25%). W całym okresie trwania programu nabyto tylko 19% mieszkań i aż 81% transakcji dotyczyło zakupu domów (wolnostojące, bliźniacze, szeregowe). Niewielki ułamek procenta gospodarstw domowych nabywało nieruchomości mieszkaniowe typu studio³³⁵. Ponad połowa (61%) wszystkich nabytych przez gospodarstwa domowe nieruchomości mieszkaniowych została dokonana przy wkładzie własnym wynoszącym 5% ceny zakupu nieruchomości mieszkaniowej. Około 22%

³³³ Ministry of Housing, Communities and Local Government, *Help to Buy (Equity Loan scheme) Data to 30 September 2018*, England, Housing Statistical Release, 2019.

³³⁴ <https://www.gov.uk/affordable-home-ownership-schemes/help-to-buy-equity-loan>

³³⁵ Rohe, W. M., van Zandt, s. & McCarthy, G., *The social benefits and cost of Homeownership: a critical assessment of research*, Low-Income Homeownership Working Paper Series, Bristol 2009.

gospodarstw domowych nabyło nieruchomości mieszkaniowe, posiadając depozyt (wkład własny) w przedziale od 5% do 10% ceny nieruchomości mieszkaniowych. Pozostałe 17% gospodarstw domowych wpłaciło więcej niż 10% ceny nieruchomości mieszkaniowych.

Rysunek 10. Struktura wartości nieruchomości mieszkaniowych (w tys. £) nabytych przez gospodarstwa domowe w Wielkiej Brytanii w latach 2013-2018 w ramach programu *Equity Loan*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: HTB_Equity_Loan_statistical_release_Q3_2018.pdf

Na rysunku 11 widać, że 58,2% beneficjentów programu to gospodarstwa domowe uzyskujące dochód roczny w przedziale od 20 do 50 tys. £. Tylko 2,1% i 4% wnioskodawców osiągało dochody odpowiednio: poniżej 20 tys. £ i powyżej 100 tys. £. Gospodarstwo domowe, aby kupić nieruchomość mieszkaniową, musiało wpłacić depozyt oraz uzyskać rządową pożyczkę hipoteczną. Resztę ceny nieruchomości mieszkaniowej, gospodarstwo domowe spłacało zaciągniętym kredytem hipotecznym, który nie mógł być większy niż 4,5-krotności rocznego dochodu gospodarstwa domowego.

Rysunek 11. Struktura wielkości dochodu gospodarstw domowych (w tys. £) w Wielkiej Brytanii w latach 2013-2018 w ramach programu *Equity Loan*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: HTB_Equity_Loan_statistical_release_Q3_2018.pdf

Kolejnym programem pomagającym gospodarstwom domowym kupić nieruchomość mieszkaniową jest rachunek oszczędnościowy „*Help to Buy ISA*”, który został uruchomiony z początkiem grudnia 2015 roku. Program „*Help to Buy ISA*” to konto oszczędnościowe, które umożliwiało otrzymanie od rządu nawet 3 tys. funtów (w przypadku małżeństw - 6 tysięcy,

po 3 tysiące dla każdego z małżonków) na depozyt przy zakupie nieruchomości mieszkaniowej. Kwota dofinansowania zależała jednak od tego, ile środków uda się zgromadzić na rachunku oszczędnościowym. Państwo zwiększało kwotę zgromadzonych środków pieniężnych o 25% pod warunkiem, że pieniądze wyda się na zakup nieruchomości mieszkaniowych³³⁶.

Tabela 24. Charakterystyka programu „ISA” - dane za okres XII.2015-VI.2018 roku (mld £)

Rok	Liczba wypłaconych bonusów	Liczba zakupionych nieruchomości *	Wartość udzielonych bonusów	Wartość nieruchomości mieszkaniowych
2016	62 264	44 344	37	7 531
2017	109 576	83 682	96	14 502
VI 2018	53 778	41 954	56	7 337
Razem	225 618	169 980	189	29 370

* Całkowita liczba zakupionych nieruchomości mieszkaniowych jest niższa niż łączna wartość wypłaconych premii, ponieważ wiele premii mogło zostać wykorzystanych na zakup jednej nieruchomości mieszkaniowej, np. małżeństwo, które ma dwa różne rachunki oszczędnościowe, może kupić jedną nieruchomość mieszkaniową.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie /Final_Official_Statistics_Publication_-_June_18__002_.pdf

Jednak nie każdą nieruchomość mieszkaniową można było kupić, korzystając z dofinansowania w ramach „*Help to Buy ISA*”. Jeśli wartość nieruchomości mieszkaniowej przekracza 250 tys. funtów (450 tys. w przypadku mieszkań położonych w granicach administracyjnych Londynu), rząd nie dołożył do wpłaty własnej. Program oszczędnościowy „*Help to Buy ISA*” funkcjonował do 30 listopada 2019 r. Jednak posiadacze kont, którzy założyli konto do 30.11.2019 r., będą mogli kontynuować wpłaty na konto do 30.11.2029 r. Premia rządowa z programu „ISA” musi być wypłacona oszczędzającemu na zakup nieruchomości mieszkaniowej do 1 grudnia 2030 roku³³⁷.

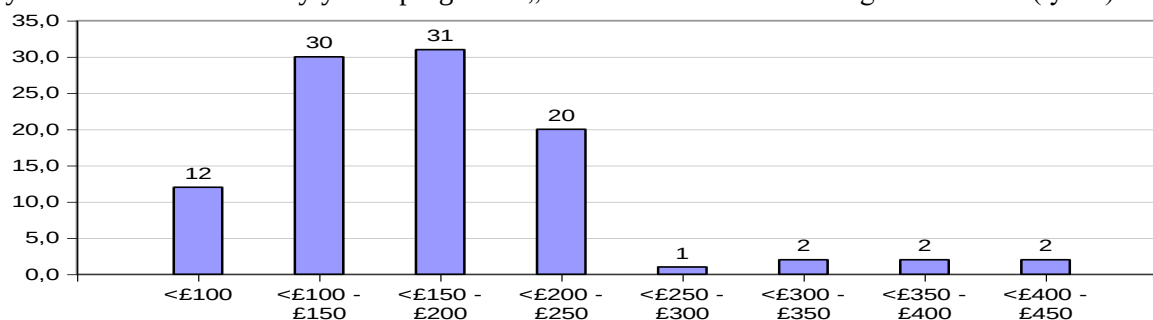
Na podstawie programu „ISA” wypłacono 225 618 bonusów gospodarstwom domowym, które pomogły w zakupie 169 980 nieruchomości mieszkaniowych. Całkowita wartość premii wypłaconych w tym okresie wyniosła 189 mln £, które zostały wykorzystane na finansowanie zakupu nieruchomości mieszkaniowych o łącznej wartości 29,4 mld £.

Średnia cena nieruchomości mieszkaniowej zakupionej w programie rządowym „ISA” na koniec czerwca 2018 r. wynosiła 172,7 tys. £, natomiast średnia cena nieruchomości mieszkaniowej nabywanej przez gospodarstwo domowe po raz pierwszy, ale poza tym programem, wynosiła 193 tys. £. Średnia cena nieruchomości mieszkaniowej w Wielkiej Brytanii (rys. 12) pokazuje, że 73% wydanych bonusów dotyczyło zakupu nieruchomości mieszkaniowych o wartości poniżej 200 tys. £. Świadczy to o tym, że większość nieruchomości mieszkaniowych została nabyta poza Londynem, gdzie ceny są zazwyczaj dużo niższe.

³³⁶ https://www.help_tobuy.gov.uk/help-to-buy-isa/how-does-it-work/

³³⁷ HM Treasury, *Help to Buy: ISA Scheme Quarterly Statistics*, 2018, s. 2.

Rysunek 12. Struktura nabytych w programie „ISA” nieruchomości według ich wartości (tys. £)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: /Final_Official_Statistics_Publication_-_June_18__002_.pdf

Około 67% gospodarstw domowych, które nabywały nieruchomości mieszkaniowe po raz pierwszy, w ramach programu „ISA”, to kredytobiorcy w wieku od 25 do 34 lat. Średni wiek kredytobiorcy korzystającego z programu „ISA” wynosił 27 lat, zaś średnia wieku dla kredytobiorców niekorzystających z programu „ISA” wynosił 30 lat³³⁸.

Tabela 25. Podstawowe charakterystyki programu „ISA” w układzie regionów Wielkiej Brytanii (w okresie XII.2015-VI.2018)

Region	Liczba wypłaconych bonusów	Struktura udzielonych bonusów (%)	Średnia wartość wypłaconego bonusu (£)	Ilość nabytych nieruchomości	% nabytych nieruchomości	Średnia cena nieruchomości
Wielka Brytania	225 618	100	836	169 980	100	172 787
Anglia	175 437	78	839	132 378	78	179 531
North East	10 005	4	809	7 685	5	136 412
North West	30 377	14	831	23 067	14	148 607
Yorkshire and The Humber	22 980	10	824	17 332	10	145 714
East Midlands	20 073	9	825	15 017	9	155 891
West Midlands	20 738	9	839	15 521	9	160 793
East	14 749	7	844	10 972	6	184 866
Londyn	19 015	8	891	14 655	9	320 227
South East	17 056	8	854	12 942	8	190 017
South West	20 444	9	831	15 187	9	180 885
Walia	11 262	5	817	8 567	5	144 788
Szkocja	19 167	8	803	15 181	9	140 538
Północna Irlandia	5 856	3	823	4 269	3	132 857
Inne (Isle of White)	13 896	6	860	9 585	6	173 522

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: H2B_MGS_Official_Statistics_Publication_June_17.pdf.

Dane tabeli 25 wskazują, że 78% udzielonych bonusów zostało przyznanych gospodarstwom domowym w Anglii. Najmniej bonusów zostało udzielonych w Północnej Irlandii (3%). Podobna sytuacja dotyczy ilości nabytych nieruchomości mieszkaniowych.

³³⁸ Dane na podstawie The Council of Mortgage Lenders industry data for median age of first-time buyers.

4.3. Rynek kredytów mieszkaniowych

4.3.1. Rynek kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 na tle wybranych krajów Unii Europejskiej

Polski rynek jest dość „młody” w stosunku do rynku brytyjskiego, czy też w innych krajach Europy Zachodniej, ale nie jest wolny od rozmaitych zagrożeń wynikających ze specyficznych cech hipoteki³³⁹.

Rynek kredytów mieszkaniowych pod względem wielkości w Polsce znacząco odbiega od średniej europejskiej, natomiast rynek ten w Wielkiej Brytanii należy do najlepiej rozwiniętych w UE (tab. 26)³⁴⁰. Największe saldo kredytów mieszkaniowych występuje we Francji, Niemczech i Wielkiej Brytanii. W 2017 roku w stosunku do roku 2003 odnotowano wzrost salda kredytów mieszkaniowych we wszystkich krajach UE. W Wielkiej Brytanii nominalny wzrost należności z tytułu kredytów mieszkaniowych w tym okresie wynosił 68,9%.

Tabela 26. Łączne saldo kredytów mieszkaniowych w wybranych krajach UE w latach 2003-2017 (mld euro)

Kraj	2003	2008	2012	2014	2017	Zmiana 2017/2003	Średnia dla lat 2003-2017
Wielka Brytania	1 073,7	1 245,1	1 501,3	1 612,4	1 556,7	483	1 397,84
Niemcy	1 139,8	1 145,4	1 184,8	1 230,5	1 256,8	117	1 191,46
Francja	350,7	700,2	870,0	922,6	1 034,6	683,9	775,62
Hiszpania	261,9	674,4	641,4	601,2	603,1	341,2	556,4
Dania	136,6	206,7	231,8	233,6	236,6	100	209,06
Belgia	74,5	137,1	183,6	197,3	219,2	144,7	162,34
Finlandia	46,9	67,6	86,3	89,8	97,2	50,3	77,56
Polska	7,1	46,6	79,4	82,6	97,1	90	62,56
Austria	36,0	72,1	86,3	87,8	88,2	52,2	74,08
Luksemburg	6,6	15,9	21,7	25,0	29,5	22,9	19,74
Czechy	1,5	15,1	21,8	22,0	22,1	20,6	16,5
Estonia	0,6	6,2	5,8	6,0	6,9	6,3	5,1
Słowenia	0,2	3,4	5,3	5,4	5,5	5,3	3,96

Źródło: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/09/HYPOSTAT-2017.pdf>, 2018.

Po 2003 roku w Polsce nastąpiły zmiany, które przyczyniły się do wzrostu wolumenu kredytów mieszkaniowych. Saldo to z roku na rok zwiększało się w dosyć dużym, choć zmiennym tempie. W Wielkiej Brytanii odnotowywano w latach 2008 i 2010 spadki o 20,5% i 11,1% w stosunku do roku 2007, który był ostatnim rokiem przed kryzysem finansowym. Było to spowodowane kryzysem finansowym wywołanym w 2008 roku

³³⁹ Szelągowska A., *Współczesna bankowość...*, s. 27.

³⁴⁰ Fernandez R., Aalbers M.B., *Housing and Capital in the 21st Century: Realigning Housing Studies and Political Economy*, Housing, Theory and Society, 2017, no. 34.

Kolejnym parametrem ilustrującym rozwój rynku kredytów mieszkaniowych jest saldo tych kredytów w przeliczeniu na mieszkańca. Dane na ten temat w wybranych krajach UE w latach 2003-2017 przedstawiono w tabeli 27.

Saldo kredytów mieszkaniowych w przeliczeniu na mieszkańca w Polsce w 2003 r. wynosiło zaledwie 323 euro, zaś w 2017 roku 3 056 euro, co oznacza ponad 8-krotny wzrost. Przykładowo w Słowenii w 2003 r. saldo kredytów na mieszkańca wynosiło 491 euro, a w 2017 r. 3 423 euro, co oznacza wzrost o 597,1%. W Wielkiej Brytanii z kolei saldo kredytów mieszkaniowych w 2003 r. wynosiło 26 752 euro na mieszkańca, a w 2017 r. 30 156 euro, co oznacza wzrost tylko o 12,7%. Jest jednak dosyć oczywiste, że w tych krajach gdzie poziom rozwoju rynku kredytów hipotecznych był najniższy, tam zwykle dynamika rozwoju tego rynku była wysoka, w przeciwieństwie do krajów, gdzie ten rynek jest ukształtowany i rozwinięty już co najmniej od kilku dekad. Do pierwszej grupy krajów należą kraje Europy Środkowej i Wschodniej, w tym Polska, zaś do drugiej kraje Europy Zachodniej, w tym Wielka Brytania.

Tabela 27. Saldo kredytów mieszkaniowych w przeliczeniu na mieszkańca (w euro) w wybranych krajach UE w latach 2003-2017

Kraj	2003	2008	2012	2014	2017	Zmiana 2017/2003		Średnia dla lat 2003-2017
						kwota	%	
Luksemburg	26 364	42 102	52 227	55 652	62 378	36 014	136,6	47 745
Dania	32 076	48 526	52 947	52 945	54 324	22 248	69,4	48 164
Wielka Brytania	26 752	26 671	31 077	30 523	30 156	3 404	12,7	29 036
Belgia	10 866	16 172	20 787	22 124	25 456	14 590	134,3	19 081
Finlandia	10 105	16 086	19 990	20 532	21 786	11 681	115,6	17 700
Francja	8 985	14 083	17 130	17 985	20 125	11 140	123,9	15 662
Niemcy	17 147	16 783	17 266	17 752	19 845	2 698	15,7	17 759
Hiszpania	10 983	17 922	16 680	15 371	14 546	3 563	32,4	15 100
Austria	7 369	10 707	12 506	12 703	13 457	6 088	82,6	11 349
Estonia	1 722	7 093	6 385	6 401	6 243	4 521	262,5	5 569
Czechy	467	1 741	3 213	3 317	4 243	3 776	808,5	2 596
Słowenia	491	2 041	3 089	3 125	3 423	3 404	597,1	29 036
Polska	323	1 690	2 530	2 584	3 056	2 733	846,1	2 037

Źródło: European Mortgage Federation, Hypostat 2018, [w:] www.ehipoteka.pl, 2018.

Dobrze rozwinięty rynek kredytów mieszkaniowych cechuje się wysokim odsetkiem kredytów w stosunku do produktu krajowego brutto (PKB)³⁴¹. W tabeli 28 przedstawiono saldo kredytów mieszkaniowych w stosunku do PKB.

³⁴¹ Fahey T., Norris, M., *Housing in the Welfare State: Rethinking the Conceptual Foundations of Comparative Housing Policy Analysis*, International Journal of Housing Policy, 2011, 11; za: Dewilde C., Lancee B., *Income Inequality and Access to Housing in Europe*, European Sociological Review, vol. 29, no. 6, 2015.

Tabela 28. Łączne saldo kredytów mieszkaniowych w stosunku do PKB (%) w wybranych krajach UE w latach 2003-2017

Kraj	2003	2008	2012	2014	2017	Zmiana 2017/2003 (w p.p.)	Średnia dla lat 2003-2017 (%)
Dania	74,0	87,9	94,5	94,3	94,9	20,9	89,1
Wielka Brytania	62,1	70,1	80,8	80,4	81,5	19,4	75,0
Hiszpania	35,9	62,0	62,3	59,4	60,4	24,5	56,0
Luksemburg	27,7	42,7	50,6	51,7	52,7	25,0	45,1
Belgia	27,8	39,6	48,9	49,9	50,3	22,5	33,2
Finlandia	20,4	36,4	44,9	46,2	46,7	26,3	39,0
Niemcy	53,2	46,3	44,4	44,5	45,2	-8,0	46,1
Francja	22,7	36,2	42,8	44,1	44,9	22,2	38,1
Estonia	7,6	47,5	39,5	36,5	37,8	30,2	33,8
Austria	16,4	25,5	28,1	28,0	28,4	12,0	25,3
Polska	3,4	14,2	20,8	20,9	21,9	18,5	16,2
Słowenia	0,8	9,1	14,9	15,2	15,9	15,1	11,2
Czechy	1,9	9,8	14,2	14,8	15,3	13,4	11,2

Źródło: European Mortgage Federation, Hypostat 2018, [w:] www.CHIPOTeka.pl, 2018.

W Polsce saldo kredytów mieszkaniowych w stosunku do PKB (%) wynosiło w 2017 r. 21,9% i w porównaniu do innych krajów UE było relatywnie niskie; przykładowo w Danii wynosiło 94,9%, a w Wielkiej Brytanii 81,5% (tab. 28). O ile kraje Europy Środkowej i Wschodniej notowały największy przyrost kredytów mieszkaniowych w przeliczeniu na mieszkańca (*per capita*), o tyle rozwój tego rynku w odniesieniu do PKB był bardziej zrównoważony w krajach UE (tab. 28). Na tle innych krajów UE w badanym okresie (2003-2017) Polska i Wielka Brytania notowały relatywnie wysoki i zbliżony wzrost salda kredytów mieszkaniowych w relacji do PKB (odpowiednio: 18,5 p.p. i 19,4 p.p.). Jednakże Polska „startowała” w roku 2003 z bardzo niskiego poziomu (3,4%), zaś Wielka Brytania z jednego z najwyższych w Europie poziomu należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych w relacji do PKB (62,1%). Wysoki przyrost tej relacji w Polsce był jednak zasługą wysokiej dynamiki rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych w badanym okresie, natomiast w Wielkiej Brytanii wzrost tej relacji wynikał tylko częściowo z przyrostu obligacji kredytowych banków, a częściowo z relatywnie niższej dynamiki PKB.

Sektor bankowy redukuje akcję kredytową dopiero, gdy rynek wejdzie w ostrą fazę recesji³⁴². Kryzys finansowy z 2008 roku spowodował zmniejszenie się udziału kredytów mieszkaniowych w PKB w Wielkiej Brytanii. Efektem załamania gospodarczego było zmniejszenie się cen nieruchomości mieszkaniowych, spadek wartości zabezpieczeń, wzrost ryzyka banków oraz spadek ich zainteresowania finansowaniem rynku nieruchomości miesz-

³⁴² Mueller R.G., *Understanding Real Estate's Physical and Financial Market Cycles*, Real Estate Finance, 1995, Vol. 12, s. 47-52.

kaniowych. Jednakże od 2011 r. w Wielkiej Brytanii notowany był ponowny wzrost udziału kredytów mieszkaniowych w relacji PKB.

W Polsce w całym badanym okresie notowano natomiast tendencję wzrostową tego miernika rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych, co oznacza, że rynek ten był wciąż na tyle słabo rozwinięty - w sensie przestrzeni do wzrostu, a popyt na mieszkania na tyle duży, aby dodatkowej tendencji rozwojowej na tym rynku nie zaszkodziły perturbacje makroekonomiczne spowodowane m.in. kryzysem finansowym, jaki pojawił się na świecie w 2008 roku.

4.3.2. Charakterystyka rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017

Zadłużenie gospodarstw domowych definiowane jest jako zbiór wszystkich zobowiązań, które wymagają zapłaty kwoty głównej i odsetek przez gospodarstwa domowe wobec wierzycieli w określonym czasie³⁴³.

Wysokie zadłużenie gospodarstw domowych ma poważne implikacje makroekonomiczne przejawiające się w szczególności w zwiększonej wrażliwości na wahania stóp procentowych, dochodów czy cen aktywów. Może ono stać się również bezpośrednim źródłem negatywnych szoków dla poszczególnych gospodarek³⁴⁴. Tabela 29 przedstawia zadłużenie gospodarstw domowych w Polsce z tytułu kredytów mieszkaniowych, w latach 2003-2017, jako odsetek rocznego dochodu do rozporządzalnego.

Tabela 29. Zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych jako % dochodu rozporządzalnego w Polsce w latach 2003-2017

Kraj	2003	2006	2008	2010	2012	2014	2017	Zmiana 2017-2003 (w p.p.)	Średnia dla lat 2003-2017 (%)
Polska	22,3	31,3	51,5	57,2	58,4	61,7	63,3	41,0	49,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: danych z KNF, 2018.

Polska to kraj, w którym - począwszy od transformacji rynkowej - gospodarstwa domowe charakteryzowały się bardzo małym udziałem zadłużenia w relacji do dochodu rozporządzalnego, ale z roku na rok udział ten stale wzrastał (tab. 29). W badanym okresie najwyższy udział zadłużenia w rocznym dochodzie rozporządzalnym gospodarstwa domowego odnotowano w roku 2017, tj. 63,3%, zaś najmniejszy w 2003 roku, tj. 22,3%.

W Polsce odnotowano wzrost w 2017 roku w stosunku do 2003 roku o 41%. Finansowaniem nieruchomości mieszkaniowych kredytami hipotecznymi w Polsce zajmowały się i

³⁴³ Wiśniewska A., *Wybrane problemy zarządzania finansami gospodarstw domowych w krajach europejskich*, *Finanse i Prawo Finansowe*, Journal of Finance and Financial Law, vol. 3(15), 2017, s. 95-105.

³⁴⁴ Debelle G., *Household debt and the macroeconomy*, „BIS Quarterly Review”, 2004, s. 51-64.

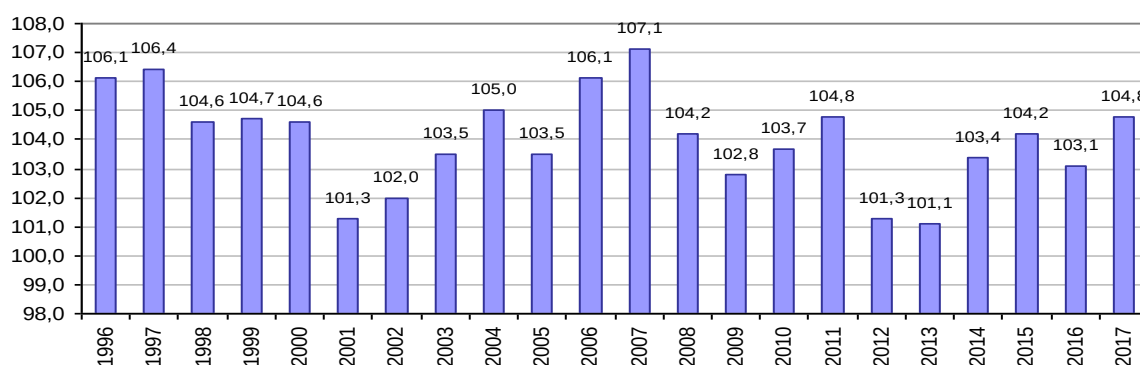
zajmują się głównie duże banki uniwersalne. Są to banki posiadające rozbudowaną sieć oddziałów, obejmującą obszar całego kraju³⁴⁵. Według raportu KNF z 2017 roku finansowanie nieruchomości mieszkaniowych w Polsce zostało zdominowane przez trzy banki: PKO Bank Polski S.A., Bank Pekao, Santander.

Wielkość PKB informuje o poziomie produkcji i nakładów na inwestycje, m.in. w sektorze nieruchomości mieszkaniowych. Z racji wysokiej kapitałochłonności inwestycje te są istotnym elementem ogólnego popytu inwestycyjnego. Szczególna uwaga zwracana jest w literaturze przedmiotu głównie na inwestycje mieszkaniowe, które rosną w długim okresie wraz ze wzrostem dochodu narodowego i popytu mieszkaniowego. W gospodarkach o niskim PKB ich poziom wynosi do 10% PKB i systematycznie rośnie wraz ze wzrostem PKB nawet do 30%³⁴⁶. Wraz z osiągnięciem progu 400-450 mieszkań na 1000 mieszkańców rynek mieszkaniowy jest nasycony, co powoduje spadek nakładów na nowe budownictwo mieszkaniowe i wzrost nakładów inwestycyjnych na remonty, modernizacje i rozbudowy³⁴⁷.

Polska z wartością wskaźnika daleko poniżej tego progu będzie jeszcze w długim okresie nadrobić zaległości, ze względu jednak na występującą równoległe ogromną lukę remontową, poziom nakładów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości mieszkaniowych powinien w dalszym ciągu rosnać, oddziałując silnie na dynamikę wzrostu PKB.

W latach 1996-2017 poziom PKB w Polsce wzrósł ponad trzykrotnie (rys. 13).

Rysunek 13. Dynamika PKB w Polsce (ceny stałe) w latach 1996-2017 (rok poprzedni =100%)



Źródło: dane GUS <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne>.

Tempo wzrostu PKB było szczególnie wysokie w latach 1996-1997, także od 2004 roku, tj. przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, do roku 2007. W kolejnych latach nastąpiło

³⁴⁵ Główna G., *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny...*, s. 79-80.

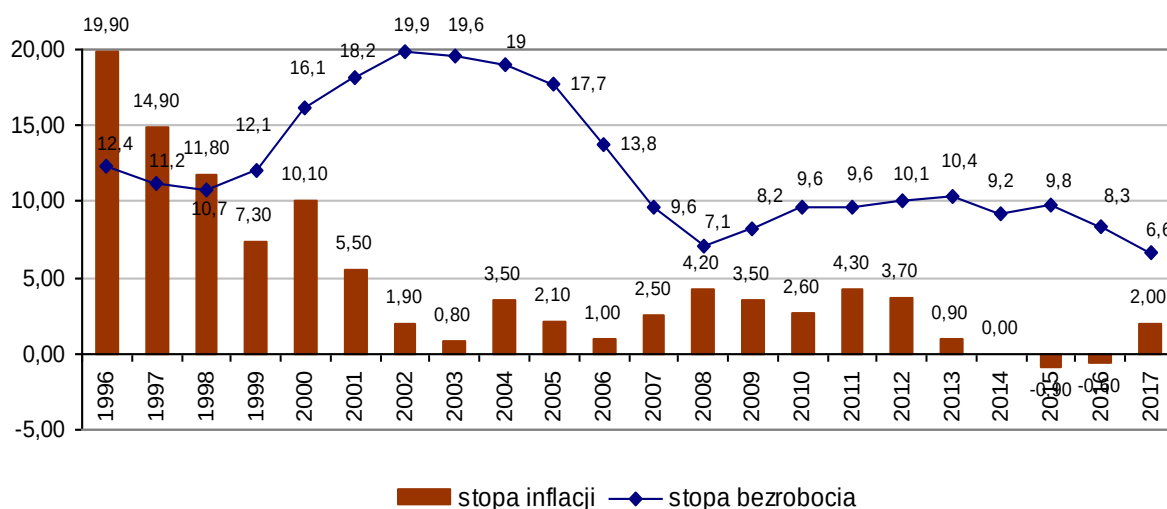
³⁴⁶ Łaszek J., *Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego specyfika jako czynniki determinujące ryzyko kredytowania hipotecznego*, Materiały i studia, nr 203, NBP, Warszawa 2006, s. 12.

³⁴⁷ Barczyk R., Lubiński M., Małecki W., *Banki a cykle koniunkturalne*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2016.

spowolnienie dynamiki PKB i ponowny szybszy wzrost w latach 2010-2011, kolejne spowolnienie i odbicie w latach 2014-2015 oraz w roku 2017. W badanym okresie realne PKB wykazywało jednaką dodatnią dynamikę, oznaczającą nieprzerwany wzrost gospodarczy.

Analizując rynek nieruchomości mieszkaniowych można zauważyć relację pomiędzy wzrostem gospodarczym a cenami w tym sektorze. Badania wskazują, że spowolnienie gospodarcze powiązane z załamaniem na rynku nieruchomości może przyczynić się do pogłębienia recesji³⁴⁸. Szczególnie w przypadku, gdy kraj charakteryzuje się dużym udziałem budownictwa w gospodarce, tak jak w przypadku Wielkiej Brytanii. 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 i wzrost bezrobocia, zagrażając także stabilności finansowej.

Rysunek 14. Stopa inflacji i stopa bezrobocia w Polsce w latach 1996-2017 (%)



Źródło: dane GUS <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne>

W 1996 roku w Polsce stopa bezrobocia (rys. 14) wynosiła 12,4%, jednak w 2000 roku wzrosła do 16,1%, i miała tendencję rosnącą aż do 2004 roku. Wówczas niemal co piąty Polak w wieku produkcyjnym pozostawał bez pracy (19%). W 2005 roku, po otwarciu granic przez Unię Europejską, wielu Polaków wyjechało w poszukiwaniu pracy. Wtedy stopa bezrobocia spadła do 17,7%, a w 2006 roku do 13,8%. W 2008 roku odnotowano najniższą stopę

³⁴⁸ Agnello L., Schuknecht L., *Booms and Bust in Housing Markets: Determinants and Implications*, ECB Working Paper Series, No 1071, 2009.

bezrobocia w Polsce bo 7,1%, jednak kryzys finansowy z 2008 r. spowodował także zmiany na rynku pracy i wiele masowych zwolnień, co przełożyło się na wzrost stopy bezrobocia do 9,6% w latach 2010-2011 oraz 10,4% w 2013 roku. Zmniejszenie stopy bezrobocia nastąpiło w 2014 roku i wyniosło 9,2%. Od tego czasu stopa bezrobocia systematycznie spada. W 2017 roku stopa bezrobocia wynosiła 6,6%.

Kształtowanie się poszczególnych ryzyk występujących w otoczeniu podmiotu wpływa na indywidualne ryzyko kredytowe danego kredytobiorcy, na jego zdolność do spłaty kredytu w założonym czasie i w walucie umowy kredytowej. Do najważniejszych czynników tej grupy ryzyka zaliczyć należy inflację czyli ryzyko siły nabywczej. Inflacja jest jednym ze źródeł ryzyka związanego z prawdopodobieństwem wystąpienia różnic pomiędzy zakładanym poziomem inflacji (jest to tzw. inflacja oczekiwana wynikająca z analiz inwestycyjnych) a inflacją rzeczywistą³⁴⁹. Czynnikiem istotnym z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania i perspektyw rozwoju rynku mieszkaniowego jest względna stabilizacja makroekonomiczna, zwłaszcza zaś zrównoważone tempo wzrostu gospodarczego i niska inflacja³⁵⁰.

W wyniku inflacji siła nabywcza środków pieniężnych oraz aktywów posiadanych przez inwestorów maleje. Ponadto inflacja często powoduje zmianę:

- płaconych przez najemców czynszów;
- stopy procentowej - wzrost stóp procentowych powoduje wzrost kosztu obsługi długu hipotecznego zaciągniętego na zakup nieruchomości zarówno mieszkaniowych, jak i komercyjnych, prowadząc między innymi do spadku popytu na mieszkania. Zmiany stóp procentowych (np. podwyższenie) jako czynnik ryzyka finansowego powodują ograniczenia w dostępności kredytu hipotecznego ujemnie wpływając na popyt na nieruchomości³⁵¹;
- kursu walutowego - stabilność kursu walut danego kraju z punktu widzenia makro dotyczy ryzyka kursowego. Należy go zakwalifikować jako jedno ze źródeł ryzyka makroekonomicznego oraz źródło ryzyka finansowego i kredytowego, bowiem wszelkie zmiany kursu walutowego lub dewaluacja waluty dochodów w stosunku do waluty kredytu powoduje problemy finansowe związane z obsługą kredytu³⁵²;
- aktywności gospodarczej kraju i regionu.

³⁴⁹ Czerkas K., *Ryzyko w kredytach hipotecznych. Wymagania banków*, Prawo Bankowe, Nr 6(70), 2003.

³⁵⁰ Głowska G., *Mieszkaniowy kredyt...*, s. 26.

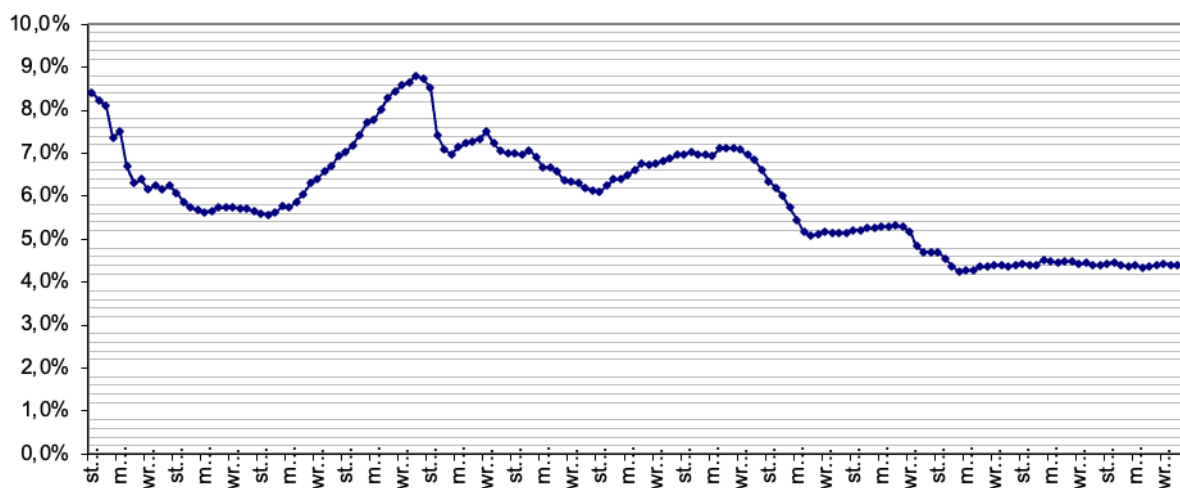
³⁵¹ Fisker J.D., Martin R.S., *Investment Analysis for Appraisers*, Dearborn Financial Publishing INC, Chicago, 1995, cyt. za: *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, red. Bryx M., IFGN AGH, Warszawa 2001, s. 138.

³⁵² Misztal P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa 2004, s. 35-52.

W Polsce w latach 1996-2001 w zasadzie blokującym rozwój rynku kredytów mieszkaniowych była wysoka inflacja. Dopiero z końcem 2001 r. inflacja osiągnęła poziom około 5,5% co pozwoliło bankom na uruchomienie oferty kredytów hipotecznych na szerszą skalę. Wcześniej tego typu kredyty był produktem niszowym, w zasadzie niedostępnym dla „zwykłych” gospodarstw domowych ze względu na bardzo wysokie oprocentowanie tych kredytów, będące pochodną wysokiej inflacji.

W następnych latach po roku 2001 inflacja spadła i wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) utrzymywał się na poziomie nie przekraczającym 2,5%, z wyjątkiem roku 2004, w którym Polska przystąpiła do UE (rys. 14). W 2008 roku, kiedy odnotowano kryzys finansowy nastąpił wzrost inflacji do 4,2% i jej utrzymywanie się w kolejnych latach na poziomie od 2,6% do 4,3%. Od roku 2013 nastąpił ponowny spadek inflacji do niespotykanych wcześniej niskich poziomów (rys. 14). W 2015 r. stopa inflacji w Polsce osiągnęła rekordowo niski pułap, wynosiła jedynie -0,9% w skali roku, co oznacza deflację. Deflacja miała miejsce także w roku 2016, zaś rok później nastąpiło odbicie cen w górę i inflacja osiągnęła poziom 2,5%.

Rysunek 15. Średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych (złotowych) dla kredytów mieszkaniowych w Polsce od I.2005 do XII.2017



Źródło: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html

Kształtowanie się inflacji miało w badanym okresie bardzo duże znaczenia dla rynku kredytów hipotecznych, gdyż zasadniczym elementem ceny tych kredytów (kosztu kredytu) jest zmienna stopa ich oprocentowania, która jest silnie skorelowana z poziomem inflacji. Wskaźnik korelacji liniowej Pearsona pomiędzy tymi zmiennymi, tj. wskaźnikiem inflacji CPI a średnim oprocentowaniem nowo udzielonych złotych kredytów mieszkaniowych w latach 2003-2017 (w układzie miesięcznym) wynosił $r_{xy}=0,78$. Oznacza to relatywnie silną

dotadnią zależność oprocentowania kredytów mieszkaniowych od poziomu inflacji. Przykładowo w roku 2004 stopa inflacji wynosiła 3,5% zaś przeciętna stopa oprocentowania kredytów hipotecznych 7,8%³⁵³, z kolei na koniec 2008 r. inflacja osiągnęła poziom 4,2% a średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych 8,7%. W roku 2015 przy deflacji wynoszącej -0,9% średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych wynosiło 4,5% (rys. 15). Podobne oprocentowanie utrzymało się w roku 2017 pomimo wzrostu inflacji, w tym przypadku należy jednak przypuszczać, iż na utrzymanie relatywnie niskiego oprocentowania kredytów mieszkaniowych, przy wzroście inflacji, wpływ miało utrzymywanie relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego (korzystna koniunktura makroekonomiczna).

Polski rynek kredytów mieszkaniowych jest dość zmienny. W tabeli 30 przedstawiono liczbę nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, która kształtowała się nierównomiernie w ciągu badanych 15 lat.

Tabela 30. Liczba i kwota nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Udzielone kredyty mieszkaniowe		Dynamika rok poprzedni=100%		Dynamika rok 2003=100%	
		Liczba (szt.)	Kwota (mld zł)	Liczba (szt.)	Kwota (mld zł)	Liczba (szt.)	Kwota (mld zł)
2003	Faza intensywnego wzrostu	141 564	10,6	-	-	-	-
2004		162 079	14,1	114,4	133,0	114,5	133,0
2005		218 324	22,4	133,7	158,8	154,2	211,3
2006		302 670	42,4	138,6	189,2	213,8	400,0
2007		311 451	56,6	102,9	133,5	220,0	534,0
2008	Faza spadku	286 762	55,5	92,1	98,0	202,6	523,6
2009		189 192	45,7	65,9	82,3	133,6	431,1
2010	Faza odbicia	230 361	48,7	121,7	106,5	162,7	459,4
2011		231 159	49,2	100,3	101,0	163,3	464,2
2012	Faza spadku	196 557	39,2	85,0	79,7	138,8	369,8
2013		176 866	36,5	89,9	93,1	124,9	344,3
2014		174 087	36,8	100,1	100,8	123,0	347,2
2015	Faza wzrostu	181 325	39,3	104,1	106,8	128,1	370,8
2016		188 409	42,3	103,9	107,7	133,1	399,1
2017		190 634	46,8	101,2	110,6	134,7	441,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie KNF i CPBił.

³⁵³ https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html

Najwięcej kredytów udzielano w latach 2006-2008, na co wpływ miał duży popyt na kredyty udzielane we frankach szwajcarskich, a także znaczne zainteresowanie kredytami preferencyjnymi programu „Rodzina na Swoim”. Następnie w 2009 r. odnotowano dość duży spadek na co miał wpływ kryzys finansowy a w związku z tym pogorszenie sytuacji na rynku mieszkaniowym. Po trzech latach wzrostu, od 2011 r. obserwuje się tendencję spadkową zarówno w liczbie nowo udzielonych kredytów jak i w ich wartości. Szacuje się, że rok 2014 był najłagodniejszy dla rynku mieszkaniowych kredytów hipotecznych od 2005 roku. Liczba udzielonych w 2014 r. kredytów i ich wartość była niższa w porównaniu do kryzysowego roku 2009. Sytuacji nie polepszyły ani niskie oprocentowanie kredytów, ani relatywnie atrakcyjne ceny nieruchomości.

Związek Banków Polskich w 2017 r. zdefiniował tzw. „organiczną zdolność polskiego rynku do generowania rocznego wolumenu kredytów mieszkaniowych” na poziomie 38-40 mld zł oraz nie mniej niż 180-190 tys. sztuk kredytów. Obserwacje Związku Banków Polskich, obligują jednak do skorygowania tego poziomu w dół³⁵⁴. Poziom obciążenia hipoteką nieruchomości mieszkaniowych w naszym kraju w 2015 r. wynosił około 10%, podczas gdy średnia wartość dla krajów Unii Europejskiej kształtowała się na poziomie około 37%. Daje to podstawy do przypuszczenia, że ranga tego rodzaju produktów na polskim rynku finansowym będzie ciągle wzrastać³⁵⁵.

Kwota udzielonych kredytów mieszkaniowych według stanu na koniec 2017 roku wyniosła 46,8 mld zł wobec 42,3 mld zł w roku 2016 (tab. 30). Liczba udzielonych kredytów mieszkaniowych wskazuje, że w latach 2003-2007 miał miejsce bardzo dynamiczny wzrost tej wielkości (tab. 30). W Polsce od 2004 r. miał miejsce „boom” mieszkaniowy, do którego przyczyniły się łatwo dostępne i nisko oprocentowane kredyty mieszkaniowe, co było efektem napływu kapitału zagranicznego i wzmocnienia fundamentów gospodarczych kraju. Udział kredytów mieszkaniowych w portfelu kredytowym polskich gospodarstw domowych rósł w miarę poprawy sytuacji makroekonomicznej³⁵⁶. Faza spadkowa miała miejsce w latach 2008-2009 (tab. 30). W kolejnych dwóch latach (2010-2011) nastąpiło pewne odbicie, ale w dalszym ciągu liczba udzielonych kredytów mieszkaniowych była znacząco niższa niż przed kryzysem finansowym, którego pierwsze skutki były widoczne już w 2008 r. W latach 2015-

³⁵⁴ Raport AMRON-SARFiN *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości*, nr 18, Związek Banków Polskich, Warszawa 2017, s. 4.

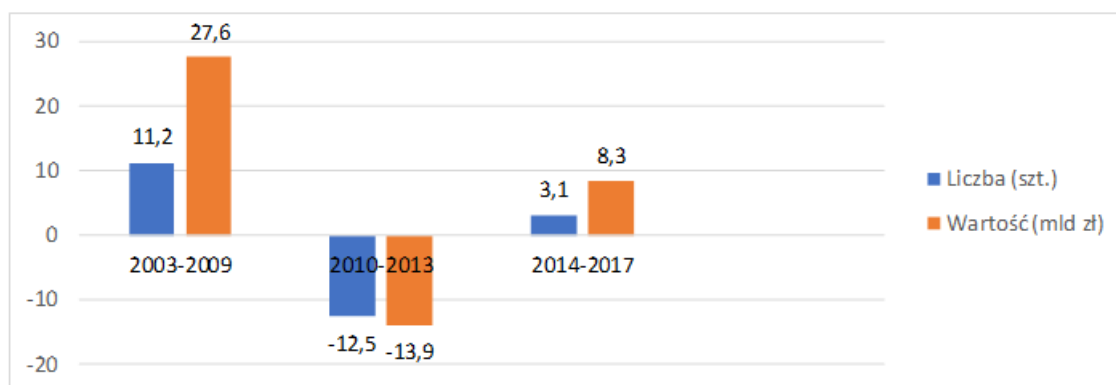
³⁵⁵ Główna G., *System finansowania nieruchomości...*, s. 87-88.

³⁵⁶ *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości* (4/2017), AMRON – SARFiN nr 34 z 28.02.2018.

2017 następuje ponowny wzrost liczby udzielonych kredytów mieszkaniowych w bankach, lecz z wyraźnie mniejszą dynamiką, niż w pierwszej fazie wzrostowej.

Rysunek 16 przedstawia przeciętną roczną stopę (%) zmiany liczby i wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce w poszczególnych podokresach. Jak widać w okresie 2003-2017, rynek ten rozwijał się w różnym tempie, ale największe jego przyspieszenie nastąpiło w latach 2003-2009. W tym czasie wystąpiło zjawisko ekspansji kredytów mieszkaniowych wywołane napływem kapitału zagranicznego. W latach 2010-2013 w Polsce na rynku mieszkaniowych kredytów hipotecznych ujawniły się silne tendencje spadkowe. Skutki kryzysu finansowego były dotkliwe dla całej gospodarki w Polsce. Lata 2014-2017 to wzrost liczby i wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce, jednak z mniejszą dynamiką niż w pierwszym okresie wzrostowym.

Rysunek 16. Przeciętna roczna stopa (%) zmiany liczby i wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce w poszczególnych podokresach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 30.

Wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe przy małej elastyczności podaży nieruchomości mieszkaniowych, powoduje wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych. Skutkuje to podwyższeniem rynkowej wartości zabezpieczenia wierzytelności, zmniejsza ryzyko kredytodawców i prowadzi do zwiększenia ich skłonności do angażowania się w finansowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych. Wśród banków powstaje fałszywe poczucie bezpieczeństwa: ceny nieruchomości rosną a stosunek kwoty kredytów do wartości nieruchomości maleje³⁵⁷. Wysoka dynamika kredytów bankowych na nieruchomości mieszkaniowe udzielanych w latach 2003-2007 spowodowana była m.in. dosyć szybkim przyrostem kredytów denominowanych w walutach obcych walutowych, głównie we franku szwajcarskim (CHF). W 2010 r. dynamika wzrostu należności wszystkich banków z tytułu kredytów przeznaczonych na finansowanie zakupu czy budowy nieruchomości mieszkaniowych wyrażonych w obcych walutach

³⁵⁷ Małkowska A., Marona B., *Podstawy gospodarowania nieruchomościami*, UE w Krakowie, Kraków 2012.

wyniosła 40,8%, zaś w przypadku kredytów wyrażonych w złotych dynamika wzrostu wyniosła 42,2%³⁵⁸. Duży portfel kredytów walutowych przeznaczonych na nieruchomości mieszkaniowe wpływał też na utrzymywanie się dosyć wysokiego poziomu ryzyka wynikającego m.in. z faktu, że zaciągane kredyty mają bardzo odległe terminy spłaty wynoszące średnio 30 lat, a dodatkowo zdecydowana większość gospodarstw domowych zaciągających te kredyty nie uzyskuje dochodów w walucie kredytu (np. w CHF). Wystąpienie kryzysu walutowego, doprowadziło do gwałtownego wzrostu poziomu zadłużenia gospodarstw domowych mających kredyty w tej walucie. W rezultacie wpłynęło to na pogorszenie jakości portfela kredytowego poszczególnych banków, co jednocześnie bardzo negatywnie odcisnęło się na sytuacji (wynikach finansowych) tych banków. Lata 2003-2017 pokazały, iż wraz ze wzrostem poziomu należności banków z tytułu zaciągniętych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe, dosyć szybko wzrastały ceny nieruchomości. Sytuacja ta wynikała głównie z nadal niedostatecznej podaży mieszkań oraz trwającego procesu dostosowywania cen polskich nieruchomości do poziomu cen na nieruchomości w innych krajach UE³⁵⁹. Rozwój gospodarczy, wzrost zarobków i zamożności Polaków, spadek bezrobocia oraz stabilizacja stóp procentowych przyczyniły się do zwiększonej akcji kredytowej banków w latach 2003-2007, a z drugiej strony obawa przed wzrostem cen mieszkań spowodowała wzmożony popyt gospodarstw domowych na nieruchomości mieszkaniowe³⁶⁰. Skutkiem tego liczba czynnych umów na kredyty mieszkaniowe obsługiwanych przez banki wzrosła z około 405 tys. szt. w 2003 roku do około 1 302 tys. szt. na koniec 2008 roku w Polsce (tab. 31).

Na tak wysoką dynamikę wzrostu liczby czynnych umów o kredyt mieszkaniowy wpływ miały korzystne uwarunkowania makroekonomiczne, które wystąpiły po 2004 roku na skutek przystąpienia Polski do Unii Europejskiej³⁶¹. Wpływ na zwiększenie liczby czynnych umów o kredyt miały także rządowe programy wsparcia. Późniejsze zmniejszenie dynamiki nowo udzielanych kredytów obserwowane w latach 2009-2010 było spowodowane zaostrzeniem polityki kredytowej banków w segmencie kredytów mieszkaniowych w okresie kryzysu finansowego.

³⁵⁸ Raport AMRON i ZBP, Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości VI. 2010 r.,

³⁵⁹ Ibidem.

³⁶⁰ Bylicki L., *Nieruchomość rolna i gruntowa w Polskim porządku prawnym*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku, Płock 2015.

³⁶¹ Doganowski R., *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa 2016.

Tabela 31. Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy w Polsce w latach 2003-2017 oraz kwota należności kredytowych banków z tytułu kredytów mieszkaniowych (w mld zł)

Rok	Liczba czynnych umów szt.	Dynamika Rok poprzedni =100%	Dynamika rok 2003=100%	Kwota należności kredytowych (mld zł)	Dynamika rok poprzedni=100%	Dynamika rok 2003 =100%
2003	405 320	-	-	55 698	-	-
2004	521 398	128,6	128,6	60 673	108,9	108,9
2005	717 187	137,5	176,9	69 534	114,6	124,8
2006	945 484	131,8	233,3	77 706	111,7	139,5
2007	1 135 684	120,1	280,2	116 840	150,3	209,7
2008	1 302 600	114,7	321,4	192 612	164,8	345,8
2009	1 374 099	105,8	339,0	214 892	111,6	385,8
2010	1 448 828	105,4	357,5	263 642	122,6	473,3
2011	1 630 694	112,5	402,3	313 704	118,9	563,2
2012	1 731 593	106,1	427,2	316 331	100,8	567,9
2013	1 819 796	105,0	449,0	330 792	104,5	593,9
2014	1 895 779	104,1	467,7	350 354	105,9	629,0
2015	1 994 677	105,2	492,1	374 082	106,7	671,6
2016	2 089 302	104,7	515,5	393 367	105,1	706,2
2017	2 123 623	101,6	523,9	388 795	98,8	698,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: danych z NBP, 2018.

Struktura walutowa kredytów hipotecznych diametralnie się zmieniała w Polsce w latach 2003-2017. Od lipca 2014 roku Komisja Nadzoru Finansowego zmieniała rekomendacje co do waluty, w której udzielany jest kredyt³⁶².

Kredytobiorcy sugerowali, że to właśnie banki namawiały ich do zaciągnięcia takiego kredytu, w związku z czym powinny teraz pomóc w ich spłacie. Pojawił się nawet pomysł przewalutowania kredytów po kursie z dnia zaciągnięcia kredytu. Banki informowały swoich klientów o ryzyku związanym z zaciąganiem takich kredytów, a Związek Banków Polskich podaje, że już w 2005 r. zalecał Generalnemu Inspektorowi Nadzoru Bankowego wydanie zakazu udzielania kredytów walutowych oraz ostrzegał w swoich publikacjach o zaciąganiu kredytów w walutach, w których nie osiąga się dochodów³⁶³.

Zarówno NBP, jak i KNF nie widziały podstaw do przewalutowania kredytów po kursie z dnia zaciągnięcia kredytu. Co więcej, NBP przeprowadził analizę sytuacji „frankowych” kredytobiorców, ukazując wpływ zmian stóp procentowych i kursu walutowego na obciążenia związane z kredytem. W badaniu wzięto pod uwagę trzy hipotetyczne kredyty walutowe na kwotę 300 tys. zł. zaciągniętych w 2006 roku, 2007 roku i 2008 roku, czyli wtedy gdy kurs złotego był wysoki, a większość kredytów walutowych to kredyty we frankach. Badania dowiodły, iż pomimo umocnienia się franka szwajcarskiego kredytobiorcy ponieśli średnio mniejsze koszty ich obsługi niż kredytobiorcy mający kredyt w walucie krajowej. Wpływ

³⁶² Rygiel K., *Nieruchomość jako przedmiot wyceny*, w: *Ile jest warta nieruchomość*, red. Mączyńska E. Strzelczyk R., *Prawo nieruchomości*, Wyd. C.H. Beck, Wydanie 5, Warszawa 2017.

³⁶³ Związek Banków Polskich, *O bankach i frankach*, Warszawa 2015, s. 12-19.

uwolnienia kursu CHF przez Bank Centralny Szwajcarii na obsługę kredytu został poniekąd zneutralizowany obniżeniem stóp procentowych o 50 punktów bazowych, co w konsekwencji zmniejszyło ryzyko kredytowe. Ponadto wzrost płac w latach 2012-2014 zmniejszył realną wysokość raty kredytu. NBP prognozował, iż sytuacja franka szwajcarskiego nie powinna być zagrożeniem ani dla gospodarstw domowych, ani dla systemu bankowego³⁶⁴.

Zaprezentowane dane (tab. 32) pozwalają stwierdzić, że w latach 2005-2006 było więcej kredytów zagrożonych w CHF niż w PLN. Podobnie stało się w roku 2008. Natomiast kolejne lata charakteryzowały się znacznie mniejszą ilością kredytów zagrożonych w CHF niż PLN. Największy dysonans widoczny jest w roku 2012, gdy liczba kredytów zagrożonych w CHF osiągnęła jedynie 6 mln, a w PLN było to 403 mln.

Tabela 32. Udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2005-2017 (mln zł)

Rok	Kredyty zagrożone ogółem	Kredyty zagrożone w PLN	Kredyty zagrożone w CHF
2003	297	102	191
2004	336	227	97
2005	365	121	243
2006	829	336	491
2007	1 997	1 032	956
2008	3 548	1 546	1928
2009	835	693	98
2010	823	657	39
2011	753	621	34
2012	428	403	6
2013	303	285	16
2014	260	250	8
2015	186	171	11
2016	101	88	8
2017	47	32	13

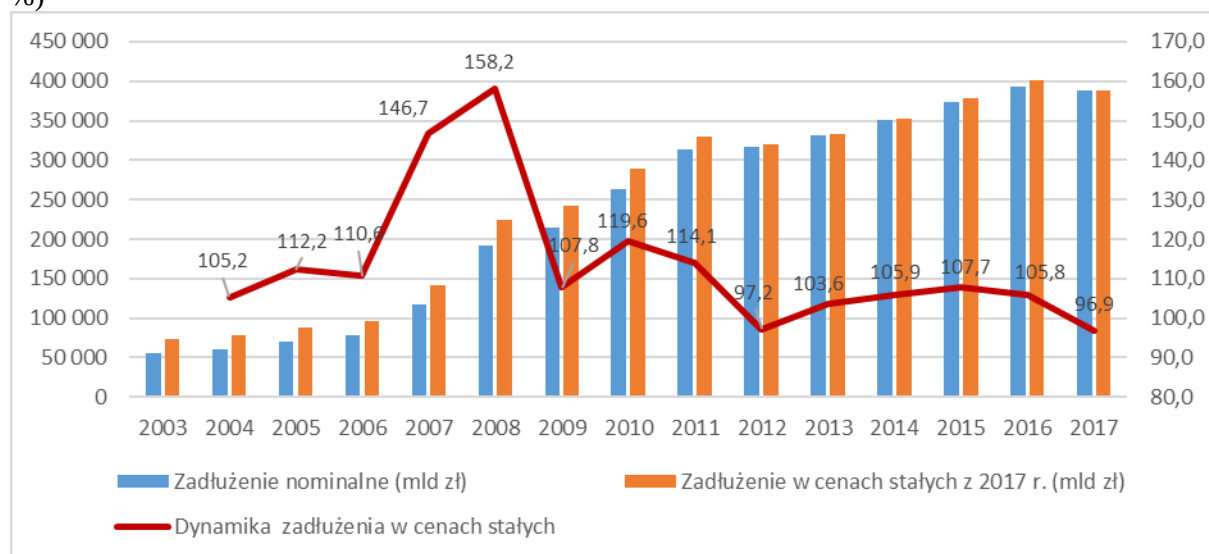
Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, *Wyniki badania portfela kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych gospodarstw domowych*, UKNF, Warszawa 2017.

Z danych zaprezentowanych na rysunku 17, wynika że nominalnie zadłużenie klientów w bankach z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrosło pomiędzy rokiem 2003 a 2017 blisko 6-krotnie (wskaźnik dynamiki 698%), zaś realnie (czyli po uwzględnieniu inflacji) wzrosło dokładnie o 425% (wskaźnik dynamiki 525,9%). Ponadto wykres liniowy na rysunku 17 wskazuje jak zmieniała się dynamika zadłużenia klientów z tytułu kredytów mieszkaniowych w ujęciu realnym. Widać szczególnie szybki wzrost zadłużenia w latach 2007-2008. W kolejnych latach realny wzrost zadłużenia był niższy, a w roku 2012 można było zaobserwować realny spadek zadłużenia z tego tytułu, który wskazuje na odłożony w czasie skutek zmniejszonej akcji kredytowej banków w tym segmencie rynku kredytowego

³⁶⁴ Raport Narodowego Banku Polskiego o stabilności systemu finansowego, Warszawa 2015, s. 37-40.

obserwowany w latach 2008-2009 i w roku 2012 (zob. tab. 30). W latach 2013-2016 zadłużenie klientów z tytułu kredytów mieszkaniowych ponownie rosło, ale dynamika była niższa niż w latach 2003-2011. Ponowny realny spadek zadłużenia zanotowano w roku 2017. Zmiany poziomu zadłużenia klientów banków z tytułu kredytów mieszkaniowych pokrywają się - z rocznym przesunięciem czasowym - ze zmianami liczby i kwoty nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, co potwierdza występowanie zmienności (cykliczności) koniunktury na tym rynku kredytowym. Generalnie jednak dane zaprezentowane na rysunku 17 wskazują, że stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017 charakteryzował się silną tendencją wzrostową. To zadłużenie klientów indywidualnych w bankach, szczególnie w ujęciu względnym (*per capita*, w relacji do PKB) rosło w Polsce znacznie szybciej w tym okresie, niż w większości krajów Unii Europejskiej, co zostało też wcześniej wykazane (tab. 27 i 28).

Rysunek 17. Stan zadłużenia kredytobiorców z tytułu kredytów mieszkaniowych w Polsce (w mld zł) w latach 2003-2017 w ujęciu nominalnym i realnym oraz dynamika zadłużenia w ujęciu realnym (w %)



Źródło: Raport AMARON – SARFiN, *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcji nieruchomości*, marzec 2010 i czerwiec 2017.

4.3.3. Charakterystyka rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017

Skłonność gospodarstw domowych do zaciągania zobowiązań jest ściśle powiązana z poziomem rozwoju gospodarczego, stąd ich najwyższe zadłużenie odnotowuje się w krajach rozwiniętych³⁶⁵. Poziom zadłużenia gospodarstw domowych w poszczególnych krajach jest

³⁶⁵ Cecchetti S.G., *The real effects of debt*, BIS Working Papers, No. 352, s. 8.

jednak silnie zróżnicowany, odzwierciedlając stopień rozwoju systemu finansowego, procesy demograficzne, skłonność społeczeństwa do oszczędzania i zadłużania się, rozwiązania systemu emerytalnego i zabezpieczenia społecznego oraz sytuację na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Oprócz malejących stóp procentowych i liberalnej polityki kredytowej banków komercyjnych zwiększony popyt na kredyty wynika z czynników demograficznych (wchodzenie pokoleń wyżu demograficznego w okres wieku średniego) oraz fiskalnych (ulgi w podatku dochodowym z tytułu wydatków na obsługę zadłużenia)³⁶⁶. Po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. w wielu krajach rozwiniętych odnotowano wyraźny spadek dynamiki popytu konsumpcyjnego, który poza wzrostem ryzyka utraty pracy i dochodów, można przypisać nadmiernemu zadłużeniu znacznej części gospodarstw domowych oraz podejmowanym próbom jego redukcji³⁶⁷.

Tabela 33. Zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych jako % dochodu rozporządzalnego rocznego w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017

Kraj	2003	2006	2008	2010	2012	2014	2017	Zmiana 2017-2003	Średnia dla lat 2003-2017 (%)
Wielka Brytania	127,4	169,1	171,1	158,1	152,7	151,7	154,0	26,6	154,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm>, 2018.

W odniesieniu do gospodarstw domowych zadłużenie obejmuje przede wszystkim kredyty i pożyczki, w tym również kredyty hipoteczne na zakup mieszkania czy domu³⁶⁸. Prezentowane w tabeli 33 dane dotyczące zadłużenia gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii definiowane jest jako procentowy udział zobowiązań w dochodzie rozporządzalnym rocznym³⁶⁹. Wielka Brytania charakteryzuje się wyższym przeciętnym udziałem długu w dochodzie gospodarstwa domowego aniżeli Polska. Średni procentowy udział zobowiązań w dochodzie rozporządzalnym gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 wynosił 154,9% (najniższy wskaźnik wynosi 127,4% w roku 2003, zaś najwyższy w 2008: 171,1%). W Wielkiej Brytanii procentowy udział zadłużenia w dochodzie rozporządzalnym od 2008 roku maleje z roku na rok. Dopiero od 2017 r. widać niewielki wzrost zadłużenia w dochodzie rozporządzalnym, tj. 154%. Zadłużenie gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii ujmowane w relacji do ich rocznego dochodu rozporządzalnego należy uznać za wysokie.

³⁶⁶ Bogacka-Kisiel E., *Finanse osobiste. Zachowania – Produkty – Strategie*, PWN, Warszawa 2012, s. 157.

³⁶⁷ Glick R., Lansing K. J., *U. s. household deleveraging and future consumption growth*, FRBSF Economic Letter, 2009, No. 16, s. 2.

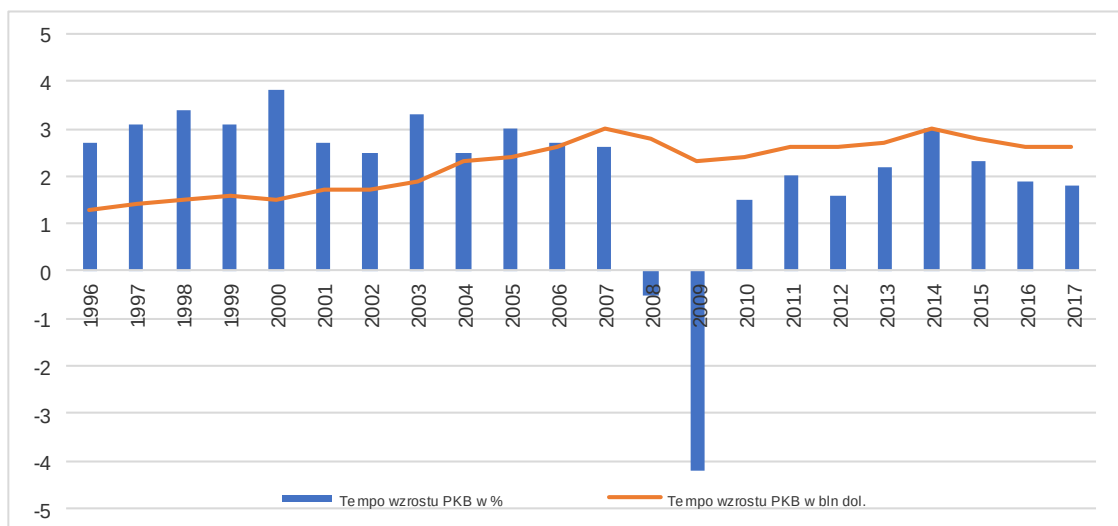
³⁶⁸ Gorlecka E.B., *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, nr 725, Kraków 2006.

³⁶⁹ Pietrasik A., Laskowski A., *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego*, Twigger, Warszawa 2004.

W latach 2003-2017 wynosiło ono średnio 154,9% co oznacza 1,5 krotność rocznego dochodu rozporządzalnego. Przypomnijmy, że w Polsce tym okresie wynosiło ono niespełna 50% rocznego dochodu rozporządzalnego, czyli było 3-krotnie niższe.

Do banków, które udzielają najwięcej kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii można zaliczyć: HSBC, Barclays oraz Lloyds TSB³⁷⁰. Dynamika PKB Wielkiej Brytanii w latach 1996-2007 średnio kształtowała się w przedziale 2,5-3%. Najwyższy poziom PKB odnotowano w 2000 roku: 3,8% (rys. 18). W 2008 roku w wyniku światowego kryzysu finansowego tempo wzrostu gospodarczego spadło do -0,47%, co oznacza recesję. W 2009 roku kryzys odczuwalny był w Wielkiej Brytanii szczególnie mocno, tempo wzrostu było ujemne i wyniosło -4,19%.

Rysunek 18. Kształtowanie się PKB w Wielkiej Brytanii w latach 1996-2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Banku Światowego, 2018.

Jak wcześniej wspomniano, wyjątkowo sprzyjające warunki ekonomiczne dla kredytowania na rynku nieruchomości mieszkaniowych to wzrost gospodarczy, niska inflacja, a wraz z nią niskie stopy procentowe³⁷¹. Ważny jest również spadek bezrobocia oraz wzrost wynagrodzeń, które zwykle towarzyszą wzrostowi gospodarczemu. Polepszenie warunków na rynku pracy daje większe poczucie bezpieczeństwa gospodarstwom domowym. W związku z tym powstają bardzo korzystne warunki do wzrostu popytu na kredyty mieszkaniowe³⁷².

³⁷⁰ Dewilde C., *The Financialization of Housing and Affordability in the Private Rental Sector*, HOWCOME Working Paper Series, no. 15, 2017.

³⁷¹ Dewilde C., Lancee B., *Income Inequality and Access to Housing in Europe*, European Sociological Review, vol. 29, no. 6, 2014.

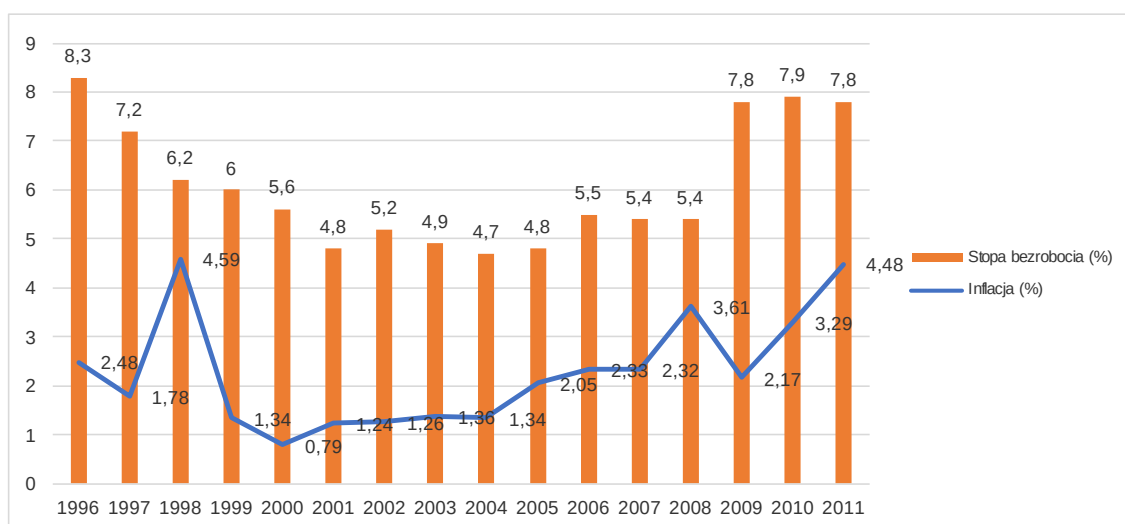
³⁷² Fahey T., Norris, M., *Housing in the Welfare State: Rethinking the Conceptual Foundations of Comparative Housing Policy Analysis*, International Journal of Housing Policy, 2011, 11; za: Dewilde C., Lancee B., *Income Inequality and Access to Housing in Europe*, European Sociological Review, vol. 29, no. 6, 2015.

W Wielkiej Brytanii inflacja była na wysokim poziomie w latach 1996-1999 po czym zaczęła spadać (rys. 19). Kolejny wzrost inflacji nastąpił w 2008 roku i był pochodną wybuchu kryzysu finansowego. Wzrost inflacji wiąże się standardowo z restrykcyjną reakcją banku centralnego. Z kolei podwyższenie stóp procentowych ogranicza możliwości finansowe gospodarstw domowych i wpływa na zahamowanie popytu na nieruchomości mieszkaniowe ze strony gospodarstw domowych³⁷³.

Konsumenci obawiając się pogorszenia swojej sytuacji finansowej nie są skłonni inwestować w niepłynne aktywa, takie jak np. nieruchomości wybierając bezpieczne aktywa o dużej płynności³⁷⁴. W Wielkiej Brytanii (rys. 19) inflacja wzrosła w 2008 roku do 3,61% z 2,32% w roku 2007, tj. o 1,29 p.p. Także w 2011 roku odnotowano wysoki poziom inflacji 4,48%, co było spowodowane luzowaniem polityki pieniężnej przez Bank Centralny. Następnie inflacja zaczęła spadać. W 2015 roku wskaźnik inflacji CPI wyniósł zaledwie 0,05%. W 2017 roku inflacja wzrosła nieznacznie i wynosiła 0,6%.

W Wielkiej Brytanii stopa bezrobocia od 1996 roku mniej więcej była na podobnym poziomie (rys. 19). Poziom ten kształtował się w przedziale od 6,2% w 1998 roku do 5,4% w 2008 roku. Jednak w 2009 roku odnotowano stopę bezrobocia na poziomie 7,8%. Wzrost stopy bezrobocia był wywołany narastającym kryzysem finansowym oraz zmniejszeniem zamówień w przemyśle. W 2012 roku bezrobocie wyniosło 8% po czym nastąpił spadek stopy bezrobocia. W 2017 roku poziom bezrobocia kształtował się na poziomie 4,4%.

Rysunek 19. Inflacja i stopa bezrobocia w Wielkiej Brytanii w latach 1996-2017 (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Banku Światowego, 2018

³⁷³ Fernandez R., Aalbers M.B., *Financialization and Housing: Between Globalization and Varieties of Capitalism*, Competition and Change, no. 20(2), 2016.

³⁷⁴ Wdowiński P., *Ekonometryczna analiza popytu na kredyt w polskiej gospodarce*, www.knf.gov.pl, 2011.

Głównym czynnikiem wpływającym na rozwój rynku kredytów hipotecznych w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2007 był wciąż występujący deficyt mieszkań i wysoki popyt na mieszkania. Również czynniki demograficzne, w tym wzrost napływu ludności z tytułu migracji zarobkowej, spowodowały zwiększone zapotrzebowanie na kredyty hipoteczne³⁷⁵. Ograniczone środki budżetowe nie pozwalały na szersze uruchomienie programów mieszkaniowych wspomaganych przez rząd lub jednostki samorządu terytorialnego. Dlatego w korzystnych ekonomicznie warunkach gospodarstwa domowe decydowały się na połączenie własnych oszczędności z kredytem hipotecznym by w ten sposób zaspokoić własne potrzeby mieszkaniowe³⁷⁶. W chwili wzrostu dostępności kredytu wzrastał też realny popyt na mieszkania. Wszystko to związane było ze wzrostem dochodów ludności w warunkach wzrostu gospodarczego, niskich stóp procentowych i spadku inflacji.

W Wielkiej Brytanii rynek nieruchomości mieszkaniowych jest wspierany rozwiniętym sektorem finansowym. Znajduje to potwierdzenie m.in. w wysokim udziale kredytów mieszkaniowych w całości aktywów sektora bankowego³⁷⁷. Kredyty mieszkaniowe zabezpieczone hipoteką na nieruchomości mieszkaniowe stanowią istotny instrument rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych. Wysoki popyt na tego typu instrumenty, a z drugiej strony konkurencja o klienta między bankami, skutkowałą często obniżaniem wymogów co do uzyskania zdolności kredytowej, a to stanowiło dodatkowy czynnik zwiększający popyt na kredyty mieszkaniowe i tym samym napędzało popyt na mieszkania³⁷⁸.

W Wielkiej Brytanii popularnością cieszą się również pożyczki hipoteczne. Banki posiadają w swojej ofercie także inne produkty finansowe zabezpieczone hipoteką nakładaną na nieruchomości mieszkaniowe. Jednak ich wolumen w porównaniu do kredytów hipotecznych mieszkaniowych jest znacznie mniejszy³⁷⁹.

Stan należności kredytowych banków z tytułu kredytów mieszkaniowych (*total outstanding residential loans*) wskazuje, że w latach 2003-2006 miał miejsce bardzo dynamiczny wzrost tej wielkości (tab. 34). Dynamiczny przyrost zadłużenia mieszkańców Wielkiej Brytanii z tytułu tego rodzaju kredytów nieco wyhamował już w roku 2007, ale łącznie w latach 2003-2007 występowała wyraźna faza wzrostowa na rynku kredytów mieszkaniowych. Faza

³⁷⁵ Fernandez R., Aalbers M.B., *Housing and Capital in the 21st Century: Realigning Housing Studies and Political Economy*, Housing, Theory and Society, no. 34, 2017.

³⁷⁶ Krippner G.R., *The Financialisation of the American Economy*, Socio-Economic Review, 3(2), 2006.

³⁷⁷ Sawyer M., *Financial Development, Financialisation and Economic Growth*, FESSUD Working Paper Series, no. 21, 2014.

³⁷⁸ Dewilde C., De Decker P., *Changing Inequalities in Housing Outcomes across Western Europe*, Housing, Theory and Society, 2017.

³⁷⁹ Bracke P., *How Long Do Housing Cycles Last? A Duration Analysis for 19 OECD Countries*, IMF Working Paper WP/14/231, 2014.

spadkowa miała miejsce w latach 2008-2010 (tab. 34). Szczególnie silny spadek należności banków z tytułu kredytów hipotecznych sięgający 21%, w porównaniu do poziomu z roku 2007 miał miejsce w roku 2008. W kolejnych dwóch latach (2009-2010) nastąpiło pewne odbicie, ale w dalszym ciągu poziom należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych był znacząco niższy niż przed kryzysem finansowym, którego pierwsze skutki były widoczne już w 2007 r. W latach 2011 do 2017 następuje ponowny wzrost wolumenu kredytów mieszkaniowych w bankach, lecz z wyraźnie mniejszą dynamiką niż w pierwszej fazie wzrostowej. W latach 2003-2007 należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych osiągały nominalną średnioroczną stopę wzrostu na poziomie aż 11,5%, podczas gdy w latach 2011-2017 przyrastały średniorocznie zaledwie o 1,4% (rys. 20). Z kolei w fazie spadkowej średnioroczna stopa zmiany wolumenu tych kredytów wynosiła -4,1%.

Analiza wolumenu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych wskazuje na analogiczne fazy w kształtowaniu się koniunktury na rynku kredytów mieszkaniowych, jednakże jeszcze wyraźniej, niż stan należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych, ilustruje zmienność tej koniunktury (tab. 34).

Tabela 34. Należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych oraz kwota nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii [w mln euro] w latach 2003-2017

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Kredyty mieszkaniowe (mln euro)		Dynamika łącznej kwoty należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych		Dynamika kredytów udzielonych (brutto) w danym roku*	
		Łączna kwota należności banków	Kredyty udzielone w danym roku (brutto)*	Rok poprzedni =100%	rok 2003 =100%	Rok poprzedni =100%	rok 2003 =100%
2003	Faza intensywnego wzrostu	1 099 022	400 759	-	100,0	-	100,0
2004		1 244 573	429 081	113,2	113,2	107,1	107,1
2005		1 411 090	414 525	113,4	128,4	96,6	103,4
2006		1 567 072	500 100	111,1	142,6	120,6	124,8
2007		1 576 978	521 381	100,6	143,5	104,3	130,1
2008	Faza spadku (kryzysu)	1 245 107	311 202	79,0	113,3	59,7	77,7
2009		1 342 736	157 779	107,8	122,2	50,7	39,4
2010		1 392 970	155 981	103,7	126,7	98,9	38,9
2011	Faza wzrostu	1 439 814	159 303	103,4	131,0	102,1	39,8
2012		1 501 265	178 217	104,3	136,6	111,9	44,5
2013		1 483 422	209 257	98,8	135,0	117,4	52,2
2014		1 612 453	252 301	108,7	146,7	120,6	63,0
2015		1 755 387	305 457	108,9	159,7	121,1	76,2
2016		1 546 503	300 881	88,1	140,7	98,5	75,1
2017		1 539 979	293 154	99,6	140,1	97,4	73,1

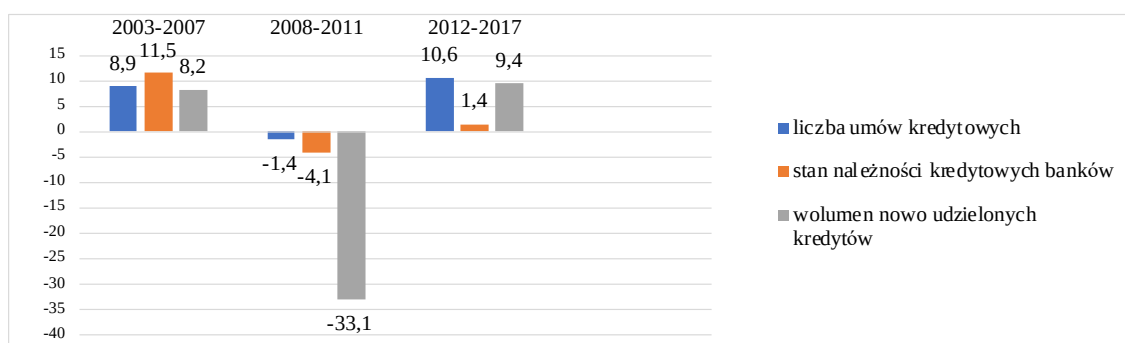
* wartość nowo udzielonych kredytów bez uwzględnienia spłaty rat kredytowych od tych kredytów.

Źródło: EMF, Hypostat 2018. *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, European Mortgage Federation, September 2018.

W latach 2003-2007 banki z roku na rok zwiększały wolumen akcji kredytowej w zakresie mieszkaniowych kredytów hipotecznych od 400 mln euro w roku 2003 do 521 mln eu-

ro w roku 2007 (warto dodać, że w roku 2002 akcja kredytowa wyniosła 351 mln euro). Średnioroczna stopa wzrostu tych kredytów w latach 2003-2007 wynosiła 8,2%. W latach 2008-2010 wolumen nowo udzielanych przez banki kredytów mieszkaniowych uległ drastycznemu spadkowi do poziomu 155 mln euro, czyli zaledwie 29,9% tego poziomu akcji kredytowej, jaka miała miejsce w roku 2007. Średnioroczna stopa spadku wolumenu tych kredytów wynosiła wówczas aż 33,1% (rys. 20). Od roku 2011 można było obserwować ponowny wzrost akcji kredytowej banków w tym segmencie rynku (tab. 34). W roku 2015 wolumen nowo udzielonych kredytów był już niemal 2-krotnie wyższy, niż w roku 2010, ale wciąż aż o 41,4% niższy, niż w szczytowym pod tym względem roku 2007. To wskazuje o skali boomu kredytowego tuż przed pęknięciem bańki cenowej na rynku nieruchomości i „wybuchem” kryzysu finansowego. W latach 2016-2017 m.in. na skutek ogłoszonego *Brexitu*, znów akcja kredytowa banków uległa pewnemu wyhamowaniu (w roku 2017 o niespełna 4% w stosunku do roku 2015). Generalnie w latach 2011-2017 średnioroczna stopa wzrostu nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych wynosiła 9,4%, jednakże należy pamiętać o tym, że poziom od którego notowany jest ten wzrost był znacznie niższy niż w pierwszej fazie wzrostowej (lata 2003-2007). W efekcie na koniec roku 2017 wolumen nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych był nominalnie o 26,9% niższy niż w roku 2003 (realnie o 45,7%) i aż 43,8% niższy niż w roku 2007 (realnie o 54,8%).

Rysunek 20. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych oraz wolumenu i liczby nowo udzielonych kredytów w latach 2003-2017



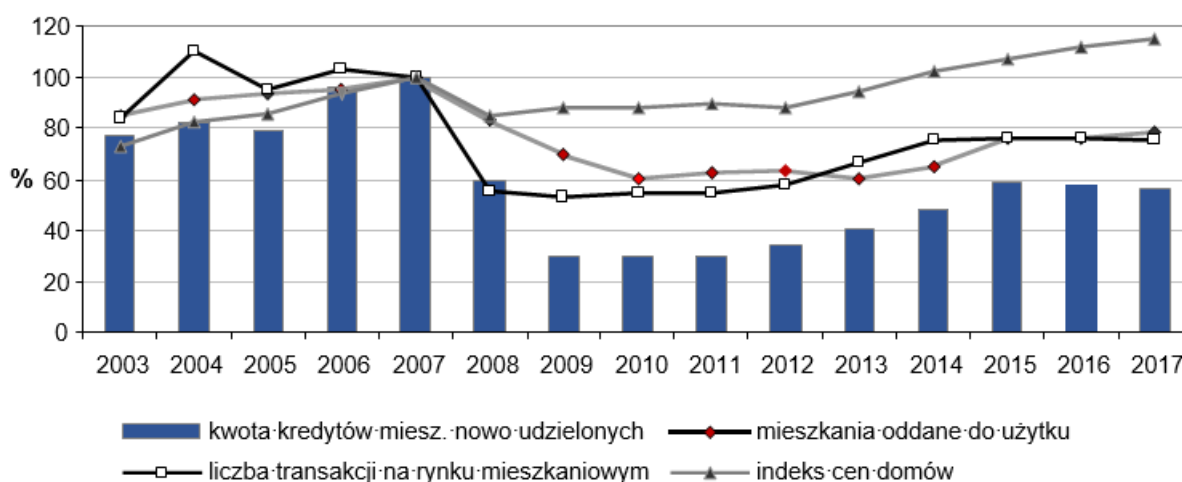
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 34.

Wskaźniki dynamiki podstawowych wielkości rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz wolumenu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych wskazują na powiązanie między tymi dwoma rynkami (rys. 21). Widać wyraźnie, że wzrostowi nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych w latach 2003-2007, towarzyszy wzrost nowo oddawanych mieszkań, wzrost cen domów oraz wzrost liczby transakcji na rynku mieszkaniowym. Z kolei bardzo

duże zmniejszenie podaży kredytów mieszkaniowych jest powiązane ze spadkiem wymienionych wyżej podstawowych zmiennych rynku kredytów mieszkaniowych.

Według statystyk *Financial Conduct Authority* (FCA) liczba rachunków kredytowych mieszkaniowych dla osób fizycznych w roku 2007 wynosiła 15,5 mln i w kolejnych latach (2008-2012) podlegała niewielkim wahaniom, mieszcząc się pomiędzy 15,7 mln a 15,1 mln sztuk. Od roku 2012 można obserwować spadek liczby rachunków kredytowych od 14,2 mln sztuk na koniec 2012 roku do 13,5 mln sztuk na koniec roku 2017³⁸⁰.

Rysunek 21. Dynamika wybranych parametrów rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii na tle dynamiki nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (% , rok 2007=100%)



Źródło: <https://www.fca.org.uk/data/mortgage-lending-statistics>, 2018.

Kwota zadłużenia osób fizycznych z tytułu kredytów mieszkaniowych - według danych *FCA* - wykazywała trend wzrostowy od 1 159 mld £ w roku 2007 do 1 395 mld £ w 2017 roku (tab. 35). W efekcie przeciętne zadłużenie na jednym rachunku zwiększyło się z 75 tys. £ na koniec 2007 r. do 103,2 tys. £ na koniec 2017 r. Problem fluktuacji akcji kredytowej banków na rynku kredytów mieszkaniowych lepiej niż kwota obliża kredytowego banków z tytułu tych kredytów ilustruje kwota udzielanych co roku nowych kredytów. W tym przypadku widać, iż kryzys na rynku mieszkaniowym i kryzys finansowy odcisnęły się na skali tego kredytowania (tab. 35). Tendencje zaobserwowane w tym zakresie potwierdzają te, które były opisane w tabeli 35 dla wszystkich udzielanych kredytów mieszkaniowych, przy czym jeśli chodzi o kredyty dla osób fizycznych, to w ostatnich 2 latach badanego okresu (2016-2017) utrzymywał się trend wzrostowy, podczas gdy dla kredytów mieszkaniowych ogółem obserwowano niewielki spadek. Różnice w poziomie dynamiki, czy nawet kierunku zmian wolu-

³⁸⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/mortgage-lenders-and-administrators/2022/2022-q3>.

menu kredytów pomiędzy danymi zaprezentowanymi w tabeli 34 i tabeli 35 mogą jednak wynikać z faktu, że kredyty zaprezentowane w tabeli 34 (dane *European Mortgage Federation*) są ujęte w euro, ponadto obie zbiorowości nie są w pełni tożsame, gdyż dane EMF (z raportów *HYPOSTAT*) dotyczą ogółu kredytów mieszkaniowych dla rezydentów, zaś dane FCA dotyczą kredytów dla osób fizycznych.

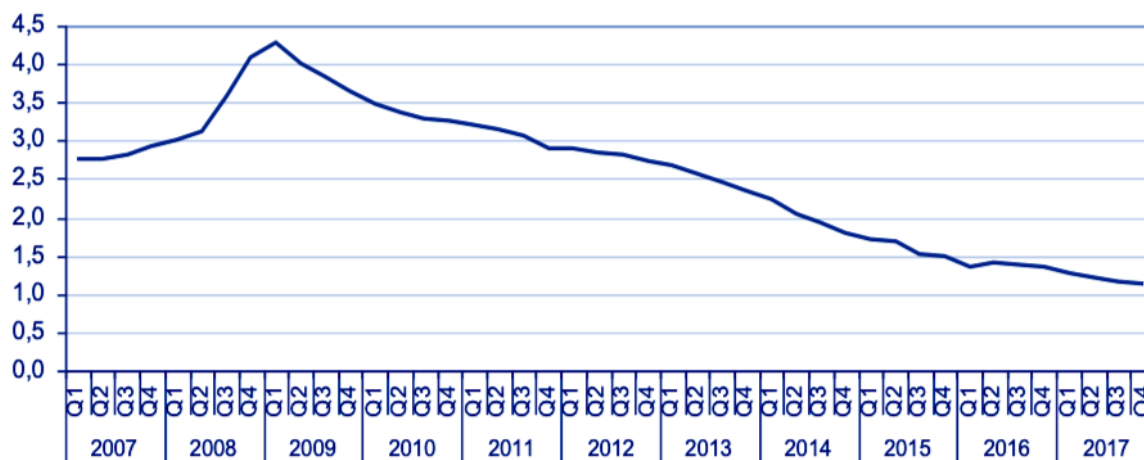
Interesujący jest udział banków w wolumenie kredytów/pożyczek mieszkaniowych oraz odsetek kredytów przeznaczonych na zakup nieruchomości w relacji do kredytów służących rolowaniu długów hipotecznych. Jak pokazują dane tabeli 35 w momencie szczytu koniunktury udział banków w rynku kredytów/pożyczek mieszkaniowych sięgał 80,1% po czym wzrósł do 91,6%, aby w kolejnych latach (2009-2011) ustabilizować się na poziomie ok. 83%.

Tabela 35. Wartość kredytów mieszkaniowych dla osób fizycznych w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2017 [w mln £] – stan na koniec IV kwartału

Rok	Stan zadłużenia	Kredyty nowo udzielone	Dynamika rok poprzedni =100%	Udział banków w wolumenie kredytów/pożyczek mieszkaniowych	Kredyt na zakup nowego domu/mieszkania (%)	Kredyty na refinansowanie (<i>Remortgage</i>)
2007	1 159 862	377 079	-	80,1	53,6	49,3
2008	1 200 716	228 844	60,7	91,6	38,2	53,5
2009	1 207 301	141 483	61,8	83,0	62,0	29,7
2010	1 213 054	147 028	103,9	82,6	60,6	31,4
2011	1 218 463	153 339	104,3	83,2	61,3	32,2
2012	1 228 899	148 156	96,6	91,7	66,1	27,8
2013	1 238 923	184 543	124,6	92,4	68,1	26,4
2014	1 260 123	202 257	109,6	90,3	70,9	23,6
2015	1 291 409	230 340	113,9	91,0	69,5	24,8
2016	1 337 820	251 425	109,2	92,3	66,5	27,2
2017	1 395 795	265 225	105,5	91,8	64,5	29,6

Źródło: <https://www.fca.org.uk/data/mortgage-lending-statistics>, 2018.

Rysunek 22. Wskaźnik kredytów zagrożonych w segmencie kredytów mieszkaniowych dla osób fizycznych (%) w latach 2007-2017 (ujęcie kwartalne)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: FCA, <https://www.fca.org.uk/data/mortgage-lending-statistics>, 2018.

W okresie ponownej fazy wzrostowej na rynku mieszkaniowym udział banków wzrósł do ponad 90%. O sytuacji na rynku kredytowym informuje także wskaźnik udziału kredytów na zakup nieruchomości w wolumenie kredytów mieszkaniowych ogółem, który w badanym okresie oscylował od 38,2% w momencie pęknięcia bańki na rynku mieszkaniowym do 70,9% w roku 2014. Pozostała część kredytów mieszkaniowych to głównie kredyty na refinansowanie nieruchomości mieszkaniowych, które w sytuacji dobrej koniunktury sięgają ok. 1/4 portfela kredytów hipotecznych mieszkaniowych, ale w okresie kryzysu finansowego przekraczały nawet połowę portfela kredytowego (tab. 35).

Na rysunku 22 przedstawiono poziom wskaźnika kredytów zagrożonych w segmencie kredytów mieszkaniowych dla osób fizycznych. Widać, że w latach 2007-2008 jakość portfela kredytowego banków uległa pogorszeniu, tj. wskaźnik kredytów zagrożonych uległ wzrostowi z 2,75% do 4,3%, jednakże od początku 2009 r. obserwować można stabilny trend spadkowy tego wskaźnika.

Bez wątpienia pogorszenie jakości portfela kredytów mieszkaniowych w okresie kryzysu finansowego i kryzysu gospodarczego w Wielkiej Brytanii, miało wpływ na pogorszenie dostępu klientów do tego typu kredytów, gdyż banki podniosły wymogi kredytowe.

Wielka Brytania nie ma problemów z kredytami mieszkaniowymi w walucie obcej, dlatego, że banki angielskie w zasadzie nie udzielają takich kredytów. Jest co prawda możliwość zaciągnięcia kredytu mieszkaniowego na przykład w euro, ale dotyczy to jedynie osób, które pracują w strefie euro oraz chcą spłacać kredyt mieszkaniowy w tej walucie.

Tabela 36. Liczba i dynamika czynnych umów o kredyt mieszkaniowy w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017

Rok /faza koniunktury na rynku nieruchomości		Liczba czynnych umów mln szt.	Dynamika rok poprzedni=100%	Dynamika rok 2007=100%
2003	Faza intensywnego wzrostu	11,2	-	72,3
2004		12,6	112,5	81,3
2005		13,5	107,1	87,1
2006		14,8	109,6	95,5
2007		15,5	104,7	100,0
2008	Faza spadku (kryzysu)	15,6	100,6	100,6
2009		15,4	98,7	99,4
2010		15,2	98,7	98,1
2011		15,0	98,6	96,8
2012	Faza wzrostu	14,3	95,3	92,3
2013		13,8	96,5	89,1
2014		13,4	97,1	86,5
2015		13,2	98,5	85,2
2016		13,3	100,7	85,8
2017		13,4	100,7	86,5

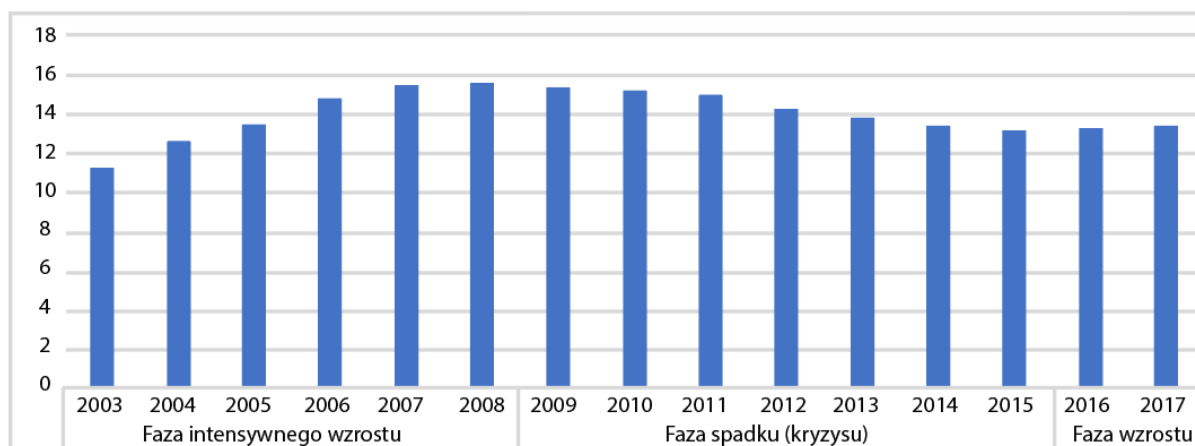
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: National Statistic, Mortgage Office Shaftesbury, <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/mortgage-lenders-and-administrators/2022/2022-q3>. 2018.

W tabeli 36 przedstawiono liczbę czynnych umów o kredyt mieszkaniowy w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017. W 2003 roku banki obsługiwały 11,2 mln sztuk kredytów mieszkaniowych, natomiast w 2017 liczba czynnych rachunków z tego tytułu wynosiła 13,4 mln sztuk. Wynika z tego, że gospodarstwa domowe z roku na rok zaciągały coraz więcej kredytów mieszkaniowych do roku 2008, kiedy miała miejsce tendencja spadkowa w zakresie liczby czynnych umów kredytowych, co było spowodowane skutkami światowego kryzysu finansowego. Dlatego aby nie dopuścić do podobnej sytuacji jaka miała miejsce w latach kryzysu finansowego organy nadzorcze w Wielkiej Brytanii, kładą duży nacisk na odpowiednią politykę kredytową w segmencie klienta indywidualnego oraz jego bezpieczeństwo³⁸¹.

Liczba czynnych umów kredytowych to jeden z elementów sytuacji na rynku kredytów mieszkaniowych, który nie musi pokrywać się z innymi elementami tej sytuacji (np. kwota udzielanych kredytów). Liczba umów rządzi się pewną bezwładnością i dlatego nie odzwierciedla dobrze zmian koniunktury na tym rynku. Dlatego fazy opisujące ten element nie muszą pokrywać się z fazami opisującymi rzeczywistą koniunkturę na rynku kredytów mieszkaniowych.

³⁸¹ Johansson A., Heady C., Arnold J., Brys B., Vartia L., *Tax and Economic Growth*, OECD Economics Department Working Papers, No. 620, 2011.

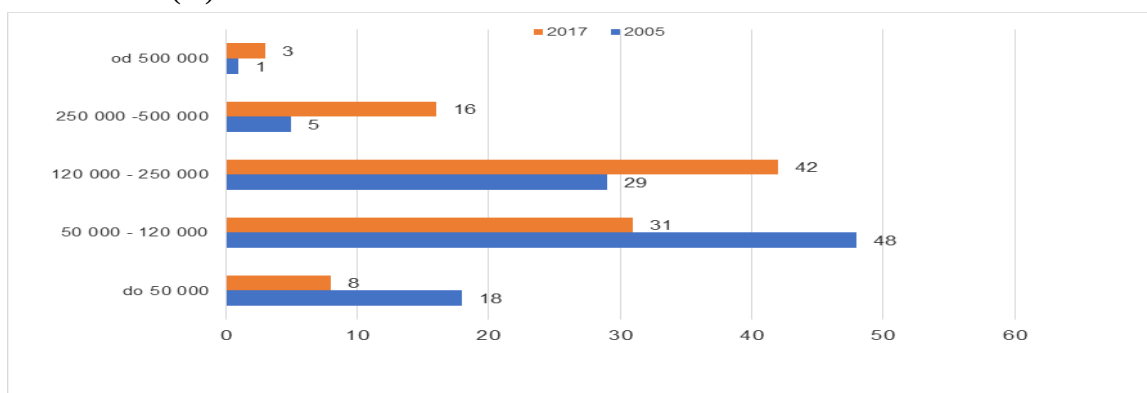
Rysunek 23. Liczba czynnych umów na kredyty hipoteczne w Wielkiej Brytanii (w mln szt.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 36.

Rysunek 23 ukazuje zmianę liczby czynnych umów na mieszkaniowe kredyty hipoteczne w Wielkiej Brytanii w poszczególnych okresach. Jak widać w okresie 2003-2017 rynek rozwijał się w różnym tempie, ale największe jego przyspieszenie nastąpiło w latach 2003-2008. W tym czasie wystąpiło zjawisko ekspansji kredytów mieszkaniowych wywołane luzowaniem polityki pieniężnej dotyczącej zwiększenia ilości kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych³⁸². W latach 2009-2015 w Wielkiej Brytanii na rynku kredytów hipotecznych ujawniły się silne tendencje spadkowe. Skutki pęknięcia bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych były wyjątkowo dotkliwe dla całej gospodarki z uwagi na duży udział mieszkań w majątku gospodarstw domowych oraz mieszkaniowych kredytów hipotecznych i instrumentów finansowych z nimi powiązanych w aktywach podmiotów sektora finansowego³⁸³.

Rysunek 24. Struktura udzielonych kredytów według kwoty kredytu w Wielkiej Brytanii od 2005 roku do 2017 roku (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: FCA, Mortgage lending statistics, 2018.

³⁸² MFW, *Global Financial Stability Report. Housing Finance and Financial Stability-Back to Basics?*, 2015.

³⁸³ Miles D., Pillonca V., *Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets*, Oxford Review of Economic Policy Vol. 24, 2014.

Rysunek 24 przedstawia strukturę udzielonych kredytów według kwoty kredytu w Wielkiej Brytanii od 2005 roku do 2017 roku (%). Największą zmianę w strukturze nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych odnotowano w przedziale kwotowym od 50 000£ do 120 000£. Jest to spadek o 17 p.p. w porównaniu do 2005 roku. W analogicznym czasie zmniejszył się udział kredytów do 50 000£ i stanowił w 2017 roku 8%, tj. spadek o 10 p.p. W pozostałych przedziałach kwotowych odnotowano wzrosty. Najwięcej, bo o 13 p.p. zwiększył się odsetek kredytów mieszkaniowych w kwocie od 120 000£ do 250 000£, który 2017 roku wyniósł 42%. Należy również odnotować fakt, że odsetek kredytów o wartości od 500 000£ zwiększył się w tym okresie o 2 p.p. i wyniósł 3%.

W latach 2005-2008 ok. 4% kredytów było udzielanych kredytobiorcom o złej historii kredytowej. Po kryzysie finansowym z 2008 roku banki w Wielkiej Brytanii zaostrzyły kryteria w przyznawaniu kredytów hipotecznych, co skutkowało tym, iż takie kredyty w zasadzie nie były już udzielane.

Swobodny dostęp do rynku kredytowego może mieć negatywne konsekwencje w postaci nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych. W przypadku niektórych gospodarstw domowych mogą wystąpić problemy ze spłatą długów. Taka sytuacja może prowadzić do występowania tzw. „pętli zadłużania”. Przyczyn tego stanu rzeczy nie należy upatrywać wyłącznie w dostępności kredytu. Czynniki stwarzające sytuację problematycznego zadłużania mają swoje źródło w zachowaniu finansowym (lekkomyślność i życie ponad stan) oraz w oczekiwanych i nieoczekiwanych zdarzeniach zakłócających równowagę finansową gospodarstwa domowego. Należą do nich spadek dochodu wskutek zaprzestania pracy lub ograniczenia jej wymiaru oraz kłopoty rodzinne.

4.3.4. Polityka banków w zakresie finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych

Koniunktura na rynku kredytów hipotecznych zależy od wielu czynników. Duży wpływ mają decyzje organów odpowiedzialnych za procedury, ustalanie rekomendacji co do udzielanych kredytów. Zarówno bank centralny poprzez politykę pieniężną, jak i nadzór finansowy stoją na straży przestrzegania wszelkich prawidłowości, a poprzez swoje decyzje warunkują kształtowanie się rynku, mimo iż nie mają bezpośredniego kontaktu z kredytobiorcami³⁸⁴.

Działalność banków jest obarczona ryzykiem ze względu na sytuację makroekonomiczną, ryzyko kursowe i stopy procentowej oraz ryzyko związane z długoterminowym finansowaniem nieruchomości mieszkaniowych. Stąd też funkcjonowanie, kierunki rozwoju i zmian

³⁸⁴ Muellbauer J., *Housing, Credit and Consumer Expenditure*, CEPR Discussion Papers, No 6782, 2015.

zachodzących w sferze kredytowania hipotecznego są ściśle powiązane z rynkiem mieszkaniowym, a każde zmiany zachodzące na tym rynku oddziałują na poszczególne sfery rynku kredytów mieszkaniowych³⁸⁵.

Rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych w dużym stopniu zależy od dostępności metod finansowania tego rynku. Zdecydowana większość podmiotów przy inwestowaniu w nieruchomości mieszkaniowe wykorzystuje kapitał obcy, głównie kredyt bankowy, jako podstawowe źródło finansowania inwestycji. Zatem im większa będzie dostępność kredytowa zarówno dla osób fizycznych, jak i dla przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości mieszkaniowych, tym więcej inwestycji będzie mogło być zrealizowanych³⁸⁶.

Dostęp do kredytów mieszkaniowych zależy od polityki kredytowej banków. Zaostrzanie tej polityki najczęściej będzie hamowało rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych, natomiast jej łagodzenie będzie pozwalało na większy dostęp do kapitału, a tym samym na większą liczbę inwestycji oraz liczbę zawieranych na rynku nieruchomości mieszkaniowych transakcji. Należy także podkreślić, iż z uwagi na specyfikę finansowania rynku nieruchomości (nie tylko mieszkaniowych), zasady polityki kredytowej banku muszą być rzetelnie sformułowane i przestrzegane przez bank³⁸⁷.

Działalność banków angażujących się w proces finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych jest szczególnym rodzajem aktywności gospodarczej, obciążonym złożonym ryzykiem z uwagi na:

- długoterminowy charakter finansowania,
- dużą zależność od sytuacji makroekonomicznej kraju i cykliczności gospodarki,
- niską płynność aktywów,
- konieczność zaangażowania znacznej ilości środków,
- ryzyko spadku cen mieszkań stanowiących zabezpieczenie kredytu,
- ryzyko stopy procentowej,
- ryzyko kursowe (w przypadku udzielania kredytów walutowych/indeksowanych do walut),
- możliwość utraty zdolności kredytowej kredytobiorcy w okresie trwania umowy,
- problemy z dostępem do rzetelnych źródeł informacji na temat rynku nieruchomości mieszkaniowych,

³⁸⁵ Główna G., *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny.....*, s. 97.

³⁸⁶ Oxley M., Brown T., Nadin V., Qu L., Tummers L., *Review of European Planning Systems*, Centre for Comparative Housing Research, Leicester Business School, 2011.

³⁸⁷ Gordon K., *Risk assessment in development lending*, Briefings in real estate finance banner, CPD Capital-Mortgages, Kanada 2006, s. 7-26.

- lokalny charakter nieruchomości mieszkaniowych³⁸⁸.

Biorąc powyższe pod uwagę banki powinny tworzyć odpowiednie zasady polityki kredytowania nieruchomości mieszkaniowych. Zasady te powinny:

- zapewniać rozdzielenie funkcji związanych z pozyskiwaniem kredytobiorców i sprzedażą kredytów od funkcji związanych z obszarem bezpośredniej analizy wniosków kredytowych oraz oceną ryzyka i podejmowaniem decyzji kredytowej,
- ustalać politykę dywersyfikacji portfela kredytowego i ustanawiać limity dla kredytów na nieruchomości mieszkaniowe w podziale na typy i rynki geograficzne,
- ustalać odpowiednie warunki i procedury udzielania kredytów mieszkaniowych,
- ustanawiać ostrożne standardy udzielania kredytu mieszkaniowego (np. wskaźniki DtI, LtV), które są jasne i precyzyjne oraz spójne z wytycznymi nadzorczymi,
- ustanawiać procedury administrowania kredytami mieszkaniowymi, łącznie z ich dokumentowaniem, wypłatą, przeglądem kredytu, badaniem zabezpieczenia i windykacją zadłużenia,
- ustanawiać regulaminy i procedury wyceny nieruchomości mieszkaniowej,
- zapewnić, aby pracownicy banku monitorowali portfel kredytowy i dostarczali punktualnych i adekwatnych sprawozdań zarządowi,
- ustanawiać skuteczne mechanizmy kontroli³⁸⁹.

Polityka kredytowa banku w aspekcie finansowania inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest inna w stosunku do klienta indywidualnego oraz do przedsiębiorstwa realizującego inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe³⁹⁰. Niektóre z wyżej wymienionych czynników są brane pod uwagę przy obu rodzajach kredytobiorców, jednak zdecydowanie bardziej rozbudowane zasady odnoszą się do przedsiębiorstw, deweloperów, którzy zaciągają dużo wyższe kredyty niż klienci indywidualni.

Zasady udzielania kredytów dla przedsiębiorstw realizujących inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe powinny określać również pewne wymagania dotyczące m.in.:

- analizy opłacalności inwestycji i wrażliwości na ryzyko (np. wrażliwości prognoz dotyczących dochodu na zmiany czynników ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, współczynnik pustostanów lub koszty operacyjne);
- minimalnej liczby zawartych przedwstępnych umów najmu lub sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych, które umożliwią obsługę zadłużenia;

³⁸⁸ NBP, *Jakość aktywów*, Finansowanie rynku nieruchomości, Warszawa 2007.

³⁸⁹ Ibidem.

³⁹⁰ Pedro J.B., Meijer F., Visscher H., *Comparison of building permit procedures in European Union countries*, OTB Research Institute for the Built Environment, Delft University of Technology, 2013.

- wstępnych inwestycji i utrzymania na stałym poziomie udziału własnego kredytobiorcy;
- warunków przedwstępnych umów najmu i sprzedaży nieruchomości oraz minimalnej liczby nieruchomości mieszkaniowych oddawanych do użytku w określonym czasie³⁹¹.

Na decyzje gospodarstw domowych odnośnie do zaciągania kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii wpływa polityka kredytowa banków. Zwiększenie wymogów kredytowych dla gospodarstw domowych wpływa na odłożenie decyzji o nabyciu mieszkania lub zmusza kredytobiorcę do nabycia mieszkania w gorszym standardzie³⁹². Zaostrzona polityka kredytowa banków w stosunku do gospodarstw domowych trwająca długi okres, może prowadzić do zmniejszenia popytu na rynku nieruchomości mieszkaniowych. To z kolei może wpływać na decyzje banku o finansowaniu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

Niższe ceny nieruchomości mieszkaniowych zwiększą potencjalną dostępność mieszkaniową. Spadki cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych są rzadkie i mogą nie wystarczyć, aby gospodarstwa domowe zaczęły nabywać nieruchomości mieszkaniowe³⁹³. Wpływ na to może mieć zaostrzona polityka kredytowa banków w segmencie kredytów mieszkaniowych wywołana przez wprowadzenie odpowiednich rekomendacji nadzoru finansowego, zła sytuacja gospodarcza oraz pogorszenie jakości portfela kredytów mieszkaniowych.

Wprowadzenie wytycznych, które wskazują jaka powinna być wartość wskaźnika LtV dla kredytów hipotecznych zabezpieczonych na nieruchomościach mieszkaniowych w dniu udzielenia kredytu, jest prawidłowym rozwiązaniem. Dodatkowym zabezpieczeniem jest obowiązkowe ubezpieczenie brakującego wkładu własnego lub blokada środków na rachunku bankowym³⁹⁴. Tego typu wytyczne wymagają od kredytobiorcy posiadania własnych oszczędności. Jednakże, wejście w życie tych zmian powoduje ograniczenie popytu na kredyty mieszkaniowe oraz może wpłynąć niekorzystnie na rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych. Znaczna grupa klientów indywidualnych może odłożyć decyzję o zakupie nieruchomości na dalsze lata, a dla niektórych zakup mieszkania może stać się w ogóle nieosiągalny, bowiem pewna część gospodarstw domowych nie posiada żadnych oszczędności lub są one bardzo skromne³⁹⁵.

³⁹¹ Zaleska M., *Kredytowanie nieruchomości bez fajerwerków*, Finansowanie Nieruchomości, nr 1, 2012.

³⁹² Rubio M., *Fixed and Variable-rate Mortgages, Business Cycles and Monetary Policy*, Banco de Espana Working Paper, No. 0903, 2010.

³⁹³ Saks R., *Job Creation and Housing Construction: Constraints on Metropolitan Area Employment Growth*, Journal of Urban Economics, 64 (1), 2011.

³⁹⁴ Sánchez A.C., Andrews D., *To Move or not to Move: What Drives Residential Mobility Rates in the OECD?*, OECD Economics Department Working Papers, No. 846, 2013.

³⁹⁵ GUS, *Sytuacja gospodarstw domowych w 2011 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, Warszawa 2012.

Na decyzję banków dotyczącą kredytowania hipotecznego ma wpływ cykliczny charakter rynku nieruchomości mieszkaniowych, to znaczy, że rynek ten podlega takim samym tendencjom, jak inne rynki w gospodarce, czyli występują na nim okresy wzrostu i recesji, a także stagnacji. To właśnie wielkość kredytowania wpływa na cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Jednakże należy pamiętać, że sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych ma duże znaczenie dla bezpieczeństwa systemu bankowego³⁹⁶. Bardzo istotne jest tutaj ryzyko płynności banków, związane właśnie z finansowaniem nieruchomości mieszkaniowych. W Polsce, w odróżnieniu od Wielkiej Brytanii, refinansowanie kredytów na bazie specjalnych banków hipotecznych i listów zastawnych jest - jak wykazano wcześniej - wciąż niewielkie.

Od wielu lat w polskim systemie bankowym zachodzą pozytywne zmiany, które wspierają rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych. Ciągła walka o klienta wpływa na obniżki marż bankowych, pomimo występującego ryzyka, wpływa również na zmniejszenie prowizji i innych opłat związanych z procedurą udzielania mieszkaniowego kredytu hipotecznego. Wiele banków chcąc przyciągnąć klienta rezygnuje z opłat za przewalutowanie, wcześniejszą spłatę kredytu, czy też redukuje prowizję. Banki oferują wakacje kredytowe, czy możliwość ustalenia dogodnego terminu spłaty i wysokości rat³⁹⁷. W Polsce, podobnie jak w Wielkiej Brytanii mieszkaniowe kredyty hipoteczne powodują rozwój produktów ubezpieczeniowych związanych z ofertą kredytową. Jest to korzystne dla banków, ponieważ mogą przenieść część ryzyka i zrekompensować potencjalne straty.

Marża kredytu to dla kredytobiorcy jeden z elementów oprocentowania, a szerzej kosztów, które wiążą się z uzyskaniem kredytu hipotecznego. Natomiast dla banku to zysk z tytułu udzielonego finansowania³⁹⁸.

Przyjęta miara marży kredytowej pozwala określić poziom oceny ryzyka dla danego rynku. Europejski Bank Centralny publikuje, opierając się o dane z poszczególnych banków centralnych krajów unijnych, marże kredytowe dla każdego z rynków. Dla wyliczenia marży wykorzystano dane EBC, EUROSTAT-u i ZBP dotyczące Polski i Wielkiej Brytanii, dla okresu od 2003 roku do 2017 roku włącznie. Marża kredytowa to element porównania kosztów

³⁹⁶ Muellbauer J., Murphy A., *Housing Markets and the Economy: The Assessment*, *Oxford Review of Economic Policy*, 24 (1), 2014.

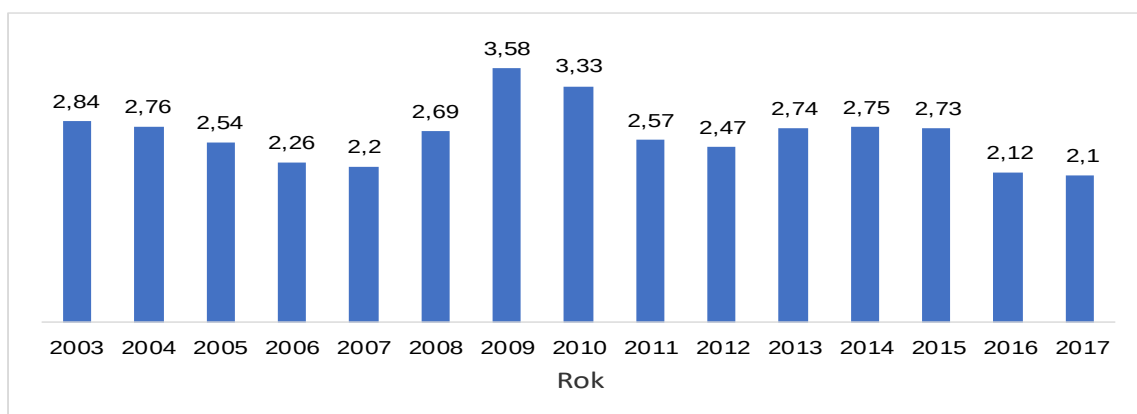
³⁹⁷ Jędrzyński J., *Bankowość hipoteczna w Polsce...*, s. 4.

³⁹⁸ Gołędzinowski P., *Wpływ regulacji systemu bankowego na jego efektywność*, *Materiały i Studia*, nr 235, NBP, Warszawa 2009, s. 17.

kredytów hipotecznych ponoszonych przez kredytobiorcę, a zarazem³⁹⁹ wysokość marży kredytowej znamionuje poziom oceny ryzyka dla danego rynku przyjęty przez bank.

Na podstawie rysunku 25 można wnioskować, że najwyższa marża była w 2009 roku i wynosiła 3,58%. Wzrost marży odsetkowej był spowodowany panującym kryzysem finansowym na świecie. Banki chcąc ograniczyć wielkość akcji kredytowej między innymi podnosiły marże. Wysokie stawki marży, niekorzystne spready, dodatkowe koszty w postaci prowizji czy ubezpieczeń ograniczają popyt kredytowy⁴⁰⁰.

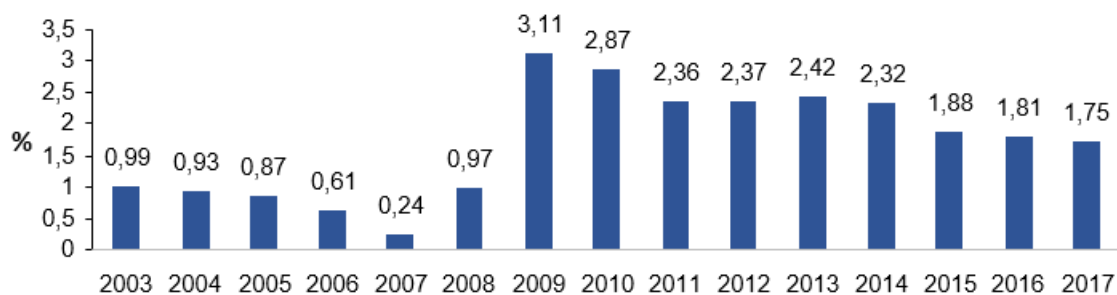
Rysunek 25. Marża kredytów hipotecznych (%) w Polsce w latach 2003-2017



Źródło: <https://zbp.pl/wydarzenia/archiwum/komentarze/2017/sierpień/koszt-kredytu-hipotecznego>, 2018.

Skutkiem kryzysu finansowego z 2008 roku było zwiększenie marży kredytowej przez banki w Wielkiej Brytanii (rys. 26).

Rysunek 26. Marża kredytów hipotecznych (%) w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z EBC.

³⁹⁹ Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelańska A., Zawadzka Z., *Bankowość, Instytucje, operacje zarządzanie*, Poltext, Warszawa 2013, s. 45.

⁴⁰⁰ Rosser J.B. Jr., Rosser M.V., Gallegati M., Minsky-Kindleberger A., *Perspective on the Financial Crisis*, Journal of Economic Issues, Vol. XLVI, No. 2, June 2014.

Od 2008 roku banki w Wielkiej Brytanii wyraźnie zaostrzyły także kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych. Głównymi czynnikami wpływającymi na politykę banków były w ich ocenie prognozy sytuacji gospodarczej i sytuacji na rynku mieszkaniowym. Z drugiej strony rosnąca presja konkurencyjna była czynnikiem oddziałującym w kierunku łagodzenia polityki kredytowej⁴⁰¹. Przeważały jednak czynniki skłaniające banki do zaostrzania ich polityki kredytowej, co było dodatkowo determinowane przez konieczność spełniania zaostrzonych wymogów narzucanych przez nadzór finansowy. Dotyczyły one uwzględnianych w ocenie zdolności kredytowej klienta: maksymalnego okresu spłaty, maksymalnej relacji wydatków związanych z obsługą kredytu do średnich dochodów netto kredytobiorcy, maksymalnego wskaźnika LtV oraz konieczności dokonywania cyklicznej oceny wartości nieruchomości mieszkaniowych⁴⁰².

Od roku 2010 banki w Wielkiej Brytanii stopniowo obniżały marżę kredytów mieszkaniowych (rys. 26). Jednakże w latach 2011-2014 nie można mówić o łagodzeniu polityki kredytowej, ponieważ banki nie zmieniały wysokich kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych. To czas, kiedy odnotowywano gwałtowny wzrost eksmisji ponieważ gospodarstwom domowym, które miały zaległości w spłacie mieszkaniowych kredytów hipotecznych i w opłatach czynszowych i które nie otrzymywały żadnego wsparcia, groziło przejęcie mieszkania przez bank⁴⁰³. W tym okresie można było obserwować ponowny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych i wzrost aktywności budowlanej deweloperów, chociaż nie tak dynamiczny, jak w okresie przed kryzysem finansowym. Ożywienie na rynku mieszkaniowych kredytów hipotecznych było zatem słabsze. Wiele gospodarstw domowych nadal zmagало się z koniecznością zmniejszenia zadłużenia, gdyż - jak wykazano wcześniej - w Wielkiej Brytanii zadłużenie gospodarstw domowych przekracza ich roczny dochód rozporządzalny.

Polityka banków w Polsce i w Wielkiej Brytanii względem rynku nieruchomości mieszkaniowych, pokazuje silne powiązania między poziomem akcji kredytowej banków w segmencie kredytów mieszkaniowych a podstawowymi parametrami rynku mieszkaniowego takimi jak wolumen transakcji na rynku, liczba nowo oddawanych mieszkań czy cena nieruchomości mieszkaniowych⁴⁰⁴. Wskazuje to zatem, że dostępność do kredytu mieszkaniowego ma duży wpływ na fluktuacje popytu mieszkaniowego. Zmiany zachodzące w sferze hipo-

⁴⁰¹ Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, PWN, Warszawa 2010.

⁴⁰² Wyly E., Moos M., Hammel D., Kabahizi E., *Cartographies of Race and Class: Mapping the Class-Monopoly Rents of American Subprime Mortgage Capital*, International Journal of Urban and Regional Research, No. 33(2), 2011.

⁴⁰³ Bernanke B.S., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, 2011.

⁴⁰⁴ Cline W.R., *The Case for a New Plaza Agreement*, Policy Briefs PB05-04, Peterson Institute for International Economics, 2010.

tecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017, uzależnione były nie tylko od polityki kredytowej banków, które reagowały na zmiany uwarunkowań makroekonomicznych (m.in. stóp procentowych banku centralnego, decyzję o *Brexit*), ale też uzależnione były od decyzji organu nadzorującego system bankowy (*Urząd Nadzoru Finansowego FCA* w Wielkiej Brytanii i *KNF* w Polsce) w ramach tzw. nadzoru mikroostrożnościowego.⁴⁰⁵

Ważnym instrumentem tego oddziaływania były rekomendacje w zakresie poziomu maksymalnego LtV kredytów mieszkaniowych. Należy także podkreślić, że powiązania między rynkiem mieszkaniowym a sektorem bankowym były dwustronne, tzn. że sektor bankowy poprzez podaż kredytów mieszkaniowych i warunki ich dostępu wpływał na cykl mieszkaniowy, ale także zmiany zachodzące na rynku nieruchomości mieszkaniowych oddziaływały na poszczególne sfery działalności banków na rynku kredytów mieszkaniowych.

Rozwój rynku kredytu hipotecznego uzależniony jest od działań, które zapewniają odpowiednią podaż gruntów pod budowę mieszkań, a co za tym idzie - stabilizację cen nieruchomości mieszkaniowych. Bardzo ważne są zmiany w zakresie niektórych rozwiązań prawnych, które usprawniają rozwój tego rynku, jak np. w Polsce konieczna jest korekta rozwiązań systemowych w obszarze skutecznego zastosowania listów zastawnych. Warunki kredytowe są także ściśle związane z sytuacją makroekonomiczną, która stanowi fundament dla bezpieczeństwa budowy długoterminowego portfela. Wpływa to również na konkurencyjność kraju na międzynarodowej arenie w czasach transgranicznego kredytowania hipotecznego⁴⁰⁶. Również ważną kwestią odpowiadającą za rozwój rynku kredytów mieszkaniowych jest zamożność społeczeństwa. Bez ciągłego wzrostu dochodów nie będzie można obserwować wzrostu liczby udzielanych kredytów mieszkaniowych, a tym samym nie będzie następował rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Trudności w pozyskiwaniu źródeł finansowania polskiego rynku hipotecznego skutkują finansowaniem długoterminowych ekspozycji bardzo krótkimi pasywami - depozytami. Banki w niewielkim stopniu korzystają z długoterminowych pasywów, co jest niebezpieczne - jak już wcześniej podkreślano - zarówno ze względów ostrożnościowych, jak i regulacyjnych.

Prognozy dotyczące udzielania kredytów mieszkaniowych gospodarstwom domowym w Polsce i w Wielkiej Brytanii w celu nabycia mieszkania nie różnią się bardzo od siebie.

⁴⁰⁵ W Polsce nadzór mikroostrożnościowy jest wykonywany przez Komisję Nadzoru Finansowego, która jest odrębnym podmiotem powołanym do tego celu. Zygarewicz M. *Mikro- i makroostrożnościowa polityka nadzorcza względem sektora bankowego – potencjalne obszary konfliktów i sposoby ich minimalizacji*, Annales Universitat Mariae Curie-Skłodowska, vol. L 3, Sectio H, 2016, s. 205-2017.

⁴⁰⁶ Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelańska A., Zawadzka Z., *Bankowość, Instytucje...*, s. 45.

Bardzo dużo będzie zależeć od niskich stóp procentowych oraz od tego jaki wkład własny banki będą wymagać. Szansą na rozwój rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce może być uruchomienie długoterminowego systemu oszczędzania na cele mieszkaniowe.

Rozdział 5.

BAŃKI CENOWE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH – ISTOTA, PRZYCZYNY I SKUTKI

5.1. Istota bańki cenowej na rynku nieruchomości

Rynek nieruchomości mieszkaniowych podlega wahaniom aktywności oraz zmianom dynamiki rozwoju co jest zjawiskiem naturalnym w gospodarce rynkowej. Najistotniejszym przejawem cyklicznego jego rozwoju są przede wszystkim zmiany w poziomie cen⁴⁰⁷. Dynamika cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych ma istotne konsekwencje zarówno dla sposobu jego funkcjonowania, jak i dla sektorów gospodarki z nim powiązanych. Przede wszystkim w znacznej mierze wpływają one na kondycję i stabilność sektora finansowego, wyniki finansowe dużych grup inwestorów, a w konsekwencji – na koniunkturę w całej gospodarce⁴⁰⁸. Kryzysy na rynku nieruchomości mieszkaniowych są ciągle mniej rozpoznane niż na przykład kryzysy walutowe czy kryzysy finansów publicznych. Dzieje się tak prawdopodobnie dlatego, że w ostatnich kilkudziesięciu latach pojawiały się one rzadziej niż kryzysy w innych obszarach gospodarki, co sprawiało, że wynikające z nich doświadczenia były w znacznym zakresie lekceważone⁴⁰⁹. Wynikiem opóźnionego dostosowania podaży do fluktuacji popytu na rynku mieszkaniowym są powtarzające się okresowo wzrosty cen. Natomiast po opóźnionym i nadmiernym wzroście podaży mieszkań (obliczonym przy założeniu utrzymywania się wysokich cen), którego nie jest w stanie wchłonąć popyt, następuje spadek cen⁴¹⁰.

Wyrazem cyklicznych zachowań rynku nieruchomości mieszkaniowych są zauważalne wahania cen i tym samym wartości nieruchomości mieszkaniowych. Jeśli ceny nieruchomości rosną szybko i znacznie powyżej poziomu wynikającego z właściwie przeprowadzonego procesu wyceny tychże aktywów, wówczas można mówić o bańce cenowej na rynku nieruchomości. Taka sytuacja nieuchronnie kończy się spadkiem cen, który może być równie głęboki, jak wcześniej wzrost⁴¹¹. Zmiany cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych wpływają na cały rynek nieruchomości oraz na inne części gospodarki, które są z nim powiązane. Najbar-

⁴⁰⁷ Trojanek R., *Wahania cen na rynku mieszkaniowym*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań, 2008, s. 78.

⁴⁰⁸ Leamer E.E., *Housing is the Business Cycle*, NBER Working Paper Series, No. 13428, 2007, s. 93.

⁴⁰⁹ Guttentag J., Hering R., *Credit rationing and financial disorder*, Journal of Finance, Vol. 39, 1984, s. 21.

⁴¹⁰ Łaszek J., *Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2004, s. 35-38.

⁴¹¹ Żelazowski K., *Zjawisko baniek cenowych na rynku nieruchomości*, Studia i Materiały TNN 16(4), Warszawa, 2008, s. 99-108.

dziej wpływają na stabilność sektora bankowego. Bańki cenowe na rynku nieruchomości bardzo często wywołują kryzysy finansowe, ale także pewne procesy, które dzieją się na rynku finansowym, a przede wszystkim na rynku kredytów mieszkaniowym, mogą prowadzić do baniek cenowych na rynku nieruchomości. Mamy zatem do czynienia ze sprzężeniem zwrotnym pomiędzy rynkiem nieruchomości mieszkaniowych a rynkiem finansowym. Owe sprzężenia stały się głównym powodem światowego kryzysu finansowego z 2008 roku.

W poznaniu mechanizmów destabilizujących względną równowagę na rynku nieruchomości mieszkaniowych pomocna jest teoria ekonomii, w tym m.in. model kryzysu finansowego Hymana Minsky'ego. Próbując opisać i zrozumieć mechanizmy prowadzące do powstania bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych, należy mieć na uwadze następujące fakty:

- istnieje silne powiązanie rynku nieruchomości mieszkaniowych z rynkiem kredytowym (czyli z sektorem bankowym);
- finansowanie potrzeb mieszkaniowych za pomocą kredytu długoterminowego powoduje, że zarówno popyt na mieszkania, jak i możliwości spłaty zaciągniętego na ten cel długu są w dużej mierze determinowane przez stopy procentowe banku centralnego oraz marżę kredytową banków i ich wymogi w zakresie relacji dług/wartość mieszkania (wskaźnik LtV), a to z kolei jest pochodną oceny ryzyka kredytowego;
- źródłem finansowania inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest nie tylko sektor bankowy, ale także giełda;
- mieszkania mogą być kupowane w celach spekulacyjnych, jako lokata kapitału oraz pod wynajem - w tym przypadku ich ceny podlegają takim samym mechanizmom zmienności jak ceny aktywów finansowych;
- inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe są przedmiotem sekurytyzacji, poprzez którą banki refinansują akcję kredytową i transferują ryzyko;
- fakt pełnienia przez mieszkania roli tożsamej z aktywem finansowym czyni ten rynek otwartym na inwestorów zagranicznych, w tym spekulacyjnych. Rynek nieruchomości mieszkaniowych w danym kraju staje się zatem elementem globalnego rynku finansowego. Jest zatem podatny na różnego rodzaju fluktuacje i szoki płynące z rynku finansowego (poprzez efekt zarażania i efekt domina).

W literaturze dotyczącej rynków finansowych opisanych jest wiele zależności wskazujących na to, że pomiędzy sytuacją na rynku finansowym oraz realną sferą gospodarki, w tym rynkiem nieruchomości mieszkaniowych, istnieje ścisły związek. Nie ma jednak jednolitego poglądu co do szczegółowych mechanizmów tych relacji, zaś kierunek wzajemnych sprzężeń

może być różny w zależności o danej sytuacji na tych rynkach i uwarunkowań makroekonomicznych⁴¹².

Wpływ rynku kredytów mieszkaniowych na rynek nieruchomości mieszkaniowych opisuje hipoteza niestabilności finansowej Minsky'ego sformułowana w 1992 r. W swym modelu cyklu kredytowego inspirowanym teorią Keynesa, Minsky dopuszcza rolowanie kredytu i rozróżnia różne kategorie kredytobiorców pod względem zdolności kredytowej i możliwości spłaty od takich, którzy są zdolni do obsługi długu z własnych przychodów do takich, którzy w tym celu są zmuszeni zaciągać kolejne kredyty⁴¹³.

Model Minsky'ego w dużym stopniu ilustruje przebieg procesów rynkowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych i rynku kredytów finansujących inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe w Wielkiej Brytanii przed kryzysem finansowym z lat 2008-2009⁴¹⁴.

Minsky podobnie jak I. Fischer dużą uwagę przywiązywał do zachowania wysoko zadłużonych kredytobiorców szczególnie tych, którzy finansowali inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe lub papiery wartościowe, mające w krótkim czasie przysporzyć im korzyści finansowych. Motywem takich transakcji jest pozytywna różnica między oczekiwaną przez kredytobiorcę stopą zwrotu z inwestycji a oprocentowaniem kredytów. W okresie silnego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, gdy stopa zwrotu z inwestycji przewyższa oprocentowanie kredytu, operacja taka jest opłacalna⁴¹⁵.

Według Minsky'ego podstawowym czynnikiem rozpoczynającym cykl jest sytuacja zewnętrzna („szok”) kreująca oczekiwania co do możliwości podwyższania zysków. Przykładem takiego impulsu zewnętrznego może być postęp w zakresie motoryzacji lub w dziedzinie technologii informatycznych. Sprzyjająca sytuacja gospodarcza wpływa na wzrost popytu, a w ślad za nim przy dostosowującej się z opóźnieniem podaży również cen. Pobudza to wzrost zysków, inwestycje i wzrost gospodarczy. Na fali optymizmu obniża się obawa przed ryzykiem⁴¹⁶.

W początkowej fazie boomu na giełdzie podejmowane są decyzje na podstawie analizy czynników fundamentalnych. Inwestorzy oczekują wzrostu i zysku. Racjonalną przesłanką takich oczekiwań jest sytuacja, w której szybkemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy

⁴¹² Global Financial Stability Report, *International Monetary Fund*, World Economic and Financial Surveys, kwiecień 2009.

⁴¹³ Minsky H.P., *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, No. 74, 1992.

⁴¹⁴ Global Financial Stability Report, *International Monetary Fund*, World Economic and Financial Surveys, październik 2009.

⁴¹⁵ Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa, 2009, s. 25.

⁴¹⁶ *Special Report on Congressional Reform*, Congressional Oversight Panel, USA, 2010.

niska inflacja. Minsky udowodnił, że podaż kredytu rośnie w okresie dynamicznego wzrostu gospodarczego, a spada, kiedy gospodarka zwalnia⁴¹⁷.

Tabela 37. Powstanie i pęknięcie bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii – wyjaśnienie na podstawie teorii Minsky’ego

Etap 1	Etap 2	Etap 3	Etap 4	Etap 5
Niska inflacja*. Niskie stopy procentowe**. Wzrost optymizmu uczestników rynku (kredytobiorców mieszkaniowych, banków).	Podwyższanie prognoz rentowności inwestycji. Tendencja do niedoszacowania ryzyka kredytowego.	Osiąganie ponadprzeciętnych zysków z inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe. Wzrost skłonności do zadłużania na potrzeby mieszkaniowe oraz w celach inwestycyjnych i spekulacyjnych.	Powstanie bańki cenowej. Ujawnia się efekt majątkowy i „wyścig” spekulacyjny inwestorów. Złagodzenie standardów oceny zdolności kredytowej przez banki. Powstanie bańki spekulacyjnej.	Wzrost inflacji (ciągniętej także przez ceny nieruchomości mieszkaniowych) *. Podniesienie stóp procentowych. Kłopoty części kredytobiorców ze spłatą zobowiązań kredytowych. Zaostrzenie wymogów banków i wzrost marży na kredytach (wzrost ryzyka). Pęknięcie bańki cenowej wraz z wszystkimi tego konsekwencjami.
Wzrost popytu, powolny wzrost cen mieszkań	Wzrost popytu – sztywna podaż – presja na szybszy wzrost cen	Wzrost popytu – zakup mieszkań nie tylko dla zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych, ale także dla celów inwestycyjnych i spekulacyjnych. Szybki wzrost cen.	Wzrost popytu napędza wzrost podaży mieszkań. Inwestycje finansowane w coraz większym stopniu z kredytów. Szczytowe poziomy cen.	Gwałtowny spadek cen. Spadek popytu i w ślad za tym spadek podaży. Wzrost liczby nieruchomości mieszkaniowych z tzw. <i>negative equity</i> , czyli gdy zadłużenie przewyższa wartość nieruchomości mieszkaniowych

* W Wielkiej Brytanii w styczniu 2003 r. wskaźnik inflacji CPI wynosił 1,4%, natomiast w marcu 2007 r., wskaźnik ten wynosił 3,1%, zaś we wrześniu 2008 r. (wybuch kryzysu finansowego) wynosił aż 5,2%.

** podstawowa stopa bazowa w Wielkiej Brytanii wynosiła w latach 2003-2007 między 3,75% do 5,5% z tendencją wzrostową.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Nawrot W., *Globalny kryzys...*, 2009; Bailly M.N., Litan R.E., Johnson M.S., *The Origins of Financial Crisis*, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008.

W trakcie wzrostu gospodarczego pojawia się u inwestorów optymizm, który sprzyja kupowaniu dóbr oraz papierów wartościowych najszybciej rozwijających się branż. Jedną z branż, która staje się dla inwestorów atrakcyjnym miejscem inwestowania, jest branża nieruchomości mieszkaniowych. Z upływem czasu coraz więcej inwestorów - widząc zachowania

⁴¹⁷ Jaffee D. M., *The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned*, Commission on Growth and Development, The International Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 28, 2012.

innych uczestników rynku - włącza się w spekulacyjny wyścig, chcąc skorzystać z nadarzającej się okazji do pomnożenia kapitału. Minsky określa ten proces jako *follow the leader*. W tym samym czasie banki zaczynają zwiększać własną ofertę kredytową, udzielając nowych kredytów z przeznaczeniem na zakup nieruchomości mieszkaniowych⁴¹⁸. Ujawnia się też efekt majątkowy, który dotyczy zwłaszcza tych nabywców mieszkań, którzy kierują się celem inwestycyjnym (wynajem mieszkań) i spekulacyjnym. Wzrost cen skutkuje bowiem podwyższeniem rynkowej wartości zabezpieczenia wierzytelności, obniża ryzyko kredytodawców i prowadzi do zwiększenia ich skłonności do angażowania się w finansowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych. Wśród kredytobiorców wytwarza się fałszywe poczucie bezpieczeństwa: kredyty są relatywnie tanie, ceny nieruchomości mieszkaniowych i czynsze rosną, a stosunek kredytów do wartości nieruchomości mieszkaniowej maleje⁴¹⁹.

Obniżenie się obawy przed ryzykiem wpływa na obniżenie wymagań nadzorczych wobec banków, a tych z kolei - wobec kredytobiorców. W tym okresie przy niskiej inflacji spadają też stopy referencyjne. Atmosfera optymizmu, niskie stopy procentowe i łagodne warunki formułowane przez banki zachęcają do brania kredytów także tych kredytobiorców, których zdolność kredytowa jest niska. Z kolei nadmierne udzielanie kredytu skutkuje dalszym wzrostem popytu i wzrostem cen. W ten sposób tworzy się bańka spekulacyjna⁴²⁰.

Minsky stwierdza, że „stabilność w sposób nieunikniony generuje niestabilność”⁴²¹. Bańka odwzorowuje sytuację, gdy zmiany cen transakcyjnych dóbr nie mają oparcia w zmianach wartości fundamentalnych, czyli w bieżącej wartości przepływów pieniężnych związanych z posiadaniem danych aktywów⁴²². Definiowana jest ona również jako gwałtowny i ciągły wzrost cen aktywów, który kreuje oczekiwania dalszego wzrostu, przyciągając kolejnych inwestorów⁴²³. Źródłem ich powstania są spekulacje. W analizach spekulacyjnego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych podkreśla się rolę zachowań stadnych w procesie podej-

⁴¹⁸ Kregel J., *Minsky's Cushions of Safety*, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 93, 2008.

⁴¹⁹ McCulley P., *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, PIMCO, Global Central Bank Focus, 2009.

⁴²⁰ Minsky H.P., *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, No. 74, 1992, s. 26.

⁴²¹ Lissowska M., Szulfer J., *Cykl mieszkaniowy a system bankowy – przypadek Polski*, Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH, nr 88, Warszawa, 2012, s. 85-118.

⁴²² Żelazowski K., *Mechanizm powstawania baniek cenowych na rynkach nieruchomości*, [w:] Kucharska-Stasiak E. (red.), *Cykle rynku nieruchomości a sektor bankowy*, Zeszyt Hipoteczny, Nr 26, 2008, s. 41.

⁴²³ Kindleberger Ch.P., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa, 1999.

mowania decyzji, nadmierny optymizm, nadmierną pewność siebie, obawę przed niewykorzystaniem okazji co prowadzi do niedoszacowania ryzyka⁴²⁴.

Władza monetarna w odpowiedzi na wzrost cen na poszczególnych rynkach podnosi podstawowe stopy procentowe. W wyniku tego kredytobiorcy, których kredyty są oprocentowane na stopy zmienne, lub którzy korzystali z rolowania przez kredyty o malejących stopach, nie wytrzymują warunków spłaty i są zmuszeni sprzedawać zasoby (mieszkania), co prowadzi do spadku ich cen na rynku⁴²⁵. Wówczas następuje punkt przejścia pomiędzy samonapędzającą się ekspansją a recesją na rynku.

W kontekście stabilności rynku nieruchomości mieszkaniowych opisany wyżej model kryzysu finansowego H. Minsky'ego wskazuje na fakt, że kluczowe znaczenie ma to, że zakup mieszkań na ogół wymaga finansowania zewnętrznego, bo nie jest dostępny z bieżących dochodów członków społeczeństwa⁴²⁶. Dostępność kredytu ma z kolei duży wpływ na fluktuacje popytu mieszkaniowego i tym samym na ceny nieruchomości mieszkaniowych.

W literaturze opisywane jest zjawisko wzmacniania cykliczności procesów gospodarczych przez zmiany intensywności kredytowania. Zjawisko to opisuje model akceleratora finansowego⁴²⁷. Model ten opiera się na założeniu asymetrii informacji pomiędzy kredytodawcą a kredytobiorcą (przy czym stroną otrzymującą mniej informacji jest kredytodawca). Asymetria informacji ma wpływ na część kosztów kredytowania związaną z wynagrodzeniem za przewidywane ryzyko. Wynagrodzenie za ryzyko jakiego żąda kredytodawca, zależy odwrotnie proporcjonalnie od przewidywanych przepływów pieniężnych kredytobiorcy oraz od wartości zasobów, które mogą być użyte jako zabezpieczenie kredytu⁴²⁸.

Mechanizm akceleratora finansowego polega na tym, że zaburzenia zewnętrzne skutkujące zmniejszeniem przewidywanych przepływów pieniężnych lub spadkiem cen zasobów (np. mieszkania) mają wpływ na wzrost premii za ryzyko, a przez to na koszt kredytu. W wyniku tego kurczą się możliwości uzyskania kredytu przez kredytobiorcę⁴²⁹. Czynnikiem, który może dodatkowo pogłębić to ograniczenie, jest wysoki poziom zadłużenia gospodarstwa do-

⁴²⁴ Kucharska-Stasiak E., *Rynek nieruchomości mieszkaniowych w procesie powstawania nierównowag makroekonomicznych*, Świat Nieruchomości, 96/2016, s. 7.

⁴²⁵ Mehrling P., *The Vision of Hyman P. Minsky*, Journal of Economic Behavior & Organization, nr 39, 1999.

⁴²⁶ Mehrling P., *Minsky and Modern Finance*, The Journal of Portfolio Management, nr 1, 2000.

⁴²⁷ Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S., *The financial accelerator and the flight to quality*, The Review of Economics and Statistics, 1996, Vol. LXXVIII, No. 1.

⁴²⁸ Lissowska M., Szulfer T., *Cykl mieszkaniowy*, s. 89.

⁴²⁹ Minsky H. P., *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, 1992.

mowego (firmy), który ogranicza jego możliwości pozyskania następnego kredytu i podnosi wrażliwość na koszt kredytu⁴³⁰.

Relacja między kredytodawcą a kredytobiorcą będącym gospodarstwem domowym, opiera się nie na jednostronnej, ale na obustronnej asymetrii informacyjnej. Do niewiedzy kredytodawcy o rzeczywistej zdolności kredytowej kredytobiorcy i jej skutków w postaci negatywnej selekcji⁴³¹, dochodzi niewiedza kredytobiorcy na temat produktu, w tym przypadku kredytu. Prace z dziedziny ekonomii behawioralnej pokazują też, że osoby fizyczne mogą mieć skłonność do nieprzemyślanego brania kredytu z powodu efektu natychmiastowości, czy też nadmiernego optymizmu co do swych przyszłych dochodów.

Zarówno hipoteza Minsky'ego, jak i model akceleratora finansowego akcentują wpływ zmieniającej się sytuacji na rynku podstawowym na postrzeganie ryzyka kredytowego (w tym ryzyka długoterminowego) na tym rynku i na procykliczne zachowanie kredytodawców, ale także kredytobiorców⁴³². Ci drudzy, mając zamiar nabyć nieruchomość mieszkaniową dla zaspokojenia swoich potrzeb mieszkaniowych, w okresie boomu na rynku mieszkaniowym mogą przyspieszać te decyzje, np. w związku z korzystną ofertą kredytową lub obawiając się dalszego znacznego wzrostu cen w przyszłości. Z kolei nabywcy mieszkań dla celów inwestycyjnych (mieszkania z przeznaczeniem na wynajem) lub dla celów spekulacyjnych, chcą skorzystać z nadarzającej się okazji, jaką niesie dobra koniunktura na tym rynku⁴³³. W przypadku brytyjskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych odsetek tego typu inwestorów/kredytobiorców jest duży ze względu na rozwinięty rynek wynajmu mieszkań, a z drugiej strony ze względu na dużą popularność inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe jako inwestycji finansowej.

Istotnym czynnikiem napędzającym popyt na kredyt i zwiększającym wrażliwość na zmiany zachowania kredytodawców, może być możliwość rolowania kredytu (odpowiednik kredytowania krótkoterminowego w modelu akceleratora finansowego). W punkcie przełomu w kierunku recesji zasadnicze znaczenie dla zmniejszenia podaży kredytu ma spadek cen aktywów traktowanych jako zabezpieczenie kredytu⁴³⁴. Recesję może też przyspieszyć wynika-

⁴³⁰ Minsky H. P., *The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 72, 1992.

⁴³¹ Stiglitz J. E., Weiss A., *Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macro-economics*, Oxford Economic Papers, 1992, No. 44, s. 694-724.

⁴³² Thomas I. Palley, *A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises*, Institut fuer Makroökonomie und Konjunkturforschung, Duesseldorf, Working Paper 5/2009.

⁴³³ Pollin R., *The Relevance of Hyman Minsky*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Working Paper 183, 1997.

⁴³⁴ Rosengren E. S., *Addressing the Credit Crisis and Restructuring the Financial Regulatory System: Lessons from Japan*, Institute of International Bankers, Annual Washington Conference. Rudebusch G. D., *Monetary Policy and Asset Price Bubbles*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, nr 18, 2009.

jący z inflacji wzrost stóp procentowych banku centralnego. Dodatkowo na wzrost odczucia ryzyka wpływają coraz liczniejsze w takiej sytuacji przypadki niewypłacalności kredytobiorców. Zachowanie kredytodawców (utrudnienie uzyskiwania kredytu) pogłębia recesję na rynku pierwotnym⁴³⁵.

Sektor bankowy redukuje akcję kredytową, dopiero gdy rynek wchodzi w ostrą fazę recesji. Ceny nieruchomości mieszkaniowych maleją, spada wartość zabezpieczeń, rośnie ryzyko banków, spada ich zainteresowanie finansowaniem rynku nieruchomości mieszkaniowych. Spadki na rynkach nieruchomości mieszkaniowych mogą doprowadzić do ograniczenia czy załamania wypłacalności kredytodawców, gdy wartość zabezpieczeń spada poniżej kwoty niespłaconych wierzytelności, a kredytobiorcy przestają regulować swoje zobowiązania⁴³⁶. Problemy ze spłatą kredytów mogą prowadzić do zwiększania się niepewności na rynkach finansowych, w wyniku której instytucje kredytowe mają utrudniony dostęp do kapitału i problemy z płynnością. Gdy dostępność pieniądza inwestycyjnego maleje, wzrasta jego cena. Prowadzi to do wzrostu kosztu inwestycji, zmniejszenia skłonności do inwestowania, co pociąga gospodarkę w fazę recesji⁴³⁷.

Nawiązując do ogólnej teorii kryzysów finansowych, można przyjąć, iż czynnikiem inicjującym i prowadzącym do ostatniego światowego kryzysu finansowego był dynamiczny rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych w Stanach Zjednoczonych. Nieruchomości mieszkaniowe wpływały na rynek finansowy nie tylko poprzez masowo udzielane kredyty mieszkaniowe, w tym kredyty o niskiej jakości (tzw. kredyty subprime), ale także poprzez fakt, że nieruchomości mieszkaniowe nabywane są dla celów inwestycyjnych i spekulacyjnych. W tym przypadku stały się one substytutem instrumentów finansowych⁴³⁸. Z kolei poprzez proces sekurytyzacji stały się elementem komplementarnym do tworzenia często skomplikowanych instrumentów finansowych⁴³⁹.

Dodatkowo w Stanach Zjednoczonych, ale także w Wielkiej Brytanii i innych krajach rozwiniętych gospodarczo wykształcił się model finansowania polegający na tym, że inwestycje w aktywa powiązane z rynkiem kredytów hipotecznych, a więc aktywa długoterminowe były finansowane przez banki poprzez odnawianie krótkoterminowych pożyczek zaciąga-

⁴³⁵ Lissowska M., Szulfer T., *Cykl mieszkaniowy ...*, s. 91.

⁴³⁶ Taylor J. B., *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, NBER Working Paper No. 14631, 2009.

⁴³⁷ Kucharska-Stasiak E., *Rynek...*, s. 6-7.

⁴³⁸ Ashcraft A. B., Schuermann T., *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 318, 2009.

⁴³⁹ Fernandez L., Kaboub F., Todorova Z., *On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 548, 2011.

nych na rynku pieniężnym, często z wykorzystaniem dźwigni finansowej oraz finansowania pozabilansowego⁴⁴⁰.

Procesy liberalizacji i deregulacji rynków finansowych stały się akceleratorem globalizacji oraz integracji rynków finansowych na świecie, dzięki czemu możliwe były względnie swobodne przepływy kapitału pomiędzy rynkami finansowymi a rynkami nieruchomości mieszkaniowych. Dotyczyło to także przyływu kapitału z różnych rynków finansowych na świecie na określony krajowy rynek nieruchomości mieszkaniowych. Proces ten sprzyjał tworzeniu bąbli spekulacyjnych. Inwestycje banków w aktywa powiązane z rynkiem kredytów hipotecznych (aktywa długoterminowe) były finansowane przez odnawianie krótkoterminowych pożyczek zaciąganych na rynku pieniężnym, często z wykorzystaniem dźwigni finansowej oraz finansowania pozabilansowego⁴⁴¹.

Załamanie na rynku kredytów subprime w Stanach Zjednoczonych spowodowało poważne problemy instytucji finansowych i skłoniło je do odejścia od opisanego modelu finansowania. Wydarzenia te można uznać za początek kryzysu finansowego, który bezpośrednio dotknął instytucje finansowe - głównie w krajach rozwiniętych - mające ekspozycje na ten rynek, a także przyczynił się do wystąpienia zaburzeń na rynku pieniężnym w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro⁴⁴².

Przedstawiony wyżej teoretyczny obraz powiązania pomiędzy rynkiem nieruchomości mieszkaniowych a rynkiem kredytowym i szerzej rynkiem finansowym wskazuje, że przyczyny nierównowagi (powstania bańki spekulacyjnej i jej pęknięcia) leżały zarówno po stronie procesów zachodzących na rynku nieruchomości mieszkaniowych, jak i na rynku finansowym. Bez wątpienia silne powiązanie rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii z rynkiem finansowym spowodowało, że powstanie i pęknięcie bańki cenowej było skorelowane ze światowym kryzysem finansowym.

W świetle przedstawionych przesłanek i przyczyn cykliczności i głębokiej nierównowagi na rynku nieruchomości mieszkaniowych można postawić tezę, że bezpośredni i zasadniczy wpływ na koniunkturę na tym rynku w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 miał dostęp do mieszkaniowych kredytów hipotecznych. W dalszej części rozdziału przedstawione zostaną dane, które będą ilustrować kształtowanie się koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii w fazie intensywnego wzrostu, w okresie kryzysu oraz

⁴⁴⁰ Yellen J. L., *A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers*, 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, Meeting the Challenges of the Financial Crisis, Levy Economics Institute of Bard College, 2009.

⁴⁴¹ Bank for International Settlements, *79th Annual Report, 1 April 2008-31 March 2009*, Basel, 2009, s. 17.

⁴⁴² Ibidem.

w okresie ponownego wzrostu. Narastanie nierównowagi na rynku nieruchomości mieszkaniowych tylko do pewnego stopnia jest efektem czynników endogenicznych dla tego rynku, natomiast w dużym stopniu jest skutkiem nierównowagi w sektorze finansowym i niedoskonałości rynku kredytów mieszkaniowych.

5.2. Globalny kryzys finansowy a rynek nieruchomości mieszkaniowych

Kryzys gospodarczy można określić jako załamanie koniunktury prowadzące do znacznego spadku produkcji i tym samym do zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego⁴⁴³. Kryzysem finansowym można z kolei nazwać nagłą zmianę, załamanie, które powstało na rynku finansowym, związane z brakiem płynności i niewypłacalnością jednostek uczestniczących w tym rynku, zmuszające władze publiczne do interwencji⁴⁴⁴.

Według Fredericka S. Mishkina kryzys finansowy to sytuacja, w której pojawiają się poważne zakłócenia na rynku finansowym. Objawiają się one znacznym spadkiem cen aktywów oraz upadłością wielu instytucji finansowych i niefinansowych⁴⁴⁵. Nieco inną definicję przedstawia Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W tym przypadku kryzys finansowy przedstawiany jest jako sytuacja, w której znaczna część instytucji finansowych posiada aktywa o wartości rynkowej niższej od zobowiązań. Sytuacja ta prowadzi do runu bankowego, upadku niektórych instytucji i interwencji rządu. Z całą pewnością wspólnym mianownikiem obu definicji są zakłócenia na rynkach finansowych kończące się upadkiem określonych instytucji⁴⁴⁶. Z kolei Małgorzata Iwanicz-Drozdowska podkreśla, że cechą immanentną wszystkich kryzysów występujących w skali gospodarki jest interwencja rządu. Autorka dodaje również, że kryzysy finansowe utożsamiane są często z kryzysami bankowymi, kryzys finansowy należy jednak interpretować szerzej niż zjawisko kryzysu bankowego, gdyż dotyka on nie tylko banków, ale i innych pośredników finansowych⁴⁴⁷.

Kryzys nie jest zjawiskiem ani pozytywnym, ani pożądanym. Pod pojęciem kryzysu kryją się zarówno załamania gospodarcze wywołane błędnymi decyzjami władz monetarnych, rządów czy też spowodowane działaniami spekulantów, jak i naturalne recesje związane z przebiegiem cyklu koniunkturalnego, który można zdefiniować jako wahania gospodarcze

⁴⁴³ Chrabonszczewska W., *Międzynarodowe organizacje finansowe*, Wyd. SGH, Warszawa, 2005, s. 315.

⁴⁴⁴ Miklaszewski S. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Wyd. Diffin, Warszawa, 2003, s. 99.

⁴⁴⁵ Mishkin, F.S., *The economics of money, banking and financial markets*, HarperCollins, 1995.

⁴⁴⁶ IMF, *Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability*, Washington, D.C., 1998.

⁴⁴⁷ Iwanicz-Drozdowska M., *Kryzysy bankowe – zagadnienia ogólne*, pozyskano z <http://www.nbportal.pl>, 2005.

zamknięte w określonych ramach, to znaczy jako okres od jednej hossy (czyli maksymalnego wzrostu gospodarczego), przez maksymalną recesję, zwaną bessą, do drugiej hossy⁴⁴⁸.

Jedną z przyczyn rozprzestrzeniania się kryzysów, które początkowo mogą mieć charakter krajowy lub regionalny i dotyczyć jednego sektora, lub sfery gospodarki (kryzysy: bankowe, walutowe, finansów publicznych, kryzys na rynku nieruchomości) są procesy globalizacji finansowej. Ekonomiczny aspekt globalizacji uwypukla definicja, określająca ją jako proces wzrastających, niesymetrycznych zależności i powiązań gospodarek państwowych, powodujących nasilenie wolnego przepływu towarów, usług, kapitału, ludzi, idei przez granice państwowe i ponad nimi, którego siłą napędową jest rozwój technologii⁴⁴⁹.

W obrębie ogólnej globalizacji można wyróżnić tzw. globalizację finansową. Bezpośrednim efektem tej globalizacji może być poprawa rentowności kapitału, dzięki możliwości kierowania funduszy na rynki, na których mogą zostać one najefektywniej wykorzystane. Abstrahując od sprawiedliwości podziału korzyści w skali międzynarodowej, bez wątpienia pozytywną stroną procesu globalizacji jest zatem możliwość korzystniejszego lokowania środków finansowych oraz pozyskiwania funduszy za granicą przy ograniczonych zasobach krajowego rynku finansowego⁴⁵⁰. Kolejną wymienianą w literaturze korzyścią jest poprawa efektywności funkcjonowania rynków finansowych, następująca dzięki pozytywnemu oddziaływaniu międzynarodowej konkurencji zarówno na bogactwo oferty, jak i samą płynność rynku. Zaletą globalizacji jest także geograficzny podział ryzyka, dzięki jego rozproszeniu pomiędzy inwestorów z różnych krajów. Inwestowanie w skali międzynarodowej zwiększa wybór możliwości lokacyjnych, a dzięki dywersyfikacji pomaga w osiągnięciu pożądanej równowagi pomiędzy rentownością inwestycji a ich ryzykiem⁴⁵¹.

Wśród negatywnych konsekwencji procesu globalizacji finansowej, wskazuje się najczęściej na zagrożenie destabilizacją gospodarki w wyniku błyskawicznego rozprzestrzeniania się zaburzeń finansowych na rynki w innych krajach. Globalizacja przepływów kapitałowych, umożliwiając inwestorom dostęp do rynków na całym świecie, skutkuje bowiem powstaniem mechanizmu rozmnażania się szoków, określanego mianem efektu zarażania (*contagion effect*), którego nie można wyjaśnić działaniem czynników fundamentalnych⁴⁵².

⁴⁴⁸ Filar D., Rzońca A., Wójtowicz G. (red.), *Ekonomia po polsku*, CeDeWu, Warszawa, 2007, s. 239-240.

⁴⁴⁹ Moraczewska A., *Korporacje transnarodowe w procesach globalizacji*, w: *Oblicza procesów globalizacji*, red. Pietras M., Wydawnictwo UMCS, Lublin, 2002, s. 28.

⁴⁵⁰ Oreziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, w: *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa, 2004, s. 49.

⁴⁵¹ Ibidem, s. 49.

⁴⁵² Forbes K., Rigobon R., *Contagion In Latin America: Definitions, Measurement and Policy Implications*, NBER Working Paper, 7885, 2000.

Na początku XXI wieku doszło do gwałtownej spekulacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Stanach Zjednoczonych. Po kryzysie spółek internetowych z przełomu wieków pozostały niskie stopy procentowe, które w latach 2001-2003 przez System Rezerwy Federalnej (FED) z Alanem Greenspanem na czele były jeszcze obniżane, aż do poziomu 1%, a tani pieniądz dawał możliwości coraz to większych inwestycji⁴⁵³.

Ceny nieruchomości ciągle rosły - już od roku 1997 - a instytucje kredytowe, ignorując zasady finansowania, udzielały kredytów osobom niemającym stałego dochodu i z czasem coraz bardziej zmniejszały swoje wymagania w stosunku do kredytobiorców. W końcu udzielano kredytów osobom o kiepskiej historii kredytowej, bezrobotnym i nieposiadającym praktycznie żadnego wkładu własnego w nieruchomość mieszkaniową. Banki tłumaczyły swoją zachłanność tym, że ceny nieruchomości mieszkaniowych ciągle rosną i to dawało im zabezpieczenie w hipotecę⁴⁵⁴. Ponadto łatwe kredyty miały też swoje uzasadnienie w gwarancjach rządowych programów promujących budownictwo dla klas średnich udzielanych za pośrednictwem Fannie Mae i Freddie Mac. Od połowy 2003 r. do czerwca 2006 r. FED podnosił stopę procentową kilkanaście razy aż do poziomu 5,25%⁴⁵⁵. Spowodowało to wzrost rat kredytowych oraz utrudniło ich spłatę setkom tysięcy Amerykanów.

Pomimo tego instytucje kredytowe nie zaprzestały rozwijania sprzedaży kredytów. Banki zaczęły przejmować niespłacone nieruchomości mieszkaniowe i sprzedawały je na rynku, co poskutkowało dalszymi spadkami ich cen ze względu na wzmożoną podaż. Od początku 2006 r. do połowy 2007 r. znaczny spadek cen nieruchomości mieszkaniowych spowodował ostateczne pęknięcie bańki na tym rynku. Jeszcze w listopadzie 2007 roku wskaźnik S&P 500 ustanowił rekord wszechczasów, ale rozpoczęta wtedy bessą została już niecały rok później nazywana „Krachem i finansową Apokalipsą”⁴⁵⁶. W tym czasie oczekiwano pomocy z Rezerwy Federalnej i rządu, których wcześniejsze działania przyczyniły się do powstania kryzysu.

Według Johna B. Taylora „Nie byłoby kryzysu, gdyby inaczej wyglądała polityka monetarna. Na początku minionej dekady stała się zbyt luźna”. Według profesora Uniwersytetu Stanforda polityka nadmiernie niskich stóp procentowych jest powodem wzmożonej skłonności do ryzyka i w tym upatruje genezy „lawiny pożyczek subprime”. Profesor Taylor jest twórcą reguły jego imienia, która pozwala ustalić stopę procentową odpowiednią dla danego

⁴⁵³ Lityńska A., *Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki gospodarcze*, w: *Przyczyny i skutki kryzysu w ujęciu makro- i mikroekonomicznym*, red. Fatuła D., Akademia im. A.F. Modrzewskiego, Kraków, 2009, s. 38.

⁴⁵⁴ Huerta de Soto J., *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig Von Mises Institute, 2008.

⁴⁵⁵ Lityńska A., *Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki gospodarcze*..., s. 39.

⁴⁵⁶ Kolany K., *Historia o wilkach i owcach*...

okresu. Banki centralne stosowały tę regułę z powodzeniem przez około 20 lat⁴⁵⁷. To właśnie odejście od niej jest według Taylora przyczyną powstałego kryzysu.

Taylor zaznacza, że jego reguła jest jedynie rekomendacją. Należy jednak podkreślić, że spośród krajów rozwiniętych gospodarczo, krajem o największym odchyleniu od reguły Taylora - w okresie przed światowym kryzysem finansowym - była Hiszpania, zaś najmniejsze odchylenie zanotowano w Austrii, gdzie wybuch bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości był najmniejszy⁴⁵⁸. Według Taylora największym błędem popełnionym w czasie kryzysu była zła ocena źródła kryzysu. Banki centralne, które przyjęły, że recesja jest spowodowana brakiem płynności, zaczęły wpompowywać do gospodarek ogromne ilości pieniędzy. Taka reakcja niestety nie przyniosła większych korzyści, gdyż głównym źródłem kryzysu był brak przejrzystości rynku finansowego i ryzyko kredytowe⁴⁵⁹.

Jeszcze innym źródłem kryzysu był według Bena Bernanke globalny nawis oszczędności w sektorze bankowym. Według tej tezy nadmiar oszczędności globalnych, przed rokiem 2008, był przyczyną obniżenia stóp procentowych, co „nakręcało” akcję kredytową w obszarze kredytów hipotecznych oraz procesy sekurytyzacji tych aktywów⁴⁶⁰.

Hipoteki ustanawiane na nieruchomościach mieszkaniowych w procesie sekurytyzacji były sprzedawane w pakietach jako rodzaj obligacji, czyli oprocentowane papiery wartościowe. Inwestorzy nabywający te walory nie mieli pojęcia o tym, w jak dużym stopniu są one ryzykowne. Oczywiście to ryzyko wiązało się z możliwościami spłat kredytów przez rzesze ubogich Amerykanów. Aby ten rynek funkcjonował, ubezpieczono obligacje na wypadek zaprzestania spłat kredytów⁴⁶¹. Jednak obligacje zostały niewłaściwie ocenione, w wyniku czego powstawały niebezpieczne instrumenty CDS⁴⁶². W roku 2006 spadło zaufanie ze strony inwestorów do papierów wartościowych emitowanych w wyniku sekurytyzacji. Spadek zaufania był wynikiem wzrostu zarówno ilości złych kredytów, jak i świadomości inwestorów. Na przełomie lipca i sierpnia 2007 r. kilka dużych instytucji finansowych na świecie zgłosiło problemy z wyceną CDS-ów, a 9 sierpnia jeden z największych banków Europy - francuski BNP Paribas zawiesił wypłaty z trzech funduszy działających na rynku obligacji zabezpie-

⁴⁵⁷ Lubowski A., *Przyczyny kryzysu – wywiad z prof. Johnem B. Taylorem*, <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1503550,1,przyczyny-kryzysu---wywiad-z-prof-johnem-b-taylorem>

⁴⁵⁸ Lubowski A., *Przyczyny kryzysu*....,

⁴⁵⁹ Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys*...., s. 60.

⁴⁶⁰ Ibidem, s. 60.

⁴⁶¹ O'Keefe D., *Polityka do upadłego: światowy kryzys finansowy 2008 roku*, w: *Platon na Wall Street*, red. Kleczkowski J., Price J., Ośrodek Myśli Politycznej, Kraków, 2010, s. 67-68.

⁴⁶² Według Dyrektywy 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego – Credit default swap (CDS, swap ryzyka kredytowego) – instrument pochodny stanowiący zabezpieczenie w przypadku niewywiązania się ze spłaty zadłużenia. CDS to umowa, w której jedna strona płaci drugiej pewną sumę pieniędzy, a ta w zamian zobowiązuje się pokryć zadłużenie, gdy dłużnik przestanie spłacać kredyt.

czonych kredytami hipotecznymi subprime. Było to spowodowane tym, że już wtedy zaburzenia finansowe na tym rynku nie pozwalały na efektywną wycenę tych aktywów⁴⁶³. Modele finansowe, które pomagały obliczać wartość papierów wartościowych przestały być skuteczne i dlatego zaczęto je weryfikować⁴⁶⁴.

Pod koniec 2006 r. i na początku 2007 r. swoją upadłość ogłosiły pierwsze instytucje parabankowe, zajmujące się sprzedażą kredytów wysokiego ryzyka. Było to związane z problemami klientów, którzy nie byli w stanie spłacić wysokich rat kredytów. W czerwcu 2007 roku upadły dwa fundusze hedginowe, których właścicielem był Bear Stearns. Fundusze te inwestowały zabezpieczonymi kredytami hipotecznymi w papiery wartościowe. Ich upadek był wyraźnym sygnałem dla rynku, a szczególnie dla wszystkich posiadaczy CDS-ów⁴⁶⁵. Niepewność i panika spowodowały, że ryzyko finansowe przenoszono na banki inwestycyjne, a następnie na inne instytucje finansowe i inwestorów. W momencie krachu operacje przenoszenia ryzyka były w trakcie realizacji, co spowodowało spory popłoch, tym bardziej że toksyczne aktywa obciążały bilanse uznanych banków. Nikt nie miał pewności co do rozmiarów i alokacji tychże aktywów. System, który czerpał dotąd korzyści na swojej złożoności i stopniu skomplikowania, zaczął się rozpadać⁴⁶⁶. FED 17 sierpnia 2007 roku obniżył stopę dyskontową, a w następnym miesiącu obniżył główną stopę procentową. Należy zaznaczyć, że obniżki stopy procentowej trwały do 16 grudnia 2008 r., do poziomu 0%. W połowie września ujawniły się problemy brytyjskiego banku Northern Rock. Gdy spadła jego płynność finansowa, Northern Rock zwrócił się o pomoc do Banku Anglii. Szacuje się, że w wyniku runu na bank w tym dniu wypłacono z depozytów 1 mld £, co odpowiadałoby około 5% brytyjskich oszczędności⁴⁶⁷.

W latach 2006-2007 jednocześnie wzrosły stopy procentowe i zmalała wartość nieruchomości mieszkaniowych, co doprowadziło do tego, że wielu kredytobiorców nie było w stanie dłużej spłacać swoich kredytów, banki miały coraz gorszy portfel kredytowy, coraz niższe wpływy z rat kredytowych i coraz mniejsze możliwości udzielania nowych kredytów⁴⁶⁸. Po pewnym czasie zaczęto zauważać, że zbyt duża dostępność produktów hipotecznych, zwłaszcza kredytów typu subprime udzielanych osobom o zbyt niskiej zdolności kredytowej, bądź o złej historii kredytowej, doprowadziła do powstania mechanizmu kryzysu, o jakim pi-

⁴⁶³ Konopczak M., Sieradzki R., Wiercicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych*, www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik_06_2010_02_art.pdf

⁴⁶⁴ Krzak, M., *Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych*. w: Winiecki J. (red.), *Kryzys globalny. Początek czy koniec?* Warszawa, Reagan Press, 2009.

⁴⁶⁵ Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa, 2011, s. 56.

⁴⁶⁶ Ibidem, s. 56.

⁴⁶⁷ Konopczak M., Sieradzki R., Wiercicki M., *Kryzys na światowych...*

⁴⁶⁸ Łaganowski, A., *Spekulacje przenoszą się na rynek nieruchomości*, Bankier.pl, 2009.

sał H. Minsky, kreśląc hipotezę niestabilności systemu finansowego. Produkty hipoteczne w USA cechowały się niskimi wstępnymi stopami procentowymi, rosnącymi znacznie po zakończeniu okresu początkowego, co sprawiało, że były atrakcyjne dla konsumentów ustanawiających nową hipotekę. Bańka na amerykańskim rynku nieruchomości mieszkaniowych tworzyła się od połowy lat 90. XX wieku do 2006 r.⁴⁶⁹

W 2008 roku kryzys nabrał już zdecydowanie szybszego tempa. Po upadku ponad 300 parabankowych spółek hipotecznych zaczęły bankrutować podmioty funkcjonujące poza systemem regulacji finansowych. W końcu ku upadkowi zaczęły chylić się potężne banki inwestycyjne z Wall Street. Głównym czynnikiem takiego obrotu spraw było wyczerpanie się krótkoterminowych pożyczek repo, które były przeprowadzane od czasu problemów BNP Paribas na rekordową skalę przez FED i EBC⁴⁷⁰. Pierwszym, bankiem inwestycyjnym, który przeżywał bardzo poważne problemy z tego tytułu był Bear Stearns, posiadający znaczne zaangażowanie środków w kredyty subprime. Sytuacja banku była na tyle poważna, że groziła jego bankructwem, co zostało fatalnie odebrane przez rynek ze względu na możliwe konsekwencje upadku. W takim przypadku upadłość tego giganta mogłaby wpłynąć na płynność finansową i wypłacalność wielu instytucji, nie tylko tych, które posiadały otwarte pozycje z tytułu transakcji z Bear Stearns, ale także tych, które posiadały kontrakty CDS z ekspozycją na ten bank. Problem rozwiązała Rezerwa Federalna, która zaaranżowała przejęcie banku przez JP Morgan Chase, zapewniając przy tym finansowanie aktywów o niskiej płynności na kwotę 30 mld USD. Stało się to 15 marca 2008 r.⁴⁷¹ W lipcu 2008 roku ogłoszono plan ratunkowy dla Fannie Mae i Freddie Mac. Polegać on miał na przejęciu kontroli przez rząd nad obiema agencjami, do czego rzeczywiście doszło 7 września 2008 roku. Plan obejmował także dokapitalizowanie spółek kwotą 100 mld dolarów oraz wykupienie ich obligacji za sumę 5 mld dolarów. Następnie Merrill Lynch przeszedł podobną operację i został wykupiony przez Bank of America 14 września 2008 roku. Następnego dnia swoją upadłość ogłosił jeden z największych i najstarszych banków inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych - Lehman Brothers, co określa się jako moment kulminacyjny globalnego kryzysu finansowego. Inne wielkie banki inwestycyjne, Goldman Sachs i Morgan Stanley, zdołały w porę przeobrazić się w holdingi bankowe i zdobyły dostęp do pożyczek Rezerwy Federalnej, w zamian za nałożenie na siebie większych i bardziej restrykcyjnych regulacji ostrożnościowych. Po upadku Lehman Brothers wartość około 4 biliony dolarów amerykańskich fundusze rynku pieniężnego

⁴⁶⁹ Borcuch A., *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa, 2009, s. 133-134.

⁴⁷⁰ Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu...*, s. 56.

⁴⁷¹ Konopczak M., Sieradzki R., Wiercicki M., *Kryzys na światowych...*

zaczęły tracić depozyty w bardzo szybkim tempie. Wskutek wzajemnych powiązań Reserve Primary Fund stał się niewypłacalny, a była to instytucja uważana za szczególnie bezpieczną. Dlatego rząd Stanów Zjednoczonych chcąc ratować rynek finansowy, był zmuszony do udzielenia gwarancji wszystkim funduszom na rynku pieniężnym⁴⁷².

Następnym niebezpiecznym zdarzeniem były problemy funduszy hedgingowych. Z tego powodu AIG - największy holding ubezpieczeniowy na świecie - stanął na krawędzi przepaści, gdyż był ubezpieczycielem owych funduszy. FED zaczął odgrywać rolę pożyczkodawcy ostatecznej instancji, tak jak miało to miejsce w okresie Wielkiego Kryzysu⁴⁷³. Kryzys na rynkach finansowych spowodował jesienią 2008 roku poważne problemy na globalnych rynkach pieniężnych i kredytowych. Handel został ograniczony ze względu na trudności zabezpieczenia finansowego transportów⁴⁷⁴. Pod koniec 2008 roku kryzys sięgał już daleko poza Stany Zjednoczone. Panika dotknęła Irlandię i Islandię, a także dotarła do Chin i Japonii. Załamanie się systemu pokazało, że praktyki z amerykańskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych są powszechne. Olbrzymia dźwignia finansowa, nadmierny deficyt na rachunkach bieżących, boom spekulacyjny na rynkach nieruchomości mieszkaniowych i waluty o zawyżonych kursach to tylko niektóre z powodów narastających pod koniec 2008 roku problemów⁴⁷⁵.

Utrata płynności finansowej banków skutkowałą zmniejszeniem kredytów dla przedsiębiorstw i ludności, powstaniem trudności płatniczych w podmiotach gospodarczych i zmniejszeniem zaufania między podmiotami życia gospodarczego. W takich warunkach kryzys na rynku finansowym przeniósł się do realnej sfery gospodarki. Nastąpiło zmniejszenie dopływu pieniądza do gospodarki i ludności, a w rezultacie ograniczenie popytu. Niektóre państwa znalazły się w fazie recesji. Wpływ kryzysu okazał się tak znaczący, że po raz pierwszy w okresie powojennym nastąpił spadek światowego PKB (o 2,2%) w roku 2009⁴⁷⁶.

Należy zwrócić uwagę na to, że skutki ostatniego kryzysu nie zostały do końca usunięte, a na niektórych rynkach nieruchomości mieszkaniowych następuje wzrost cen, który może być początkiem powstawania kolejnych baniek cenowych⁴⁷⁷. Dlatego bardzo ważne jest ciągle analizowanie przyczyn tworzenia się baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych, gdyż wiele czynników prowadzących do ich powstawania nie zostało wyjaśnionych. Również powstałe bańki cenowe na rynkach nieruchomości mieszkaniowych na świecie w

⁴⁷² Allen F., Carletti E., *The Global Financial Crisis, Monetary Policy under Financial Turbulence*, Central Bank of Chile, 2011.

⁴⁷³ Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu...*, s. 58.

⁴⁷⁴ Blanchard O., *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper WP/09/80, International Monetary Fund, Washington, 2009.

⁴⁷⁵ Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu...*, s. 58.

⁴⁷⁶ World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries?display=graph>

⁴⁷⁷ Deptuła T., *Rynek nieruchomości odrywa się od fundamentów*, Rzeczpospolita – Ekonomia, 2015.

pewnym zakresie były różne. Dotyczy to przede wszystkim polityki gospodarczej w tym polityki mieszkaniowej, odmienności systemów prawnych dotyczących rynku nieruchomości mieszkaniowych. Bardzo ważny wpływ ma również stopień rozwoju systemu bankowego oraz rynku kapitałowego⁴⁷⁸.

Duże znaczenie w kształtowaniu się cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych mają działania spekulacyjne. Oczekiwania na dalszy wzrost cen na rynku mieszkaniowym tworzą presję do spekulacyjnych zakupów mieszkań. Powoduje to wzrost popytu oraz wzrost cen i tym samym może prowadzić do kreowania się bańki cenowej. Sprzyja temu również zmieniający się charakter mieszkania jako dobra, które zaczyna być traktowane jako dobro kapitałowe. Powoduje to zakupy mieszkań w celach inwestycyjnych przez gospodarstwa domowe, jak i firmy inwestycyjne. Efektem takich działań jest gwałtowny wzrost cen mieszkań i pojawienie się bańki cenowej.

5.3. Zmienność cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce

W Polsce nie miała miejsca kumulacja niekorzystnych zjawisk, takich jak głęboki spadek cen mieszkań oraz gwałtowne pogorszenie jakości bankowych aktywów hipotecznych, tym samym w polskiej gospodarce nie było takiego załamania, jakie miało miejsce w innych gospodarkach na świecie⁴⁷⁹. Nie oznacza to jednak, że rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce był wolny od znaczących fluktuacji w zakresie koniunktury, wyrażonej w szczególności poprzez zmienność cen mieszkań, co będzie przedmiotem dalszej analizy.

Zasadniczy wpływ na w miarę łagodny przebieg ostatniego cyklu koniunkturalnego na rynku mieszkaniowym w Polsce miały przede wszystkim takie czynniki, jak:

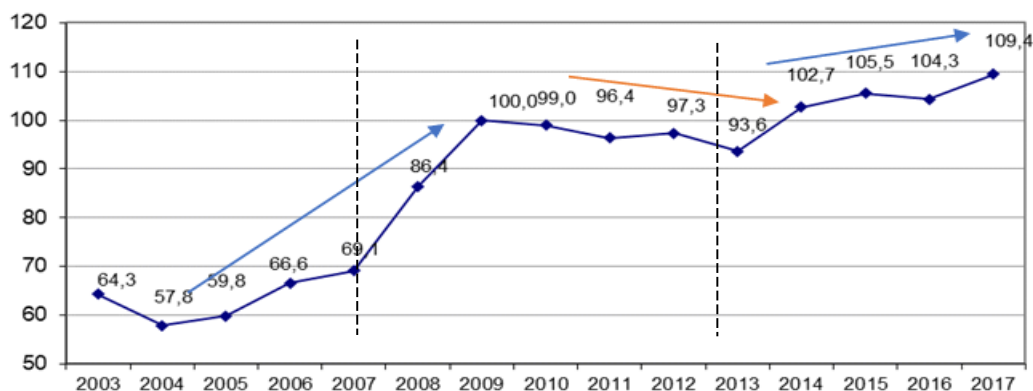
- załamanie amerykańskiego rynku hipotecznego oraz pojawiające się podobne problemy na wielu rynkach europejskich, co o rok lub dwa skróciło okres dynamicznego wzrostu cen na polskim rynku mieszkaniowym;
- ograniczony zakres popytu o charakterze spekulacyjnym na rynku nieruchomości mieszkaniowych w naszym kraju; ponadto tego rodzaju zakupy mieszkań w przeważającej części okazały się inwestycjami długookresowymi, co w sumie nie zakłóciło łagodnego tempa zmian cen;
- znacznie mniejsza skala finansowania sektora mieszkaniowego kredytem hipotecznym w Polsce niż ma to miejsce na rynkach rozwiniętych;

⁴⁷⁸ Łaszek J., Augustyniak H., Widłak M., *Cykle na warszawskim rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Finansowanie Nieruchomości, nr 1, Warszawa, 2010, s. 37.

⁴⁷⁹ Orłowski W. M., *Świat, który oszalał*, Biblioteka Gazety Wyborczej, Warszawa, 2008.

- niski poziom rozwoju system finansowania nieruchomości mieszkaniowych co spowodowało, że instytucje finansowe nie były zaangażowane w operacje finansowe związane z bardzo ryzykownymi instrumentami emitowanymi w oparciu o kredyty hipoteczne⁴⁸⁰.

Rysunek 27. Dynamika nominalnych cen ofertowych 1 m² mieszkania w największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%



*wartości podane na wykresie dotyczą dynamiki dla 7 miast

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów: *Cykliczne materiały analityczne NBP – Rynek nieruchomości – Informacja kwartalna*,

https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html.

Tabela 38. Średnia nominalna cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017

Rok	Faza koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych	Średnia cena 1 m ² mieszkania (zł)		Dynamika rok poprzedni=100%		Dynamika rok 2003=100%	
		7 miast*	6 miast bez Warszawy	7 miast*	6 miast bez Warszawy	7 miast*	6 miast bez Warszawy
2003	Faza wzrostu	5 589	4 894	-	-	100,0	100,0
2004		5 755	5 326	103,0	108,8	103,0	108,8
2005		5 867	5 459	101,9	102,5	105,0	111,5
2006		6 143	6 174	104,7	113,1	109,9	126,2
2007		8 181	7 411	133,2	120,0	146,4	151,4
2008	Faza spadku (kryzysu)	7 845	6 742	95,9	91,0	140,4	137,8
2009		7 696	6 464	98,1	95,9	137,7	132,1
2010		7 067	6 476	91,8	100,2	126,4	132,3
2011		6 948	6 460	98,3	99,8	124,3	132,0
2012		6 679	6 123	96,1	94,8	119,5	125,1
2013	Faza wzrostu	6 745	5 928	101,0	96,8	120,7	121,1
2014		6 602	5 999	97,9	101,2	118,1	122,6
2015		6 685	6 069	101,3	101,2	119,6	124,0
2016		6 800	6 331	101,7	104,3	121,7	129,4
2017		7 120	6 620	104,7	104,6	127,4	135,3

* Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Warszawa.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów: *Cykliczne materiały analityczne NBP – Rynek nieruchomości – Informacja kwartalna*,

https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html

⁴⁸⁰ Główna G., *Teoretyczne aspekty bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance Vol. 12, No. 4/2014, Warszawa, 2014, s. 39.

W stosunku do roku 2003 ceny w roku 2017 są nominalnie wyższe o 27,4% dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Warszawa) i 33,5% dla 6 miast (bez Warszawy). W latach 2003-2007, tj. w fazie wzrostowej, ceny wzrosły nominalnie o ponad 45% (46,4% dla 7 miast i 51,4% dla 6 miast bez Warszawy). Następnie w fazie spadkowej (lata 2008-2012) nastąpił ich nominalny spadek o blisko 20% (18,4% dla 7 miast i 17,4% dla 6 miast) w stosunku do szczytowego poziomu z końca 2007 r. W latach 2013-2017 ceny ponownie zaczęły rosnąć, jednakże trend wzrostowy był znacznie słabszy niż w I fazie wzrostowej (2003-2007). W efekcie ceny ofertowe 1 m² mieszkania były na koniec 2017 r. wciąż nominalnie o 13% niższe dla 7 największych miast w Polsce i o 10,7% dla 6 miast (bez Warszawy), niż w roku 2007.

Tabela 39. Średnia realna cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w 7 największych miastach Polski* w latach 2003-2017 (ceny stałe dla roku 2016) **

Rok	Faza koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych	Średnia cena 1 m ² mieszkania (zł)		Dynamika rok poprzedni=100%		Dynamika rok 2003=100%	
		7 miast	6 miast bez Warszawy	7 miast	6 miast bez Warszawy	7 miast	6 miast bez Warszawy
2003	Faza wzrostu	7 273,0	6 368,6	-	-	100,0	100,0
2004		7 235,8	6 696,4	99,5	105,1	99,5	105,1
2005		7 224,9	6 722,5	99,8	100,4	99,3	105,6
2006		7 489,9	7 527,7	103,7	112,0	103,0	118,2
2007		9 731,4	8 815,5	129,9	117,1	133,8	138,4
2008	Faza spadku (kryzysu)	8 955,6	7 696,5	92,0	87,3	123,1	120,8
2009		8 488,4	7 129,6	94,8	92,6	116,7	111,9
2010		7 597,1	6 961,8	89,5	97,6	104,5	109,3
2011		7 161,3	6 658,3	94,3	95,6	98,5	104,5
2012		6 638,4	6 085,8	92,7	91,4	91,3	95,6
2013	Faza wzrostu	6 644,2	5 839,4	100,1	96,0	91,4	91,7
2014		6 503,3	5 909,3	97,9	101,2	89,4	92,8
2015		6 644,9	6 032,6	102,2	102,1	91,4	94,7
2016		6 800,0	6 331,0	102,3	104,9	93,5	99,4
2017		7 262,4	6 752,4	106,8	106,7	99,9	106,0

* Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Warszawa

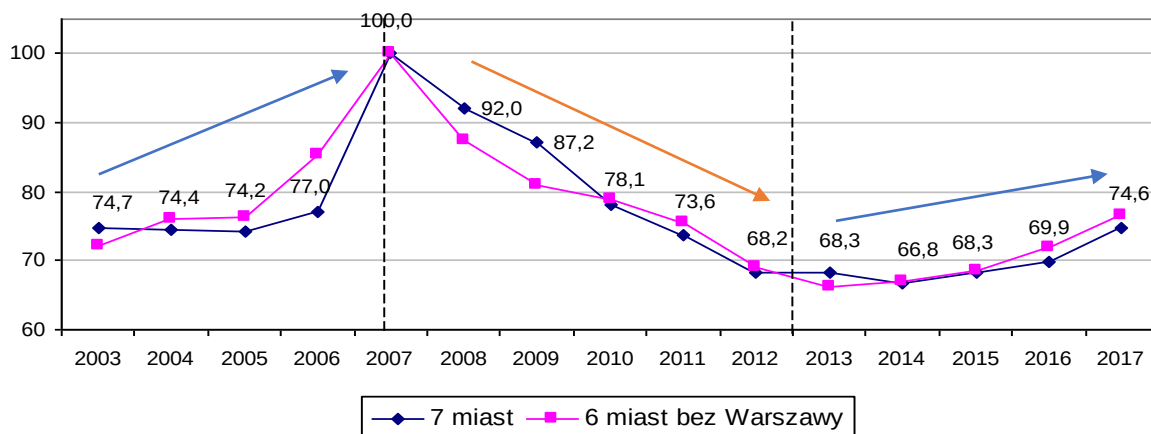
** deflator indeks inflacji CPI

Źródło: Opracowanie własne *Cykliczne materiały analityczne NBP – Rynek nieruchomości – Informacja kwartalna*, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html.

Na podstawie powyższych danych można wnioskować, że realna cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w Polsce w 2003 r. wynosiła 7 273 zł dla 7 miast oraz 6 368,6 zł dla 6 miast bez Warszawy. Ceny te były nieznacznie niższe niż w 2017 r. (w porównaniu do roku 2003) o 0,1% dla 7 miast i wyższe o 6% dla 6 miast (bez Warszawy). W fazie wzrostowej, w latach 2003-2007, ceny wzrosły realnie o ponad 33% (33,8% dla 7 miast i 38,4% dla 6 miast bez Warszawy). Jest to wzrost wyższy niż w przypadku cen nominalnych na rynku pierwotnym w tym okresie. Wzrost cen nominalnych w porównaniu do cen realnych był większy o 12,6% dla 7 miast i 13% dla 6 miast bez War-

szawy. Następnie w fazie spadkowej (lata 2008-2012) nastąpił ich realny spadek o ponad 30% (31,8% dla 7 miast i 30,5% dla 6 miast) w stosunku do szczytu cen z roku 2007. Spadek cen realnych jest większy w porównaniu ze spadkiem cen nominalnych na rynku pierwotnym w tym samym okresie o 13,4% dla 7 miast i 13,1% dla 6 miast bez Warszawy. W latach 2013-2017 ceny ponownie zaczęły rosnąć, jednakże trend wzrostowy był znacznie słabszy niż w I fazie wzrostowej (2003-2007). W efekcie ceny realne 1 m² mieszkania były na koniec 2017 r. wciąż realnie o 25,4% niższe dla 7 największych miast w Polsce i o 26,6% dla 6 miast bez Warszawy, niż w szczytowym pod tym względem roku 2007. Ceny nominalne oraz ceny realne ukazują te same fazy w kształtowaniu się cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w największych miastach.

Rysunek 28. Dynamika realnych cen ofertowych 1 m² mieszkania w największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%

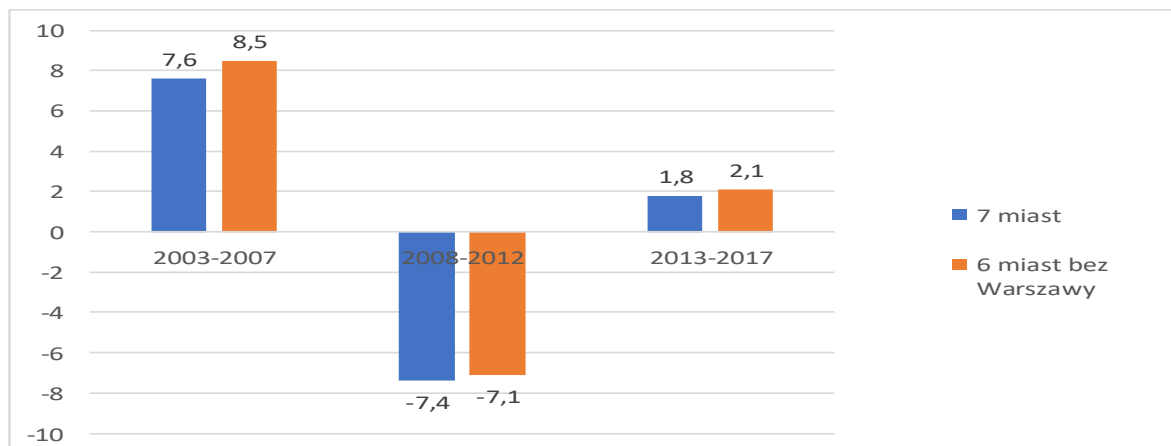


*wartości podane na wykresie dotyczą dynamiki dla 7 miast

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Cykliczne materiały analityczne NBP- Rynek nieruchomości - Informacja kwartalna*, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html

W latach 2003-2007 ceny nominalne rosły w największych miastach w Polsce bardzo szybko, osiągając średnioroczną stopę wzrostu aż 10% (zaś dla miast bez Warszawy, stopę 10,9%). Z kolei w latach 2008-2012 średnioroczna nominalna cena 1 m² mieszkania spadała w największych 7 miastach o 4% (rok do roku), w przypadku miast z pominięciem Warszawy średnioroczna stopa spadku ceny wyniosła 3,7%. W latach 2013-2017 obserwowaliśmy łagodne wzrosty cen 1 m² mieszkania sięgające 1,3% (7 największych miast) i 1,6% (6 miast bez Warszawy). Obydwe fazy wzrostowe trwały po 5 lat.

Rysunek 29. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej realnej ceny 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach



Źródło: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index2.html

W I fazie wzrostowej (2003-2007) ceny realne rosły w 7 największych miastach w Polsce, szybko osiągając średnioroczną stopę wzrostu 7,6% (zaś dla miast bez Warszawy, stopę 8,5%). Z kolei w latach 2008-2012 średnioroczna realna cena 1 m² mieszkania spadała w największych 7 miastach o 7,4% (rok do roku), w przypadku miast z pominięciem Warszawy, średnioroczna stopa spadku ceny wyniosła 7,1%. W latach 2013-2017 obserwowaliśmy niewielkie wzrosty cen 1 m² mieszkania sięgające 1,8% (7 największych miast) i 2,1% (6 miast bez Warszawy). Pierwsza, jak i druga faza wzrostowa trwały dokładnie 5 lat.

Aby można było mówić o zwiększaniu się popytu na nieruchomości mieszkaniowe, a tym samym zwiększaniu się cen nieruchomości mieszkaniowych, musi wystąpić kilka fundamentalnych czynników. Oprócz czynnika strukturalnego, czyli tzw. potrzeby mieszkań, konieczny jest wzrost realnych dochodów rozporządzalnych (płac) gospodarstw domowych oraz niskie stopy procentowe lub ich spadek. Wszystkie te czynniki wystąpiły w I i II fazie wzrostowej cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Bardzo znaczący wzrost cen w okresie hossy w latach 2003-2007 był pokłosiem bardzo korzystnych warunków popytowych oraz ograniczonej podaży mieszkań. W II fazie wzrostowej popyt mieszkaniowy był wciąż duży, ale wzrosła też podaż mieszkań oraz pogorszyły się możliwości i warunki zaciągania kredytów mieszkaniowych, co powodowało, że ceny nie rosły już tak dynamicznie, jak w I fazie wzrostowej.

Tabela 40. Średnia nominalna cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) w 7 największych miastach Polski* w latach 2003-2017

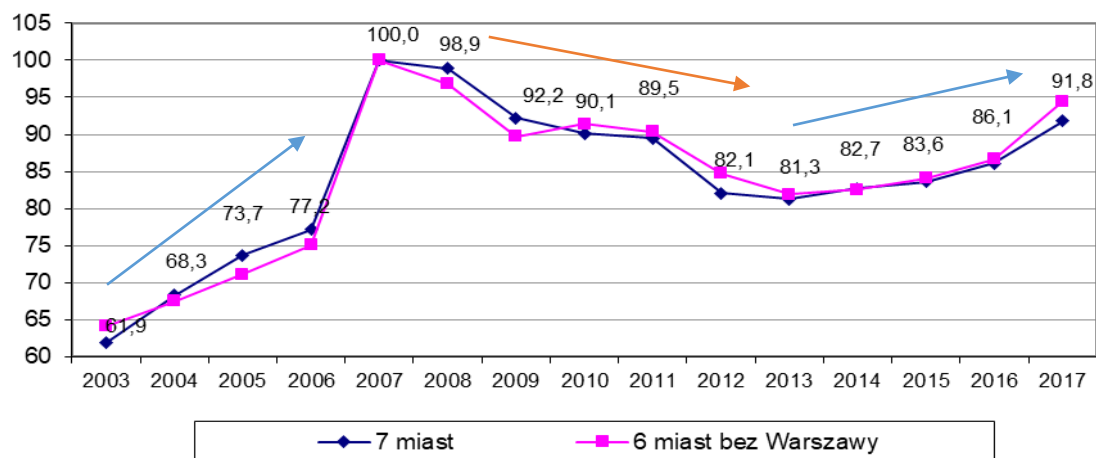
Rok	Faza koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych	Średnia cena 1 m ²		Dynamika		Dynamika	
		7 miast	6 miast bez Warszawy	7 miast	6 miast bez Warszawy	7 miast	6 miast bez Warszawy
2003	Faza wzrostu	4 310	3 769	-	-	100,0	100
2004		4 756	3 966	110,3	105,2	110,3	105,2
2005		5 130	4 178	107,9	105,3	119,0	110,9
2006		5 380	4 412	104,9	105,6	124,8	117,1
2007		6 965	5 878	129,5	133,2	161,6	156,0
2008	Faza spadku (kryzysu)	6 890	5 689	98,9	96,8	159,9	150,9
2009		6 421	5 272	93,2	92,7	149,0	139,9
2010		6 274	5 370	97,7	101,9	145,6	142,5
2011		6 237	5 313	99,4	98,9	144,7	141,0
2012		5 720	4 976	91,7	93,7	132,7	132,0
2013		5 664	4 815	99,0	96,8	131,4	127,8
2014	Faza wzrostu	5 760	4 853	101,7	100,8	133,6	128,8
2015		5 823	4 944	101,1	101,9	135,1	131,2
2016		5 997	5 097	103,0	103,1	139,1	135,2
2017		6 397	5 552	106,7	108,9	148,4	147,3

* Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Warszawa.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP,

https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkan.xls.

Rysunek 30. Dynamika nominalnych cen transakcyjnych 1 m² mieszkania na rynku wtórnym w 7 największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%



* wartości podane na wykresie dotyczą dynamiki dla 7 miast: Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Warszawa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP,

https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkan.xls

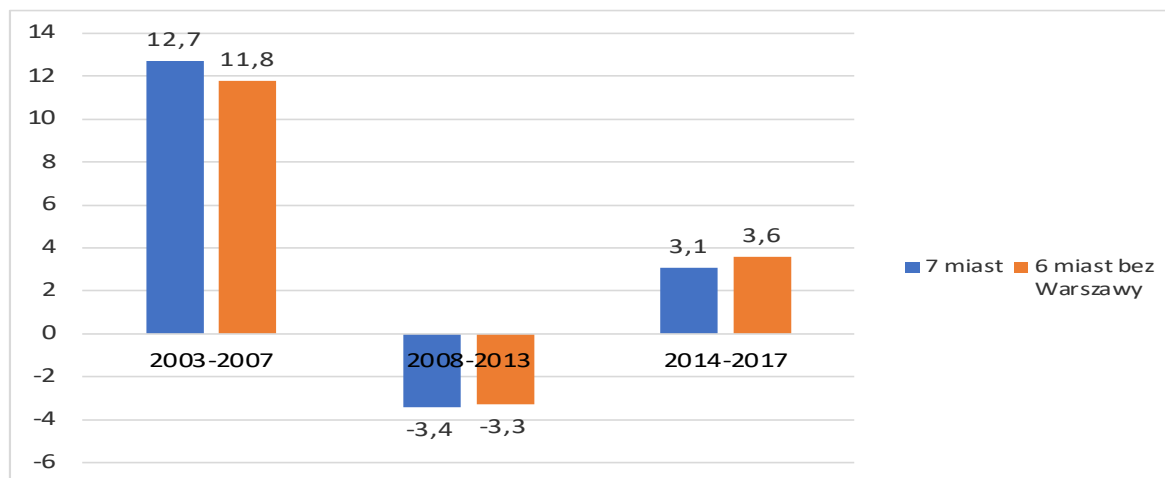
Czynnikiem „ciągnącym” w górę ceny nominalne w I fazie wzrostowej była też wyższa inflacja (wynosząca średnio 2% rocznie), niż miała miejsce w II fazie wzrostowej (wynosząca średniorocznie zaledwie 0,3%). Wzrost popytu mieszkaniowego a tym samym cen mieszkań w II fazie wzrostowej jest wynikiem szybciej rosnących płac oraz wprowadzanych programów rządowych wspierających zakup nieruchomości mieszkaniowych przez gospodarstwa domowe. Wzrost dochodu gospodarstw domowych przy stałych stopach procentowych powoduje wzrost popytu, który przy relatywnie sztywnej podaży prowadzi do wzrostów cen nieruchomości mieszkaniowych. Powoduje to, że kształtuje się nowa równowaga przy podobnym poziomie aktywności, ale wyższym poziomie cen nieruchomości mieszkaniowych⁴⁸¹.

Wyraźne spadki cen nominalnych i realnych w latach 2008-2012 (przy średniorocznej stopie inflacji wynoszącej 3,7%) wskazują, że rodzimy rynek mieszkaniowy został dotknięty skutkami światowego kryzysu finansowego i będącego jego pochodną spowolnienia gospodarczego w Polsce. W efekcie wyższej inflacji wzrosły też stopy procentowe w 2008 oraz 2011-2012 roku oraz pogorszyły się warunki dostępu gospodarstw domowych do kredytów mieszkaniowych.

Dokonując analizy danych dotyczących średnich nominalnych cen mieszkań na rynku wtórnym, można zauważyć, że w odniesieniu do roku 2003 ceny w roku 2017 są nominalnie wyższe o 48,4% dla 7 miast i 47,3% dla 6 miast (bez Warszawy). W I fazie wzrostowej, w latach 2003-2007 ceny wzrosły nominalnie o około 60% (61,6% dla 7 miast i 56% dla 6 miast bez Warszawy). Następnie w fazie spadkowej (2008-2013) nastąpił ich nominalny spadek o blisko 20%, tj. 18,7% dla 7 miast i 18,1% dla 6 miast bez Warszawy. W latach 2014-2017 ceny ponownie zaczęły rosnąć, jednakże trend wzrostowy był słabszy niż w I fazie wzrostowej (2003-2007). Ceny transakcyjne 1 m² mieszkania były na koniec 2017 r. wciąż nominalnie o 8,2% niższe dla 7 największych miast w Polsce i o 5,5% dla 6 miast bez Warszawy, niż w szczytowym pod tym względem roku 2007. Faza wzrostowa w latach 2014-2017 jest krótsza o jeden rok w porównaniu z I fazą wzrostową (2003-2007).

⁴⁸¹ Pniewska K., *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na polski sektor finansowy*, [w:] Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Reakcje rynku na kryzys finansowy*, CeDeWu, Warszawa, 2011.

Rysunek 31. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej nominalnej ceny 1 m² mieszkania na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach

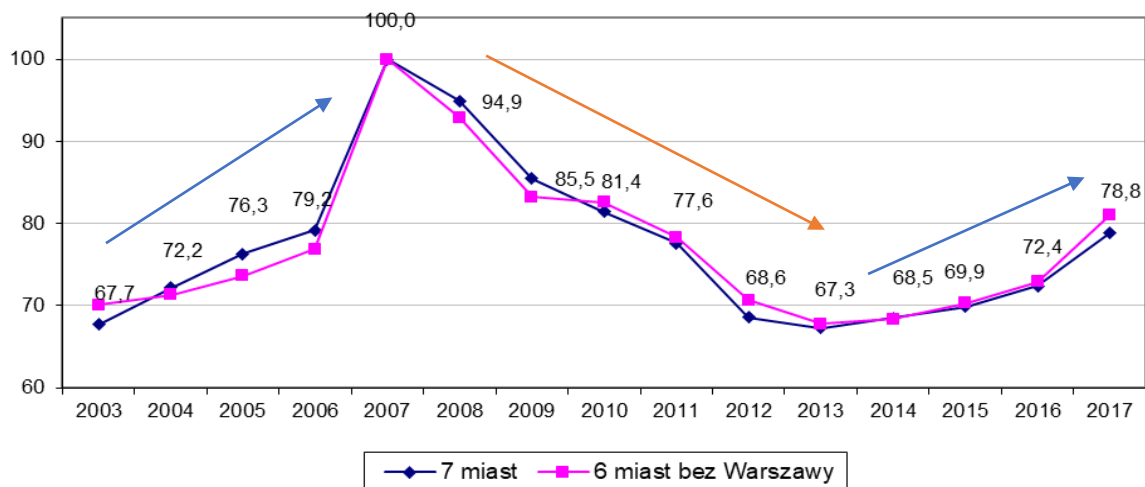


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP,
https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkam.xls

Ceny nominalne w największych miastach w Polsce na rynku wtórnym w latach 2003-2007 rosły bardzo szybko, osiągając średnioroczną stopę wzrostu aż 12,7% (zaś dla miast bez Warszawy stopę 11,8%). Natomiast w latach 2008-2013 średnioroczna nominalna cena 1 m² mieszkania spadała w największych 7 miastach o 3,4%, w przypadku 6 miast średnioroczna stopa spadku ceny wyniosła 3,3%, co widać na rysunku 31. W kolejnych latach badanego okresu (2014-2017) występowały ponowne wzrosty cen 1 m² mieszkania, sięgające średniorocznie 3,1% (7 największych miast) i 3,6% (6 miast bez Warszawy).

Ceny realne 1 m² mieszkania na rynku wtórnym wzrosły w latach 2003-2007 średnio o 47,7% w 7 największych miastach w Polsce, zaś w 6 miastach (bez Warszawy) wzrosły o 42,6% w stosunku do roku 2003. W fazie spadkowej trwającej 6 lat (2008-2013) nastąpił spadek cen w stosunku do szczytowego poziomu z roku 2017 realnie aż o 32,7%, czyli realne ceny wróciły do poziomu zbliżonego do roku 2003 (rys. 32). Spadek cen realnych był większy w porównaniu ze spadkiem cen nominalnych w tym samym okresie o 14% dla 7 miast i 14,1% dla 6 miast bez Warszawy. Ponowne odbicie cen w górę miało miejsce w roku 2014. W II fazie wzrostowej w latach 2014-2017 nastąpił wzrost realnych cen o 11,5-12% (rys. 32). Jednakże ceny te były realnie niższe od szczytowego poziomu z końca 2007 roku o 21,2% dla 7 największych miast w Polsce i o 19% dla 6 miast bez Warszawy.

Rysunek 32. Dynamika realnych cen transakcyjnych 1 m² mieszkania w 7 największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%



*wartości podane na wykresie dotyczą dynamiki dla 7 miast

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP,

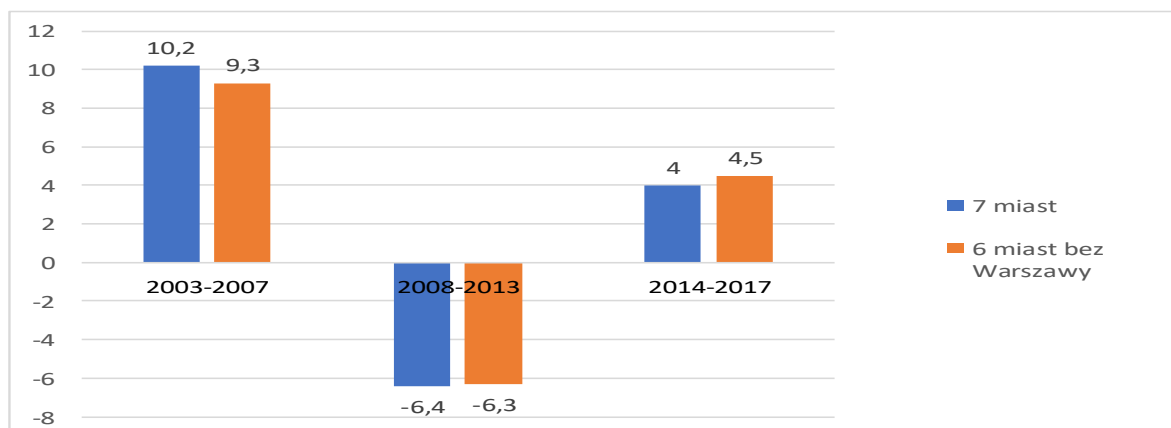
https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkam.xls

Ceny nominalne oraz ceny realne (po korekcie o wskaźnik inflacji) przedstawiają te same fazy w kształtowaniu się cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w największych miastach w Polsce, chociaż II faza wzrostowa na rynku wtórnym była opóźniona o rok (2014) w stosunku do rynku pierwotnego (2013).

I faza (2003-2007) cechowała się szybkim wzrostem ceny realnej na rynku wtórnym. Ceny realne rosły w 7 największych miastach w Polsce, osiągając średnioroczną stopę wzrostu na poziomie 10,2% (zaś dla miast bez Warszawy stopę 9,3%). Z kolei w latach 2008-2013 średnioroczna realna cena na tym rynku spadła nieco wolniej niż na rynku pierwotnym, tj. w największych 7 miastach o 6,4% (rok do roku), w przypadku miast z pominięciem Warszawy 6,3% średniorocznie. W latach 2014-2017 obserwowaliśmy ponowne realne wzrosty cen 1 m² mieszkania sięgające 4% (7 największych miast) i 4,5% (6 miast bez Warszawy). W porównaniu do rynku pierwotnego były to wzrosty średniorocznie wyższe o około 2-2,5 p.p.

Rysunek 33 pokazuje, że na rynku wtórnym ceny transakcyjne rosły w szybkim tempie w I fazie (2003-2007), odpowiednio: 10,2% dla 7 miast i 9,3% w 6 miastach bez Warszawy. Wskutek kryzysu finansowego rozpoczętego w latach 2008-2009 doszło do korekty cen i spadku o odpowiednio 6,4% i 6,3% (II faza). Z kolei w późniejszych latach (faza III) ceny wzrosły, jednakże dynamika była już dużo niższa, niż w I fazie.

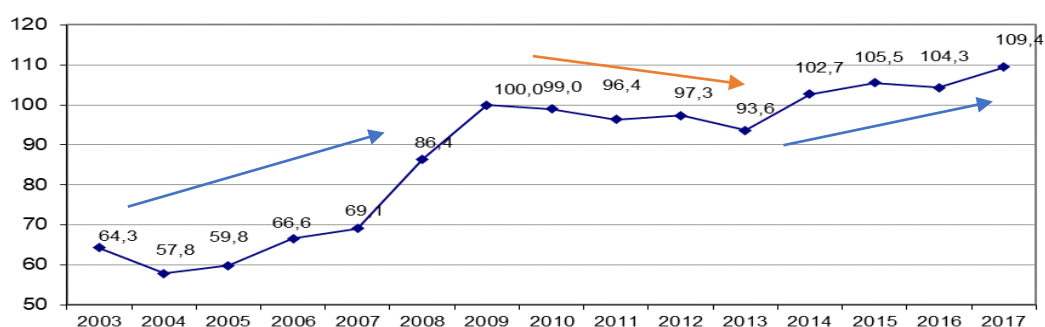
Rysunek 33. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej realnej ceny 1 m² mieszkania na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP,
https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkam.xls

Trzeba jednak zaznaczyć, że dynamika wzrostu cen mieszkań w 7 miastach Polski różniła się w stosunku do 6 miast bez Warszawy (Poznań, Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Wrocław). W wybranych okresach, które były analizowane, dynamika cen w miastach nie uwzględniając Warszawy była wyższa, niż w samej Warszawie. Nie oznacza to jednak przebiecia poziomu cenowego, który ukształtował się na terenie Warszawy. Wynika to przede wszystkim z tego, że różnice cenowe między Warszawą a pozostałymi miastami ujętymi w analizie były znaczne w roku startowym przyjętym na potrzeby analizy (2003). Można uważać, że inwestorzy tam, gdzie dynamika była wyższa w pozostałych miastach, chętniej w nich inwestowali, ponieważ mogli uznawać, że rynek warszawski jest już zbyt przeinwestowany. To mogło oznaczać dla nich relatywnie wysokie obciążenie kosztem zakupu i finansowania inwestycji mieszkaniowej, a jednocześnie mogli obawiać się niższego prawdopodobieństwa satysfakcjonującego zwrotu z inwestycji w kolejnych latach.

Rysunek 34. Dynamika nominalnych cen 1 m² mieszkania na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2009=100%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkam.xls

Średnie nominalne ceny 1 m² nieruchomości mieszkaniowych w Polsce na rynku wtórnym w roku 2003 wynosiły 2 280 zł, natomiast w roku 2017 już 3 880 zł za metr kwadratowy i jest to wzrost o 70,2%. Na rysunku 34 widać, że w latach 2003-2009 ceny 1 m² wzrosły nominalnie o 35,7% w fazie wzrostowej. Następnie w fazie spadkowej (2010-2013) nastąpił ich nominalny spadek o około 6,4%. W latach 2014-2017 ceny 1 m² nominalnie ponownie zaczęły rosnąć, jednakże trend wzrostowy był znacznie słabszy niż w I fazie wzrostowej (2003-2009). Średnie ceny nominalne 1 m² mieszkania były na koniec 2017 r. nominalnie o 9,4% wyższe niż w szczytowym pod tym względem roku 2007. Warto zwrócić również uwagę na czas trwania poszczególnych faz. I faza wzrostowa trwała 7 lat (2003-2009), faza spadkowa 4 lata (2010-2013), natomiast druga faza wzrostowa jest krótsza o trzy lata w porównaniu z pierwszą fazą wzrostową i trwała 4 lata (2014-2017).

Średnie nominalne ceny 1 m² mieszkania dla całej Polski są niższe aniżeli nominalne ceny 1 m² mieszkania dla wybranych dużych miast w Polsce. Duże miasta są miejscem koncentracji aktywności ekonomicznej, źródłem kreacji nowych miejsc pracy, co w następstwie powoduje napływ siły roboczej. Siła robocza wpływa bezpośrednio na popyt na nieruchomości mieszkaniowe, jak i stwarza szansę dla rozwoju miasta, co podwyższa poziom edukacji⁴⁸².

Narodowy Bank Polski w analizach wykorzystuje wskaźnik dostępności mieszkania, rozumiejąc przez to pojęcie wskaźnik o charakterze dochodowym. Określa go jako miarę możliwości zakupu mieszkania w cenie średniej ofertowej i transakcyjnej (według danych NBP) za przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w danym mieście (według danych GUS). Wskaźnik ten wyraża liczbę metrów kwadratowych mieszkania możliwych do nabycia za przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w danym regionie⁴⁸³. Wskaźnik uwzględnia tylko dwa kryteria: średnie ceny 1 m² nieruchomości mieszkaniowych oraz średni poziom dochodów mieszkańców⁴⁸⁴.

Przez pojęcie dostępnego budownictwa mieszkaniowego A. Twardoch rozumie „mieszkania lub domy, których zakup lub wynajem pozostaje w granicach finansowych możliwości średnio zamożnej rodziny, lub jednostki, pozyskiwane z pomocą ze strony państwa lub gminy”⁴⁸⁵.

⁴⁸² Chudik A., Fratzscher M., *Identifying the global transmission of the 2007-2009 financial crisis in a GV model*, European Economic Review, Vol. 55, nr 3, 2011.

⁴⁸³ *Raport o sytuacji na rynkach nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2015 r.*, Departament Stabilności Finansowej, NBP, Warszawa, 2016, s. 76.

⁴⁸⁴ Ibidem, s. 77.

⁴⁸⁵ Twardoch A., *Dostępne budownictwo mieszkaniowe*, Architecture et Artibus, nr 2, 2009, s. 75-82.

Tabela 41. Wskaźnik dostępności mieszkania w Polsce w latach 2003-2017

Rok	Szacunkowy poziom przeciętnego wynagrodzenia netto w sektorze	Średnia cena transakcyjna za 1 m ²	Dostępność mieszkania za przeciętne miesięczne wynagrodzenie
2003	1 621	2 458	0,66
2004	1 634	2 774	0,59
2005	1 686	3 023	0,56
2006	1 771	4 175	0,42
2007	1 935	6 213	0,31
2008	2 135	5 787	0,37
2009	2 228	5 796	0,38
2010	2 301	5 771	0,40
2011	2 415	5 563	0,43
2012	2 498	2 145	0,49
2013	2 671	4 127	0,65
2014	4 138	3 647	1,13
2015	4 280	3 646	1,13
2016	4 403	3 830	1,15
2017	4 739	5 045	0,94

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: AMRON. <https://adresowo.pl/ceny-mieszkan/>

W latach 2003-2013 przeciętne wynagrodzenie netto w sektorze przedsiębiorstw nie pokrywało nawet średniej ceny transakcyjnej metra kwadratowego. Dopiero od 2014 r. można zauważyć znaczący wzrost wynagrodzenia, który umożliwia też łatwiejszy dostęp do kredytów. W latach 2003-2007 zbyt liberalna polityka banków w udzielaniu kredytów pomogła w powstaniu bańki cenowej na rynku nieruchomości. W tym okresie ponad trzykrotnie zwiększyła się ilość udzielanych kredytów hipotecznych ogółem. W 2004 r. było to 35 mld zł udzielonych kredytów hipotecznych, natomiast w 2008 r. już 192 mld zł. Te czynniki wpływały na wzrost cen mieszkań. Wiele firm deweloperskich wchodziło na rynek nieruchomości mieszkaniowych, chcąc uzyskać wysoką stopę zwrotu z inwestycji.

Dane zgromadzone przez AMRON pokazują odmienny obraz sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych niż w przypadku NBP. Wynika to przede wszystkim z innej metodologii przyjętej przez NBP i AMRON. Badania NBP posługiwały się terminem „mieszkania”, co oznacza pojedynczą nieruchomość mieszkaniową wydzieloną z nieruchomości wielomieszkaniowej (bloku wielomieszkaniowego, kamienicy itd.). Z kolei w badaniach AMRON zawarta analiza opisuje „nieruchomości mieszkaniowe”, co uwzględnia aspekt jednostkowy (cena 1 mieszkania), a nie powierzchniowy (1 m² mieszkania)⁴⁸⁶. Dzięki przywołaniu danych AMRON możliwe jest uzupełnienie analizy, ponieważ daje ono dodatkową perspektywę, którą daje poruszenie zagadnienia ceny jednostkowej nieruchomości (a nie jak w przypadku NBP tylko ceny za metr kwadratowy).

⁴⁸⁶ Patrz: *Raport AMRON-SARFiN, Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości*, nr 2, 2021, s. 18-19.

Tabela 42. Średnia cena nominalna nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Średnia nominalna cena nieruchomości mieszkaniowej (zł)	Dynamika rok poprzedni=100%	Dynamika rok 2003=100%
2003	Faza wzrostu	69 590	-	100,0
2004		80 260	115,3	115,3
2005		90 455	112,7	130,0
2006		104 760	115,8	150,5
2007		130 050	124,1	186,9
2008		163 395	125,6	234,8
2009		179 055	109,5	257,3
2010		179 505	100,3	257,9
2011	Faza spadku (kryzysu)	172 305	96,0	247,6
2012		171 665	99,6	246,7
2013		169 260	98,6	243,2
2014	Faza wzrostu	179 280	105,9	257,6
2015		176 625	98,5	253,8
2016		180 265	102,1	259,0
2017		185 445	102,9	266,5

Źródło: Opracowanie na podstawie: AMRON <https://www.amron.pl/strona.php?tytul=analizy-i-publikacje>

Dlatego też dane AMRON pokazują ruchy cen w badanym okresie (2003-2017) pokazując wzrost zaangażowania w budownictwo jednorodzinne, a także rosnące zaangażowanie inwestycyjne. Nominalna cena pojedynczej nieruchomości jest w tym przypadku także przeciętną wielkością inwestycji w takim ujęciu.

Średnia nominalna cena nieruchomości mieszkaniowych od 2003 roku stale wzrastała aż do 2010 roku i jest to wzrost o 61,2%. Ponadto zauważalna jest już na pierwszy rzut oka znaczna dynamika w fazie wzrostu do 2008 roku. W porównaniu do danych z NBP widać jednak pewne różnice. Okres spadku według analizy NBP jest ewidentny, jednakże w przypadku danych pokazujących dynamikę średnich nominalnych cen całych nieruchomości mieszkaniowych badania AMRON pokazują jedynie spowolnienie. Może to mieć związek z kilkoma czynnikami. Jednym z nich jest wzrost zainteresowania kupnem nieruchomości mieszkaniowych o większej powierzchni⁴⁸⁷.

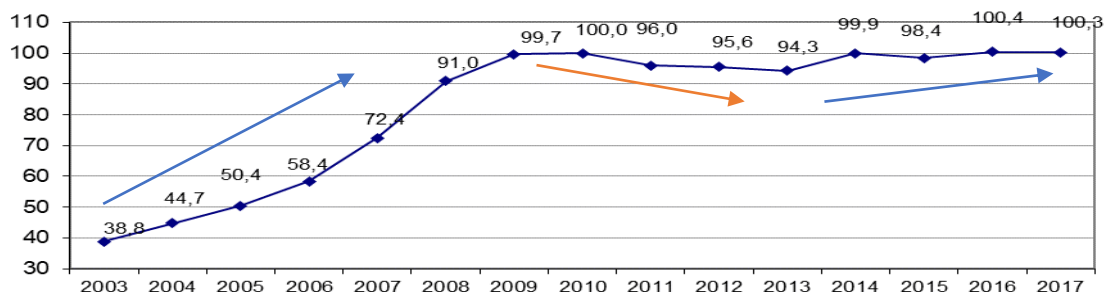
Wpływ na nominalną cenę nieruchomości mieszkaniowych mogły mieć oprócz czynników makroekonomicznych, czynniki związane z konkretnym dobrem. Do tych czynników można zaliczyć między innymi: lokalizację, wielkość, standard, infrastrukturę, miejsce pracy itd.⁴⁸⁸ W kolejnych latach (2011-2013) wystąpił nominalny spadek średniej ceny nieruchomości mieszkaniowej o 5,7%. Ostatnia faza (2014-2017) jest fazą wzrostową. Trend wzrostowy jest znacznie mniejszy niż w przypadku I fazy wzrostowej (2003-2010).

⁴⁸⁷ *Transakcje kupna/sprzedaży nieruchomości w Polsce w 2008 roku*, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.

⁴⁸⁸ Miller V., Vallee L., *Central Bank Balance Sheets and the Transmission of Financial Crises*, Open Economies Review, Vol. 22, No. 2, 2011.

Cena nieruchomości mieszkaniowej jest nominalnie wyższa niż w szczytowym 2010 roku i wynosi 0,3% (rys. 35).

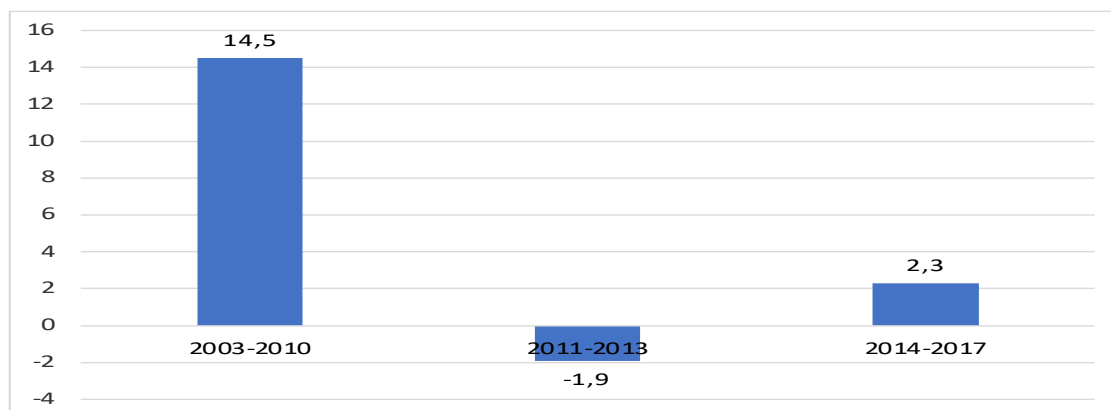
Rysunek 35. Dynamika średnich nominalnych cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2010=100%



Źródło: Opracowanie na podstawie: AMRON, <https://www.amron.pl/strona.php?tytul=analizy-i-publikacje>

W I fazie wzrostowej (2003-2010) ceny nominalne nieruchomości mieszkaniowych rosły w Polsce szybko osiągając średnioroczną stopę wzrostu 14,5%. Z kolei w latach 2011-2013 średnioroczna nominalna cena nieruchomości mieszkaniowej spadała w Polsce o 1,9% (rok do roku). W ostatniej fazie przedstawionej na rysunku 36 następuje niewielki wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych sięgający 2,3%.

Rysunek 36. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej nominalnej ceny nieruchomości mieszkaniowej na rynku w Polsce w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach



Źródło: Opracowanie na podstawie danych z tabeli 42.

Dynamika realnych średnich cen nieruchomości mieszkaniowych podobnie kształtowała się jak w przypadku nominalnych cen nieruchomości mieszkaniowych. Od 2003 roku wystąpił gwałtowny wzrost średnich realnych cen nieruchomości mieszkaniowych, który swój szczyt osiągnął w 2009 roku. Jest to realny wzrost o 118,1%.

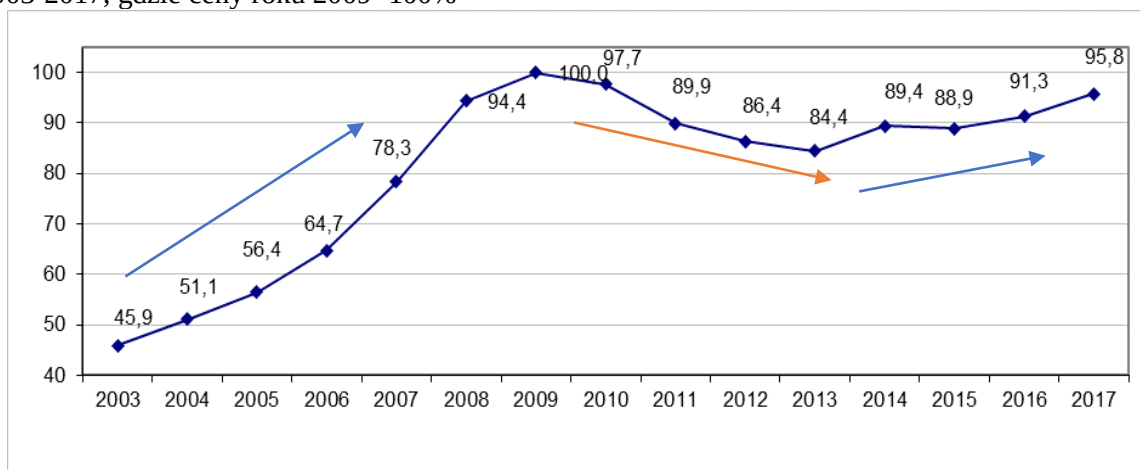
Tabela 43. Średnia realna cena nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Średnia realna ceny nieruchomości (zł)	Dynamika rok poprzedni=100%	Dynamika rok 2003=100%
2003	Faza wzrostu	90 558,2	-	100,0
2004		100 911,3	111,4	111,4
2005		111 390,3	110,4	123,0
2006		127 728,9	114,7	141,0
2007		154 696,3	121,1	170,8
2008		186 526,6	120,6	206,0
2009		197 491,4	105,9	218,1
2010	Faza spadku (kryzysu)	192 970,5	97,7	213,1
2011		177 593,8	92,0	196,1
2012		170 621,2	96,1	188,4
2013		166 730,2	97,7	184,1
2014	Faza wzrostu	176 600,5	105,9	195,0
2015		175 565,3	99,4	193,9
2016		180 265,0	102,7	199,1
2017		189 153,9	104,9	208,9

* deflator indeks inflacji CPI

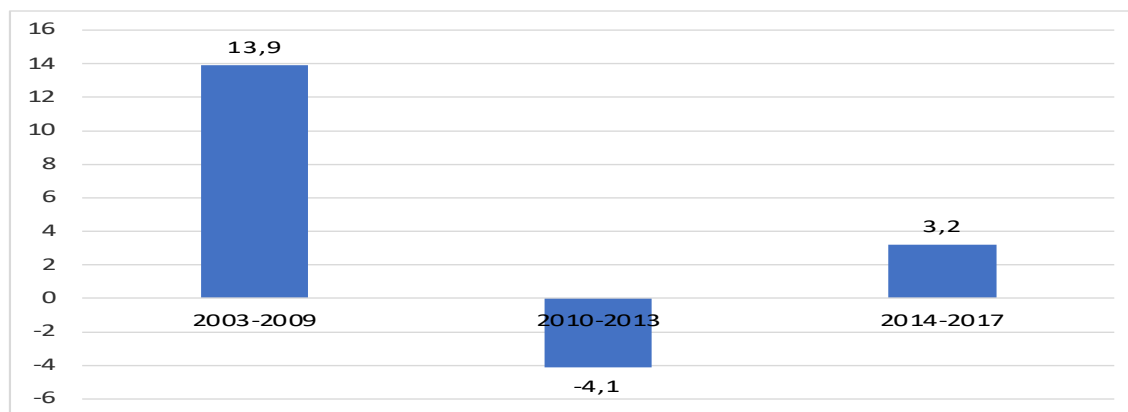
Źródło: Opracowanie na podstawie: AMRON, <https://www.amron.pl/strona.php?tytul=analizy-i-publikacje>

Rysunek 37. Dynamika średnich realnych cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2009=100%



Źródło: Opracowanie na podstawie: AMRON, <https://www.amron.pl/strona.php?tytul=analizy-i-publikacje>

Rysunek 38. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej realnej ceny nieruchomości mieszkaniowej na rynku w Polsce w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 43.

W kolejnych latach (2010-2013) nastąpił spadek średnich cen nieruchomości mieszkaniowych. Spadek realnych cen nieruchomości mieszkaniowych wyniósł w tym okresie 15,6%. Od 2014 roku rynek nieruchomości mieszkaniowych w dalszym ciągu znajduje się w fazie wysokiej aktywności i nadal obserwowane są wysokie poziomy popytu i podaży na nowe nieruchomości mieszkaniowe. Wzrostowi podaży towarzyszą wzrosty cen mieszkań, związane w części ze wzrostem kosztów produkcji, w tym wzrostem cen terenów budowlanych⁴⁸⁹. W 2017 roku średnia realna cena nieruchomości mieszkaniowej w porównaniu do szczytowego roku 2009 była niższa o 4,2%. Dodatkowo w ofercie rynku nieruchomości mieszkaniowych zmniejszyła się pula tańszych mieszkań, które spełniały wymogi programu MDM⁴⁹⁰.

Średnie ceny nieruchomości mieszkaniowych realnie wzrastały zdecydowanie szybciej w I fazie (2003-2009) - wzrost ten wyniósł 13,9% rok do roku. Następnie w latach 2010-2013 średnioroczna realna cena nieruchomości mieszkaniowych spadała o 4,1% (rok do roku). Kolejny wzrost średniej realnej ceny nieruchomości mieszkaniowych odnotowano w latach 2014-2017. Jednak jest to dużo mniejszy wzrost niż w przypadku I fazy (2003-2009), wynoszący przeciętnie rocznie 3,2%.

W podsumowaniu tego rozdziału, warto podkreślić, że lata 2003-2007 były okresem znacznego wzrostu cen. Oprócz znacznego popytu i niewystarczającej podaży mieszkań nie sposób nie wspomnieć o tym, że w okresie od 2005 do 2008 roku średnie stopy procentowe kredytów na cele mieszkaniowe z okresem finansowania powyżej 5 lat spadły z 8,1% do 5,7%⁴⁹¹. Można uważać, że zakładany przed rozpoczęciem badań okres koniunktury i wzrostu cen przeciągnął się na lata 2008-2009. Prawdopodobnie wynikało to z faktu, że na rynku mogli działać inwestorzy, którzy kupowali nieruchomości mieszkaniowe w celach inwestycyjnych. Ponadto można zauważyć, że w latach 2008-2009 tempo wzrostu wartości kredytów mieszkaniowych gospodarstw domowych jedynie spowolniło, ale nadal wykazywało dodatnią dynamikę⁴⁹². Możliwe jest również to, że wielu inwestorów nie zrezygnowało z zakupów mieszkań w inwestycjach będących w toku, ponieważ bały się utraty początkowych wkładów. Spadki cen mieszkań wynikały z wzajemnych relacji popytowo-podażowych, spadek popytu

⁴⁸⁹ Bogumił P., *Securing Poland's economic success II: labour market and product specialisation – is there a link?*, KE, Bruksela, 2015.

⁴⁹⁰ Rządowy program „Mieszkanie dla młodych” dane wg stanu na 30.06.2018 r., BGK, 2019.

⁴⁹¹ https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html

⁴⁹² s. Szydło, *Wpływ działalności depozytowo-kredytowej banków komercyjnych na stabilność polskiej gospodarki*, „Ekonomia Menedżerska”, nr 10, 2011, s. 80.

na mieszkania spowodował także, że przedsiębiorstwa deweloperskie dokonywały w latach 2010-2012 korekt ofertowych po to, aby nie stracić płynności przy nowych projektach⁴⁹³.

Różnice we fluktuacjach cenowych między Polską a Wielką Brytanią mogą wynikać z kilku czynników. Po pierwsze Wielka Brytania jest rynkiem o dużo wyższym PKB per capita, o wyższym poziomie dojrzałości rynku nieruchomości. Ukształtowanie tej dojrzałości mogło zająć dekady. Polska, wchodząc w badany okres miała za sobą okres dewastujących strat w zasobie mieszkaniowym w czasie II wojny światowej, niewydolne budownictwo państwowe okresu PRL, które nie nadążało za szybkim przyrostem demograficznym, a także słaby popyt i podaż lat 90. XX wieku z powodu sytuacji makroekonomicznej. Poprawa warunków bytowych ludności i wzrost dochodów przyczyniły się do wzrostu popytu i wzrostu dynamiki cenowej. Trudno jednak nawet z obecnej perspektywy badawczej ocenić, że w latach 2003-2017 Polska stała się rynkiem dojrzałym. Wielka Brytania, jako rynek dojrzały była bardziej odporna na tak silne fluktuacje czy to w okresie wzrostu popytu, czy też w okresie spadków wywołanych kryzysem finansowym.

5.4. Bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii

Wahania cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych są jedną z istotnych determinant cyklu koniunkturalnego w całej gospodarce. Pojawiające się bańki cenowe na rynku mieszkaniowym nie wynikają z jednej przyczyny. Wywołuje je najczęściej splot powiązanych ze sobą czynników⁴⁹⁴. Z badań rynku nieruchomości mieszkaniowych wynika, że praprzyczyna baniek cenowych tkwi zwykle w cechach strukturalnych tego rynku i czynnikach fundamentalnych. Podobnie jak ma to miejsce w przypadku rynku innych rodzajów aktywów, nie wszystkie bańki cenowe muszą prowadzić do głębokiego spadku cen mieszkań i pojawienia się zjawisk destabilizujących wiele dziedzin gospodarki. W dużej mierze zależy to od wielkości pojawiającej się na rynku mieszkaniowym bańki cenowej⁴⁹⁵.

Bańki cenowe o mniejszych rozmiarach są z reguły stopniowo absorbowane. Współcześnie rozmiary baniek cenowych na rynku mieszkaniowym uzależnione są przede wszystkim od tego, czy impuls wzrostu cen wywołany czynnikami fundamentalnymi i cechami struktu-

⁴⁹³ A. Gdakowicz, *Linia oporu a ceny mieszkań na rynku pierwotnym w wybranych miastach Polski*, Zeszyty Naukowe WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 36, 2014, s. 226-229.

⁴⁹⁴ Nieborak T., *Globalny kryzys finansowy - istota, przyczyny, konsekwencje*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 4, 2010.

⁴⁹⁵ Główna G., *Teoretyczne aspekty bańki cenowej na rynku nieruchomości...*, s. 39.

ralnymi rynku nie zostanie nadmiernie wzmocniony poprzez działalność sektora bankowego. Głębokie załamanie rynku i tym samym pojawienie się kryzysu nieruchomościowego związane jest najczęściej z nadmiernie ekspansywną polityką banków w zakresie kredytowania hipotecznego, która umożliwia zbiorowe zachowania nabywców mieszkań, traktujących nieruchomości mieszkaniowe nie tylko jako dobra konsumpcyjne oraz inwestycje długoterminowe, ale nabywających je również w celach spekulacyjnych, w oczekiwaniu na szybki wzrost ich cen i z zamiarem ich odsprzedaży⁴⁹⁶.

Zróźnicowanie przestrzenne rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii, związane jest z lokalnym charakterem analizowanego rynku. Sektor mieszkaniowy w dużej mierze pozostaje wrażliwy na zmiany demograficzne⁴⁹⁷.

Powstawanie nowych gospodarstw domowych jest czynnikiem stymulującym rynek nieruchomości mieszkaniowych, jednocześnie powodującym konkurencję na stronie popytowej. Ze względu na sztywność podaży mieszkań w krótkim czasie, rosnący popyt silnie oddziałuje na poziom cen rynkowych nieruchomości mieszkaniowych⁴⁹⁸.

Obok czynników demograficznych zróźnicowanie przestrzenne rynku nieruchomości mieszkaniowych kształtują również czynniki ekonomiczne. W większości miast w Wielkiej Brytanii odnotowuje się spadek poziomu stopy bezrobocia, jednak sytuacja pod tym względem jest zróźnicowana⁴⁹⁹.

Na dostępność mieszkań w Wielkiej Brytanii pozytywnie wpływa odnotowywany w ostatnich latach realny wzrost wynagrodzeń gospodarstw domowych. Nadal jednak poziom dochodów w poszczególnych regionach pozostaje zróźnicowany, przy czym najwyższe wartości przyjmuje się w Londynie oraz na południu Wielkiej Brytanii. Wpływ regionalnych różnic poziomu dochodów w Wielkiej Brytanii na dostępność nieruchomości mieszkaniowych łagodzą różnice regionalne w cenach nieruchomości mieszkaniowych, odnotowywane zarówno w odniesieniu do rynku pierwotnego, jak i wtórnego⁵⁰⁰.

Po kryzysie finansowym, który miał miejsce w 2008 roku w Wielkiej Brytanii, obserwuje się wzrost dostępności mieszkań zarówno pod względem dostępności dochodowej, jak i

⁴⁹⁶ Ibidem, s. 39.

⁴⁹⁷ Shahrokhi M., *The Global Financial Crises of 2007-2010 and the future of capitalism*, Global Financial Journal, vol. 22, nr 3, 2011.

⁴⁹⁸ Wojtyna A., *Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego – duża odporność czy podatność* [w:] Wojtyna A., *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, PWE, Warszawa, 2011.

⁴⁹⁹ Rollnik-Sadowska E., *Polityka rynku pracy w Wielkiej Brytanii. Propozycje implementacyjne dla Polski*, Studia Ekonomiczne nr 176, Katowice, 2014.

⁵⁰⁰ Acs Z.J., Szerb L., Autio E., *Global Entrepreneurship and Development Index 2016*, The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, 2017.

- powiązanej z nią - dostępności kredytowej⁵⁰¹. Stopy procentowe w Wielkiej Brytanii w roku 2017 były na niskim poziomie co pozytywnie wpłynęło na zdolność kredytową gospodarstw domowych. Jednocześnie spadająca stopa bezrobocia, stopniowy - choć nierównomierny - wzrost stabilności zatrudnienia, zwiększając dostępność dochodową zakupu nieruchomości mieszkaniowej⁵⁰².

Jednak zaostrzona polityka kredytowa stosowana przez banki oraz wysokie ceny nieruchomości mieszkaniowych ograniczają większą dostępność nieruchomości mieszkaniowych. Mając na uwadze, iż głównym zadaniem polityki mieszkaniowej jest nie tylko wzrost dostępności nieruchomości mieszkaniowych, ale również wyrównywanie szans w zakresie dostępu do nieruchomości mieszkaniowych, niepokojący jest fakt występowania pewnych rozbieżności w różnych częściach Wielkiej Brytanii⁵⁰³. Dostępność nieruchomości mieszkaniowych pozostaje bowiem w znacznym zróżnicowaniu przestrzennym. Dlatego analiza dostępności nieruchomości mieszkaniowych powinna być prowadzona nie tylko w ujęciu czasowym, lecz również przestrzennym⁵⁰⁴.

Tabela 44. Przeciętna cena domów w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 – dynamika w ujęciu nominalnym i realnym (według cen z 2017 r.)

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Średnie ceny nieruchomości mieszkaniowych (£)		Dynamika rok poprzedni=100%		Dynamika rok 2003=100%	
		cena nominalna	cena realna*	wg cen nominalnych	wg cen realnych*	wg cen nominalnych	wg cen realnych*
2003	Faza intensywnego wzrostu	133 903	180 489	-	-	100,0	100,0
2004		152 464	202 790	113,9	112,4	113,9	112,4
2005		157 387	205 133	103,2	101,2	117,5	113,7
2006		172 056	219 157	109,3	106,8	128,5	121,4
2007		183 959	228 994	106,9	104,5	137,4	126,9
2008	Faza spadku (kryzysu)	156 828	188 419	85,3	82,3	117,1	104,4
2009		162 116	190 419	103,4	101,1	121,1	105,5
2010		162 971	185 537	100,5	97,4	121,7	102,8
2011		164 785	179 558	101,1	96,8	123,1	99,5
2012	Faza wzrostu	162 924	172 661	98,9	96,2	121,7	95,7
2013		174 444	180 272	107,1	104,4	130,3	99,9
2014		189 002	192 506	108,3	106,8	141,1	106,7
2015		197 044	200 597	104,3	104,2	147,2	111,1
2016		205 937	209 232	104,5	104,3	153,8	115,9
2017		211 433	211 433	102,7	101,1	157,9	117,1

* jako deflator zastosowano wskaźnik inflacji CPI

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: House Price Index (HPI), Office for National Statistics; <https://www.gov.uk/government/publications/about-the-uk-house-price-index>

⁵⁰¹ Baller S., Dutta S., Lanvin B., *The Global Information Technology Report 2016. Innovating in the Digital Economy*, World Economic Forum, Geneva, 2017.

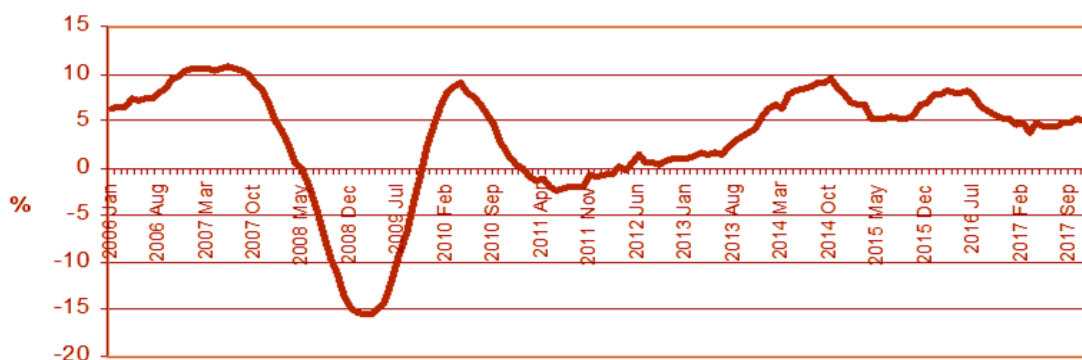
⁵⁰² Dutta S., Lanvin B., Wunsch-Vincent S., *The Global Innovation Index 2016: Effective Innovation Policies for Development*, Cornell University, INSEAD, and the World Intellectual Property Organization (WIPO), Fontainebleau, Ithaca, Geneva, 2017.

⁵⁰³ Clark A., Frijters P., Shields M.A., *Relative Income, Happiness and Utility: An Explanation for the Easterlin Paradox and Other Puzzles*, Journal of Economic Literature, vol. 46, no., 1, 2012.

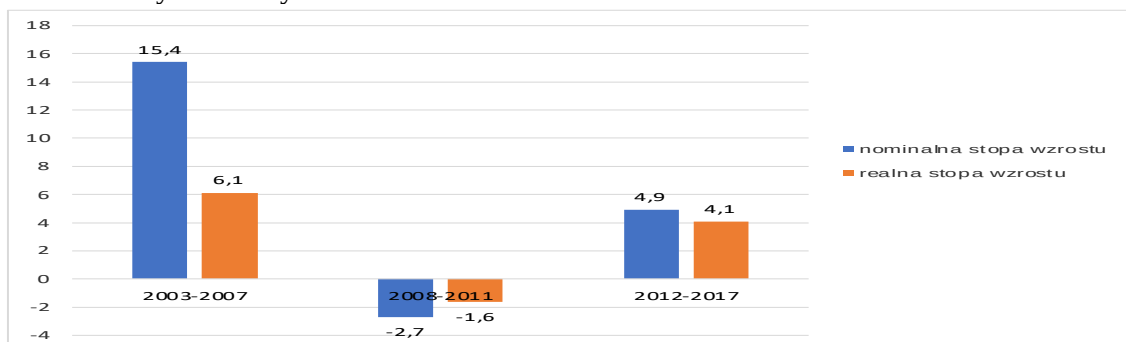
⁵⁰⁴ Florida R., Mellander Ch., King K., *The Global Creativity Index 2015*, Martin Prosperity Institute, 2016.

Średnie ceny domów oraz dynamika ich zmian są ważnym czynnikiem w ocenie koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych⁵⁰⁵. W Wielkiej Brytanii przeciętna cena domu nominalnie była w 2017 roku o 57,9% wyższa w stosunku do 2003 roku. Podobnie jak w przypadku podaży nieruchomości mieszkaniowych cały badany okres możemy podzielić na trzy podokresy w zależności od fazy koniunktury na rynku wyznaczonej przez ceny nieruchomości mieszkaniowych. Pierwsza faza - bardzo dynamicznego wzrostu cen domów obejmuje lata 2003-2007. Faza ta jest zatem krótsza o rok w stosunku do fazy wzrostowej wyznaczonej przez podaż nowych mieszkań. W roku 2007 za dom trzeba było zapłacić przeciętnie o 37% więcej niż w roku 2003, realnie zaś o 26,9% więcej. Warto zwrócić uwagę, że ceny w tym okresie rosły szybciej niż podaż nieruchomości mieszkaniowych. W latach 2003-2007 średnioroczna stopa wzrostu ceny domów w ujęciu realnym wynosiła aż 6,1%, co dowodzi, że narastała bańka cenowa na tym rynku (tab. 44).

Rysunek 39. Średnioroczna stopa zmiany (%) przeciętnej ceny domów w Wielkiej Brytanii:
A/ w ujęciu miesięcznym (styczeń 2006-grudzień 2017) – według cen nominalnych



B/ średnioroczna stopa zmiany rok do roku w poszczególnych podokresach lat 2003-2017 – według cen nominalnych i realnych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: House Price Index (HPI), Office for National Statistics;
<https://www.gov.uk/government/publications/about-the-uk-house-price-index>

⁵⁰⁵ Kołodko G., *Strategia szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa, 2004.

Pęknięcie bańki cenowej nastąpiło w roku 2008, kiedy w stosunku do roku poprzedniego ceny domów spadły nominalnie o prawie 15%, zaś realnie o niespełna 17,7% (tab. 44). Po niewielkim odbiciu cen w roku 2009 w kolejnych trzech latach ceny domów wykazywały tendencję stagnacyjną. Ogólnie okres kryzysu i stagnacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w kontekście cen domów trwał od roku 2008 do roku 2012, niemniej jak wykazują dane tabeli 44 w 2012 r. miał już miejsce znaczący wzrost ceny 1 m² mieszkania (nominalnie o 9,4% w stosunku do roku poprzedniego). Zatem pomimo stagnacji możemy mówić już o końcu kryzysu na tym rynku w roku 2012. W latach 2008-2011 ceny domów wykazywały średnioroczne tempo spadku na poziomie -2,7% nominalnie i -1,6% realnie (rys. 39 B).

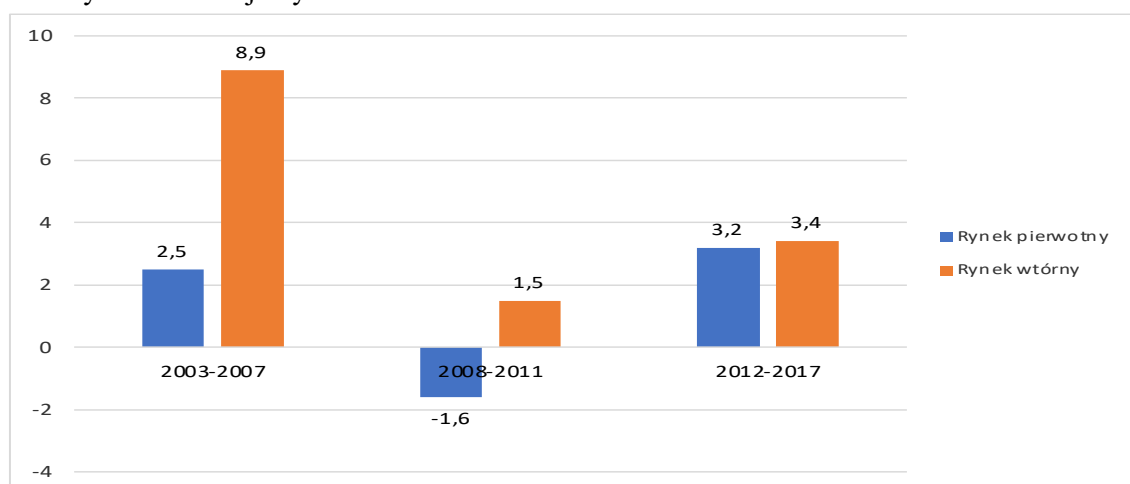
Analiza średniej ceny 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym dla Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 wskazuje na dwie fazy wzrostowe oraz jedną fazę spadkową. Pierwsza faza wzrostowa miała miejsce przed kryzysem finansowym w latach 2003-2007. Obserwowano wówczas podobną tendencję wzrostową, jak w odniesieniu do średniej ceny domów, jednakże skala wzrostu była nieco mniejsza. Pomiędzy rokiem 2003 a 2007 cena 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym wzrosła nominalnie o 10,2%, zaś na rynku wtórnym o 40,6%. W latach 2003-2007 średnioroczna stopa wzrostu ceny 1 m² mieszkania wynosiła 2,5% na rynku pierwotnym i aż 8,9% na rynku wtórnym (rys. 40). Na rynku wtórnym jedynie w roku 2009 nastąpił nieznaczny spadek ceny w stosunku do poziomu z roku poprzedniego (tab. 45).

Tabela 45. Przeciętna nominalna cena 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Średnia cena 1 m ² nieruchomości mieszkaniowej (£)		Dynamika rok poprzedni=100%		Dynamika rok 2003=100%	
		Rynek pierwotny	Rynek wtórny	Rynek pierwotny	Rynek wtórny	Rynek pierwotny	Rynek wtórny
2003	Faza intensywnego wzrostu	5 125	4 125	-	-	100,0	100,0
2004		5 550	4 725	108,3	114,5	108,3	114,5
2005		5 625	5 000	101,4	105,8	109,8	121,2
2006		5 700	5 325	101,3	106,5	111,2	129,1
2007		5 650	5 800	99,1	108,9	110,2	140,6
2008	Faza spadku (kryzysu)	5 500	5 950	97,3	102,6	107,3	144,2
2009		5 000	5 900	90,9	99,2	97,6	143,0
2010		5 200	6 100	104,0	103,4	101,5	147,9
2011		5 300	6 150	101,9	100,8	103,4	149,1
2012	Faza wzrostu	5 800	6 525	109,4	106,1	113,2	158,2
2013		6 088	6 585	105,0	100,9	118,8	159,6
2014		6 132	6 635	100,7	100,8	119,6	160,8
2015		6 256	6 785	102,0	102,3	122,1	164,5
2016		6 333	6 829	101,2	100,6	123,6	165,6
2017		6 421	7 510	101,4	110,0	125,3	182,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *House Price Index (HPI) Office for National Statistics*, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/housepriceindex/previousReleases>

Rysunek 40. Średnioroczna stopa zmiany (%) przeciętnej ceny 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 45.

W okresie kryzysu finansowego i będącego jego konsekwencją kryzysu gospodarczego w Wielkiej Brytanii (2008-2011), przeciętna cena 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym spadała średniorocznie o 1,6% (rys. 40), natomiast cena 1 m² mieszkania na rynku wtórnym w dalszym ciągu rosła (średnioroczna stopa wzrostu wynosiła 1,5%). Skąd takie odmienne tendencje? W okresie kryzysu finansowego, a następnie kryzysu na rynku nieruchomości i szerzej kryzysu gospodarczego firmy budowlane miały problemy z płynnością. Banki na skutek kryzysu finansowego bardzo mocno zredukowały akcję kredytową, co dotyczyło zwłaszcza kredytów finansujących budownictwo mieszkaniowe⁵⁰⁶. Deweloperzy wobec problemów z pozyskaniem kredytów nie tylko długoterminowych, ale także obrotowych, nie mieli możliwości pozyskać środków na podtrzymanie płynności. Chcąc zachować płynność oraz wypłacalność i utrzymać się na rynku firmy te musiały wyprzedawać mieszkania, nawet tylko nieznacznie powyżej kosztów własnych⁵⁰⁷. Dlatego ceny na rynku pierwotnym spadały w latach 2008-2011. Na wtórnym rynku mieszkaniowym, pomimo kryzysu gospodarczego, większość kredytobiorców (właścicieli mieszkań) dzięki pomocy rodzin czy dodatkowej pracy była w stanie w dalszym ciągu spłacać raty kredytów. Pomocne w tym zakresie było także obniżenie stóp procentowych przez bank centralny. Właściciele mieszkań nie musieli ich sprzedawać lub mieszkania te nie były - wobec obsługiwanego długu przez kredytobiorców - przedmiotem

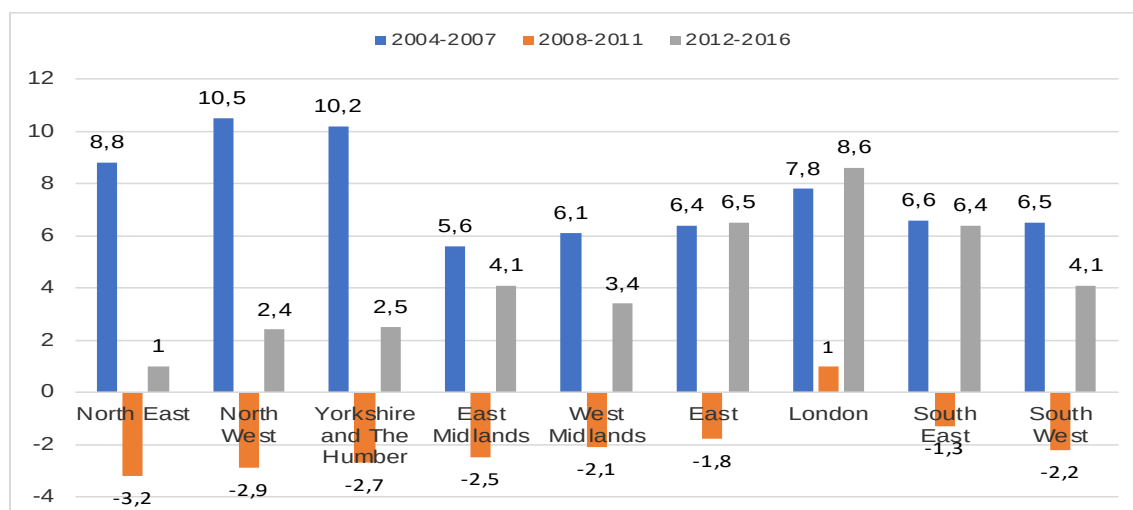
⁵⁰⁶ Schwab K., *The Global Competitiveness Report 2015-2016*, The World Economic Forum, Geneva, 2016.

⁵⁰⁷ Vertesy D., Deiss R., *The Innovation Output Indicator 2016. Methodology Update*, EUR 27880 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2017.

windykacji przez banki. Tym samym podaż mieszkań na rynku wtórnym nie zwiększyła się drastycznie w stosunku do lat przedkryzysowych, co mogłoby spowodować spadek ich cen⁵⁰⁸.

W latach 2012-2017 można było obserwować ponowny trend wzrostowy cen 1 m² mieszkania, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Przeciętna cena 1 m² wzrosła nominalnie w tym czasie w porównaniu do ceny z roku 2008 o 21,5% na rynku pierwotnym i o 22,1% na rynku wtórnym. Przeciętne tempo wzrostu ceny 1 m² mieszkania (czyli średnioroczna stopa wzrostu) wynosiła w latach 2012-2017 na rynku pierwotnym 3,2%, zaś na rynku wtórnym 3,4%. Dynamika ceny na rynku pierwotnym była zatem nieznacznie wyższa niż w okresie przedkryzysowym, natomiast wzrost cen na rynku wtórnym był znacznie niższy niż w latach 2003-2007.

Rysunek 41. Średnioroczne stopy wzrostu (%) przeciętnej ceny 1 m² nieruchomości mieszkaniowych według regionów Wielkiej Brytanii w latach 2004-2016



Źródło: UK House Price Index: Reports; www.gov.uk/government/collections/uk-house-price-index-reports

Charakterystyczną cechą rynku brytyjskiego jest duże zróżnicowanie cen pomiędzy poszczególnymi regionami kraju i miastami. Przykładowo w 2004 r. przeciętna cena 1 m² mieszkania była najniższa w północno-wschodnim regionie Wielkiej Brytanii, wynosząc wówczas 62,5% w relacji do średniej krajowej, zaś najwyższa w Londynie wynosząc tam 196,2% średniej krajowej. W efekcie kryzysu finansowego i gospodarczego te międzyregionalne różnice jeszcze bardziej się pogłębiły, bowiem Londyn był jedynym miastem/regionem, gdzie ceny mieszkań nie spadały, zaś po kryzysie najbardziej dynamicznie tam rosły (rys. 41). Z kolei największy spadek cen i najsłabsze ich odbicie w okresie pokryzysowym miały miejsce w regionach północnych kraju (*North East i North West*). W efekcie w roku 2016 cena 1 m²

⁵⁰⁸ Skorwider-Namiołko, J., Zapotoczna, M., *Ocena potencjału rozwoju lokalnych rynków nieruchomości mieszkaniowych*, Studia Ekonomiczne nr 144, 2013.

mieszkania w Londynie była 2,5-krotnie wyższa od średniej dla wszystkich regionów kraju, zaś w regionie północno-wschodnim, cena ta wynosiła zaledwie 48,8% średniej krajowej⁵⁰⁹. Zróżnicowanie regionalne dotyczyło także wahań cen w poszczególnych podokresach.

Jak wskazują dane zaprezentowane na rysunku 41, w okresie przedkryzysowym we wszystkich regionach ceny rosły bardzo dynamicznie, jednakże przeciętne roczne tempo wzrostu ceny 1 m² mieszkania wahało się od 10,5% do 5,6%. Spadki cen w okresie kryzysu miały we wszystkich regionach w miarę zbliżoną skalę, aczkolwiek, jak wspomniano, nie dotyczyły one Londynu. Natomiast ponowne wzrosty cen obserwowane od roku 2012 miały znów bardzo zróżnicowane tempo (rys. 41).

Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych mają ogromny wpływ na dostępność nieruchomości, co ma znaczące konsekwencje społeczne, w szczególności w rozwijających się obszarach miejskich, gdzie popyt przewyższa podaż⁵¹⁰. Kryzys finansowy z 2008 roku i w jego konsekwencji kryzys gospodarczy wpłynęły na ograniczenie budowy nowych mieszkań. W okresie pokryzysowym poszerzający się wciąż problem niezaspokojonych potrzeb mieszkaniowych ludności kreowany m.in. przez wzrost migracji, tworzył presję na popyt mieszkaniowy i tym samym wpływał na wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych⁵¹¹.

Wiele organizacji sektora prywatnego publikuje własne wskaźniki cen domów. Dla każdego istnieją różnice w źródłach danych i metodach stosowanych do budowy indeksu, co prowadzi do różnic w publikowanych wskaźnikach. Za główne indeksy cen nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii, uważa się brytyjski indeks: *UK HPI*, *LSL Acadata HPI*⁵¹², *Halifax HPI*⁵¹³, *Rightmove HPI*⁵¹⁴. Dlatego ceny jak i indeksy mogą się nieco różnić w zależności od źródła oraz podjętej metodologii. *Office for National Statistics (ONS)*⁵¹⁵ to Biuro Statystyki Narodowej, które gromadzi, analizuje i rozpowszechnia statystyki dotyczące gospodarki, społeczeństwa i ludności Wielkiej Brytanii. *Acadata Ltd* jest opartą na badaniach praktyką konsultingową skoncentrowaną na rynku mieszkaniowym. *Halifax* zajmuje się pożyczkami hipotecznymi, ostatni *Rightmove* to największy portal nieruchomości. Aktualizuje dane co kwartał.⁵¹⁶

⁵⁰⁹ UK House Price Index: Reports; www.gov.uk/government/collections/uk-house-price-index-reports.

⁵¹⁰ Trojanek, R., *Zmiany cen na wtórnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu w latach 2008-2011*, Studia i Materiały TNN, t. 20, nr 1, Olsztyn, 2014.

⁵¹¹ Żelazowski, K., *Regionalne zróżnicowanie cen i ich determinant na rynku mieszkaniowym w Polsce*, Studia i Materiały TNN, t. 19, nr 3, Olsztyn, 2012.

⁵¹² <http://www.acadata.co.uk/acadataHousePrices.php>

⁵¹³ <https://www.halifax.co.uk/media-centre/house-price-index/>

⁵¹⁴ <https://www.rightmove.co.uk/news/house-price-index/>

⁵¹⁵ <https://www.ons.gov.uk>

⁵¹⁶ <https://www.gov.uk/government/publications/about-the-uk-house-price-index/comparing-house-price-indices-in-the-uk>

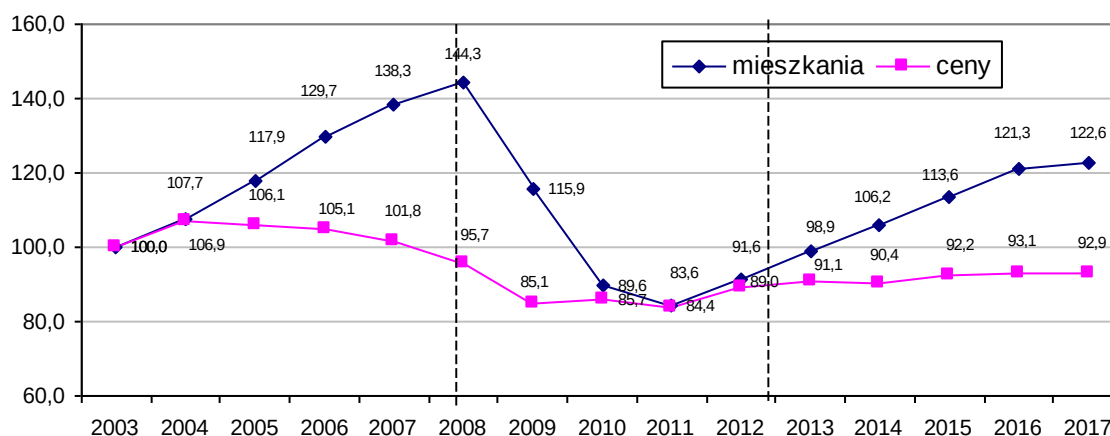
Tabela 46. Przeciętna realna cena 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017

Rok/faza koniunktury na rynku nieruchomości		Średnia cena 1 m ² nieruchomości mieszkaniowej (£)		Dynamika rok poprzedni=100%		Dynamika rok 2003=100%	
		Rynek pierwotny	Rynek wtórny	Rynek pierwotny	Rynek wtórny	Rynek pierwotny	Rynek wtórny
2003	Faza intensywnego wzrostu	6 908,0	5 560,1	-	-	100,0	100,0
2004		7 382,0	6 284,7	106,9	113,0	106,9	113,0
2005		7 331,4	6 516,8	99,3	103,7	106,1	117,2
2006		7 260,0	6 782,4	99,0	104,1	105,1	121,9
2007		7 033,2	7 219,9	96,9	106,5	101,8	129,8
2008	Faza spadku (kryzysu)	6 607,9	7 148,6	94,0	99,0	95,7	128,5
2009		5 879,6	6 937,9	89,0	97,1	85,1	124,7
2010		5 920,0	6 944,6	100,7	100,1	85,7	124,9
2011		5 775,1	6 701,3	97,6	96,5	83,6	120,5
2012	Faza wzrostu	6 146,6	6 915,0	106,4	103,2	89,0	124,4
2013		6 291,4	6 805,0	102,4	98,4	91,1	122,4
2014		6 245,7	6 758,0	99,3	99,3	90,4	121,5
2015		6 368,8	6 907,3	102,0	102,2	92,2	124,2
2016		6 434,3	6 938,3	101,0	100,4	93,1	124,7
2017		6 421,0	7 510,0	99,8	108,2	92,9	135,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *House Price Index (HPI) Office for National Statistics*, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/housepriceindex/previousReleases>

Na rysunku 42 widać wyraźnie, że realne ceny 1 m² mieszkania w Wielkiej Brytanii zaczęły spadać wcześniej niż podaż mieszkań, co wynika z naturalnej dla tego rynku „sztywności” podaży. Natomiast druga faza wzrostowa zaczęła się dokładnie w tym samym czasie (w 2012 r.), jednakże jak widać w aspekcie cen, możemy mówić o niej w ujęciu cen nominalnych, gdyż realnie ceny nie powróciły do poziomu z roku 2003, a tym bardziej do poziomów szczytowych z lat 2004-2005.

Rysunek 42. Dynamika realnych cen 1 m² mieszkania w Wielkiej Brytanii (rynek pierwotny) i dynamika podaży mieszkań, rok 2003 = 100%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z National Statistics.

Specjaliści zwracają uwagę na czynniki takie jak wzrost podatków czy zmianę oczekiwań nabywców, które wpływają na ceny nieruchomości mieszkaniowych. Na wysokie ceny mieszkań w Wielkiej Brytanii złożyło się kilka różnych czynników, wśród których najistotniejsze były bardzo niskie stopy procentowe, jak również niewystarczająca podaż mieszkań, korzystne warunki dla osób, które kupowały nieruchomości mieszkaniowe do wynajęcia, a przede wszystkim duże zainteresowanie rynkiem nieruchomości mieszkaniowych ze strony bogatych inwestorów zagranicznych⁵¹⁷.

5.5. Znaczenie czynników behawioralnych w kreacji bańki cenowej na rynku nieruchomości

Jednym z pierwszych krajów, który odczuł skutki amerykańskiego kryzysu na rynku nieruchomości była Wielka Brytania. We wrześniu 2008 r., na skraju bankructwa znalazł się Halifax Bank of Scotland - HBOS, wykupiony później przez Lloyds TSB, z kolei Bradford&Bingley bank specjalizujący się w udzielaniu kredytów z przeznaczeniem na nieruchomości został znacjonalizowany. Do końca marca 2009 roku, Wielka Brytania dokapitalizowała sektor bankowy kwotą 63 mld euro i udzieliła gwarancji bankowych na kwotę 294,26 mld euro⁵¹⁸.

Przed kryzysem finansowym w Wielkiej Brytanii działał cały system instytucjonalnego wsparcia gospodarstw domowych, a banki umożliwiały łatwy dostęp do taniego kredytu, na który składały się niskie stopy procentowe, gwarancje kredytowe, karencja spłaty rat i odsetek, restrukturyzacja zadłużenia, kredyt konsolidacyjny oraz system refinansowania dla banków⁵¹⁹. W tym czasie wszyscy spodziewali się dalszego wzrostu cen mieszkań, mimo że coraz więcej nabywców mieszkań na kredyt de facto nie było stać na zakup nieruchomości mieszkaniowych finansowanej długiem. Dlaczego pomimo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych zwiększał się też popyt na rynku nieruchomości mieszkaniowych? W tej sytuacji powinno zadziałać prawo elastyczności cenowej popytu. Cenowa elastyczność popytu określa, w jaki sposób popyt na dane dobro, w tym przypadku nieruchomości mieszkaniowe zmienia się wraz ze zmianami ceny⁵²⁰.

⁵¹⁷ <http://www.polishexpress.co.uk/banka-na-nieruchomosciach-brytyjski-rynek-mieszkan-czeka-krach>

⁵¹⁸ Adamiec J., Russel P., *Kryzys finansowy. Wybrane zagadnienia*, Wyd. Sejmowe, Warszawa, 2009, s. 8-9.

⁵¹⁹ Baily M.N., Litan R.E., Johnson M.S., *The Origins of Financial Crisis*, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008.

⁵²⁰ Clarke T., *Corporate Governance Causes of the Global Financial Crisis*, International Perspectives, Cambridge University Press, 2011.

Brytyjski rynek nieruchomości mieszkaniowych, zarówno domów, jak i mieszkań jest opisywany w literaturze, jako cechujący się niską elastycznością cenową popytu, do czego przyczynił się wieloletni proces liberalizacji finansowej, czyli obniżania stóp procentowych i warunków udzielania kredytów hipotecznych. Z tym rozrózniono ten pogląd na dwa aspekty: nominalnej i realnej stopy procentowej. Według ekspertów w podejściu do nominalnej stopy procentowej cenowa elastyczność popytu w Wielkiej Brytanii spadła, zaś w przypadku realnej stopy procentowej, wzrosła⁵²¹. W latach poprzedzających kryzys 2008-2009 elastyczność cenowa popytu była niska, ponieważ pomimo wzrostu cen, popyt nie spadał. Za tym czynnikiem szedł popyt pierwotny, czyli zorientowany na własne potrzeby, ale też popyt inwestycyjny opierający się na założeniu, że dom lub mieszkanie to inwestycja w kapitał, ponadto umożliwiająca uzyskanie dochodów z wynajmu. Czynnikiem wspierającym była wysoka porównawcza wartość realnych dochodów (w stosunku do cen realnych domów i realnej stopy procentowej)⁵²².

W przypadku mieszkań - jeżeli cena nabycia (wraz z kosztem kredytu) jest niższa niż możliwa późniejsza cena sprzedaży - nabywca zrealizuje zysk na transakcji sprzedaży w związku z rosnącymi cenami, uzyskując wysoką stopę zwrotu. Na ten efekt kompensacji nakłada się zwykle elastyczność dochodowa popytu oraz czynniki behawioralne, np. optymizm co do zatrudnienia, wzrostu dochodu i inne⁵²³.

Podejściem do kwestii czynników bańki cenowej według ekonomii instytucjonalnej jest identyfikacja ryzyka w różnych typach podmiotów. Tworzenie międzynarodowych baniek spekulacyjnych poprzez tzw. ważne systemowo instytucje finansowe (SIFIs) może występować w wyniku:

- kreowania popytu zagranicznego w danej branży;
- nadmiernego kredytowania danej branży, w tym wzrostu kredytów poniżej standardu (np. w krajach goszczących banki zależne od systemowo ważnych instytucji finansowych);
- sprzedaży na dużą skalę derywatów opartych o finansowanie danej branży (np. papiery CDS oparte na hipotekach) w krajach goszczących banki zależne;

⁵²¹ J. V. Duca, J. Muellbauer, A. Murphy, Housing Markets and the Financial Crisis of 2007-2009: Lessons for the Future, "SERIC Discussion Paper", no. 49, 2010

⁵²² D. Miles, UK House Prices and Three Decades of Decline in the Risk-Free Real Interest Rate, 72nd Economic Policy Panel Meeting 22-23 October 2020, źródło: https://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2020/10/9100_UK-House-Prices-and-Dcline-in-Risk-Free-Real-Interest.pdf

⁵²³ Masiukiewicz P., Dec P., *Czynniki kreacji bańki cenowej na rynku nieruchomości*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 47/3, 2013, s. 403.

- utwierdzania inwestorów we własnym kraju i krajach goszczących, iż ceny aktywów danej branży (np. mieszkania i domy) będą stale rosły, w tym poprzez opinie i oceny oficjalne (ekspertów, doradców inwestycyjnych, firmy ratingowe);
- publikowania danych statystycznych o sytuacji w danej branży i jej finansach bez właściwych komentarzy;
- braku systemów wczesnego ostrzegania o zagrożeniu stabilności finansowej przez tworzoną bańkę spekulacyjną⁵²⁴.

Na czynniki behawioralne, które tworzą bańki cenowe, wskazuje wielu autorów i wyraża się, że istnieje podstawowa grupa czynników akceleracji kryzysu, która kreuje bańkę cenową. Do tych czynników na rynku nieruchomości mieszkaniowych należy zaliczyć potrzebę posiadania wyróżnika sukcesu, tj. dobrego mieszkania (domu), nadmierny optymizm co do dochodów, wiarę w trend wzrostu cen, zaufanie do banków, mnożnik zaufania na rynku, indeks nastrojów konsumentów, iluzję pieniężną, przewidywania inflacyjne, asymetrię informacji, zachowania stadne, presję otoczenia, błędną rachunkowość mentalną i inne⁵²⁵.

Zwraca się uwagę na fundamentalną rolę irracjonalnej euforii, sprzężenia zwrotnego oraz wielu innych czynników behawioralnych w tym obszarze. Efekt sprzężenia zwrotnego doprowadza do takiej dynamiki cen, iż tracą one wszelkie racjonalne uzasadnienie i rosną w zawrotnym tempie, aż do krachu. Zidentyfikowano szereg czynników akceleracji mechanizmu sprzężenia zwrotnego. Jednym z nich jest inklinacja egotystyczna, tj. skłonność inwestorów do upatrywania przyczyn wzrostu swoich dochodów w czasie boomu nie w tym, iż równoległe z innymi inwestorami pompują bańkę cenową, lecz w swojej wyjątkowej wiedzy i przenikliwości⁵²⁶.

W ostatnim czasie coraz więcej miejsca w badaniach naukowych poświęca się zachowaniom podmiotów na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Rosnące zainteresowanie podmiotową stroną rynku wiąże się z rozwojem nurtów behawioralnych, których domeną są zachowania podmiotów rynkowych odniesione do przestrzeni społeczno-ekonomicznej. Badanie zachowań podmiotów ma ważne znaczenie, ponieważ stają się wykładnią zachowań całych rynków. Lepsze rozumienie podmiotów i pogłębiona znajomość ich działań prowadzi do lepszego rozumienia stanów i dynamiki rynków nieruchomości mieszkaniowych⁵²⁷. Nurt

⁵²⁴ Masiukiewicz P., Dec P., *Behawioralne aspekty baniek cenowych i sposoby ich dezaktywacji*, Ekonomista, 2015, s. 497.

⁵²⁵ Masiukiewicz P., Dec P., *Czynniki kreacji bańki...*, s. 401-408.

⁵²⁶ Hirshleifer D.K., Subramanyam A., *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, Journal of Finance, 1998, no. 53.

⁵²⁷ Brzezicka J., Wiśniewski R., Walacik M., *Behawioralne aspekty percepcji wartości na rynku nieruchomości*, UWM w Olsztynie, KNUV, 1(43), Olsztyn, 2015, s. 66-81.

badan wykorzystujący dorobek ekonomii behawioralnej w odniesieniu do polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych jest mało znany, lecz zyskuje w ostatnim czasie na popularności. Prowadzone badania pozwalają na dostrzeżenie znaczenia nurtu behawioralnego w odniesieniu do rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz zwrócenie uwagi na jego szczególnie obszary, dotyczący ustalania ceny nieruchomości mieszkaniowych. W nurt badań behawioralnych wpisują się także aspekty percepcji wartości na rynku nieruchomości mieszkaniowych, odniesione do procesów szacowania oraz wartościowania nieruchomości w ujęciu podmiotowym⁵²⁸.

Nieruchomości mieszkaniowe, które są lub mogą być przedmiotem obrotu, są lub mogą być szacowane przez ekspertów. Rzeczoznawcy majątkowi w takich przypadkach w zależności od porządku prawnego obowiązującego w danym kraju postępują według określonych procedur opisywanych szczegółowo w literaturze. Szacowanie nieruchomości mieszkaniowych jest w tym przypadku realizacją procesu określania wartości. Wartość ta (profesjonalnie określona) staje się w procesie cenotwórczym podstawą ustalenia ceny nieruchomości mieszkaniowej. Niemniej jednak podmioty uczestniczące w procesie cenotwórczym również samodzielnie dokonują określenia wartości, tzn. samodzielnie stosują strategie wartościujące nieruchomości mieszkaniowe w zależności od wielu czynników oraz własnych potrzeb. Nie stosują do tego celu kalkulatora, wyceniając każdy aspekt, lecz kalkulacji dokonują w sposób uproszczony (orientacyjnie), np. mając własne zdanie czy „opłaca się” lub „nie opłaca się” kupić dane mieszkanie po określonej cenie. Podmioty orientacyjnie wiedzą, co jest „droższą” oraz które transakcje ich zdaniem stanowią „złoty interes”. Te dobra mają wyższą wartość, za które podmioty skłonne są zapłacić więcej. Dotyczy to wielu różnych koszyków dóbr w tym także nieruchomości mieszkaniowych, których własność stanowi o realizacji jednej z głównych potrzeb człowieka, tj. potrzeby mieszkania i bezpieczeństwa bytowego. Spostrzeżenia te wskazują jednoznacznie, że podmioty niebędące specjalistami na rynku nieruchomości mieszkaniowych, mają własne opinie na temat wartości i stosują własne strategie zmierzające do ustalenia jej ceny.

Zachowania mające wpływ na decyzje zakupowe w stosunku do domów i mieszkań opierały się przede wszystkim na zachowaniach stadnych (ang. *hoarding behaviours*). Oznacza to w ujęciu ogólnym takie zachowania, które są indukowane odniesieniem zachowań indywidualnych do zachowania reszty stada (albo przynajmniej większości). W warunkach świata zwierząt owce biegną w jednym kierunku, dlatego, że ich świadomość stadna jest

⁵²⁸ Ibidem, s. 66-81.

bardzo silna. W zachowaniach rynkowych dość często można spotkać się z takim „owczym pędem”. Tak też na rynku brytyjskim zachowania stadne zadziały podobnie, co do esencji. Motywatorem z kolei były różne czynniki właściwe dla zachowań ludzkich. Badania przeprowadzone przez rząd brytyjski dowodziły, że ludzie kupowali nieruchomości, napędzając bańkę cenową z następujących przyczyn⁵²⁹:

- kupowali nieruchomości po to, żeby uniknąć wyższych cen w przyszłości;
- znaczna część popytu była napędzana przez naciski ze strony pośredników w obrocie nieruchomościami (wykorzystując argument „specjalnej ceny”, a także „dużego zainteresowania”), a w tym przypadku najczęściej swoich decyzji potem żałowali niedoświadczeni kupujący, był to silny czynnik, ponieważ aż 83% sprzedających i kupujących korzystała z pomocy agencji.

Autor przedstawia fragment wyników badań ankietowych opisanych w części metodycznej w zakresie pytań, które dotyczyły aspektów behawioralnych związanych z lokowaniem środków finansowych (oszczędności) w nieruchomości mieszkaniowe.

Badania dotyczyły osób, które zaciągnęły kredyt hipoteczny na cele mieszkaniowe w latach 2001-2016. Tylko niektórzy z nich wyrażali potencjalne zainteresowanie inwestycjami w kolejne nieruchomości. Grupą badaną były kobiety i mężczyźni, z wykształceniem od podstawowego do wyższego. Ankieta została skierowana do respondentów, którzy dokonali zakupu nieruchomości mieszkaniowej.

Tabela 47. Preferencje respondentów w zakresie oszczędności w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Wyszczególnienie	Odsetek odpowiedzi (%)	
	Polska	Wielka Brytania
1. Odsetek respondentów przekonanych, że lokowanie oszczędności w nieruchomościach mieszkaniowych to dobra inwestycja:	65,9	96,3
2. Preferencje w zakresie lokowania oszczędności:		
- nieruchomości takie jak mieszkanie, grunt, dom	4,1	0,9
- giełdowe papiery wartościowe	14,6	1,9
- obligacje skarbowe	13,8	0,9
- lokaty bankowe	1,6	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie własnych badań ankietowych.

W Polsce 65,9% ankietowanych i aż 96,3% ankietowanych we Wielkiej Brytanii stwierdziło, że lokowanie oszczędności w nieruchomościach mieszkaniowych jest dobrą inwestycją. Pomimo doświadczeń wynikających z kryzysu finansowego i spadku cen

⁵²⁹ *Research on buying and selling homes*, Research Paper Number, BIS/283, Department of Business, Energy and Industrial Strategy.

mieszkań nadal wiele osób uważa, że inwestycja w nieruchomości mieszkaniowe jest nie tylko bezpieczna, ale również rokuje szanse na przyszłe zyski (tab. 47).

Analiza odpowiedzi dokonywanych przez respondentów potwierdza bardzo silną pozycję nieruchomości mieszkaniowych jako stabilnej i bezpiecznej lokaty. Nawet kryzys finansowy z 2008 roku i zarażenie bańką cenową polskiego i brytyjskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych nie zniechęciły respondentów do inwestowania w mieszkania.

Oszczędności można określić jako nieskonsumowaną część bieżącego dochodu, która zostanie wykorzystana w przyszłości. Innymi słowy, oszczędności to nadwyżka pieniężna wynikająca z przewagi dochodów nad wydatkami, która może być ulokowana w środki trwałe (wymiar rzeczowy oszczędności) oraz instrumenty finansowe lub utrzymywana w gotówce (wymiar pieniężny)⁵³⁰.

Tabela 48. Preferencje respondentów w zakresie inwestowania w nieruchomości mieszkaniowe w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Wyszczególnienie	Odsetek odpowiedzi (%)	
	Polska	Wielka Brytania
1. Preferencje w zakresie lokowania oszczędności w zakup dodatkowej nieruchomości mieszkaniowej:		
- gdy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku zaczynają powoli rosnać,	8,2	1,0
- gdy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku zaczynają szybko spadać,	49,2	69,0
- gdy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian,	8,2	12,0
- nie zamierzam dokonywać takich inwestycji.	34,4	18,0
2. Preferencje w zakresie sprzedaży nieruchomości dodatkowej:		
- gdy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku zaczynają szybko rosnać,	53,3	27,0
- gdy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku zaczynają powoli spadać,	19,7	13,0
- gdy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian.	27,0	60,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie własnych badań ankietowych.

Niewątpliwie poziom zamożności społeczeństwa i wysoka skłonność do oszczędzania wspomagają rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych⁵³¹, w tym funduszy inwestujących w rynek nieruchomości. Jest to sposób pośredniego (wspólnego, zbiorowego) inwestowania na rynku nieruchomości, umożliwiający lokowanie na nim nawet relatywnie niewielkich oszczędności. Największy wpływ na wielkość oszczędności kierowanych na zakup nieruchomości mieszkaniowych ma kultura oszczędzania i związane z tym sposoby alokowania

⁵³⁰ Levine R., Zervos S., *Stok Market Development and Long-Run Growth*, World Bank Economic Review, vol. 19, no. 2, 1996, s. 323-339.

⁵³¹ Borowski G., *Nieruchomościowe fundusze inwestycyjne*, cz. II, Nieruchomości C. H. Beck, vol. 12, nr 76, Warszawa, 2004, s. 29-32.

nia nadwyżek pieniężnych w różne instrumenty finansowe⁵³². Fundusze nieruchomości pomagające inwestować w nieruchomości mieszkaniowe, dostępne są na niektórych rynkach finansowych (Wielka Brytania) od dziesięcioleci, przez co postrzegane są przez gospodarstwa domowe jako tradycyjne sposoby lokowania nadwyżek pieniężnych. Dodatkową stymulantą inwestowania w nieruchomości mieszkaniowe są czynniki podatkowe lub emerytalne, np. we Wielkiej Brytanii inwestowanie w fundusze nieruchomości mieszkaniowych związane jest z korzyściami podatkowymi⁵³³.

W Polsce ponad 8% respondentów stwierdziło, że dokonałoby zakupu nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku powoli zaczęłyby rosnąć, i aż 49,2% wówczas, gdy ceny te będą szybko spadać. Odpowiedź ta jest dowodem spekulacyjnych działań respondentów, którzy planują decyzję o zakupie nieruchomości mieszkaniowej myśląc już prawdopodobnie o jej dalszej odsprzedaży. W Polsce ponad 34% respondentów nie dokonałoby zakupu nieruchomości mieszkaniowych (tab. 48). Nieruchomości dodatkowe to głównie nieruchomości mieszkalne przeznaczone na wynajem, które zapewniają dochody czynszowe. Znaczna liczba respondentów w Polsce (ponad 53%) stwierdziła, że dokonałaby sprzedaży nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych będą szybko rosnąć, a prawie 20% wtedy, kiedy te ceny zaczęłyby powoli spadać (tab. 48). Zatem dość duża liczba osób zdecydowałaby się na sprzedaż nieruchomości mieszkaniowych, gdy ceny zaczęłyby powoli spadać, nie chcąc stracić na dokonanej inwestycji.

W Wielkiej Brytanii 1% badanych stwierdziło, że dokonałoby zakupu nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku powoli zaczęłyby rosnąć, i aż 69% wówczas, gdy ceny te będą szybko spadać. 18% respondentów nie dokonałoby zakupu nieruchomości mieszkaniowych (tab. 48). Duża liczba respondentów w Wielkiej Brytanii (60%) stwierdziła, że dokonałaby sprzedaży nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian a 27% wtedy, kiedy ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku zaczynają szybko rosnąć (tab. 48).

Przedstawione dane świadczą o istotnym wpływie czynnika behawioralnego na podejmowanie decyzji zakupu przez potencjalnych nabywców, a presja na wzrost cen i oczekiwa-

⁵³² Brown M., *Subprime Lending and the Affect to the US Markets*, FMR Analysts, 2007.

⁵³³ Seager A., Inman Ph., *US Housing Crisis: Freddie and Fannie are Nationalized*, The Guardian, September 8, 2008.

nie ich dalszego wzrostu mogą być silniejsze od racjonalnej oceny opłacalności danej inwestycji⁵³⁴.

W Polsce na pytania na temat zachowania respondentów w sytuacji kryzysu, kiedy wiele gospodarstw domowych sprzedawałoby zakupione wcześniej mieszkanie na rynku wskazuje, że prawie 38% osób postąpi inaczej i wstrzymałoby się z decyzją odnośnie do sprzedaży mieszkania (wskazując potrzebę konsultacji z ekspertem lub czekając na odwrócenie trendu) oraz ponad 34% nie podejmie żadnych działań. Sprzedaż taniej nieruchomości mieszkaniowej (ponad 1,6%) i upadłość konsumencka (5,74%) to działania sprzyjające pęknięciu bańki cenowej (tab. 49).

Aż 52% osób w Wielkiej Brytanii wstrzymałoby się ze sprzedażą nieruchomości dodatkowej, ze względu na kryzys na rynku nieruchomości mieszkaniowych i dodatkowo dokona konsultacji z doradcami inwestycyjnymi do spraw nieruchomości. Świadczy to wciąż o dość dużym zaufaniu, jakim respondenci obdarzają doradców. Niewiele osób (11%) nie podejmie żadnych działań prawdopodobnie aż do wyjścia rynku nieruchomości mieszkaniowych z kryzysu (tab. 49).

Tabela 49. Preferencje respondentów w sytuacji wystąpienia kryzysu na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Wyszczególnienie	Odsetek odpowiedzi (%)	
	Polska	Wielka Brytania
1. Preferencje w zakresie sprzedaży dodatkowej nieruchomości mieszkaniowej w wyniku kryzysu, gdy wiele osób sprzedaje posiadane nieruchomości mieszkaniowe:		
- także sprzedam swoją nieruchomość mieszkaniową, bez względu na cenę,	0,8	0,9
- czasowo wstrzymam się z decyzją, zasięgając porady doradcy ds. nieruchomości,	37,7	52,0
- nie podejmę żadnych działań,	34,4	11,1
- nie mam takiej nieruchomości mieszkaniowej.	27,1	36,0
2. Preferencja w zakresie zaciągniętego kredytu w wyniku szybkiego i znacznego spadku cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych:		
- sprzedam taniej nieruchomość mieszkaniową i zwrócę kredyt z dopłatą brakującej kwoty z własnych środków,	1,6	1,9
- wystąpię do sądu o ogłoszenie tzw. upadłości konsumenckiej wobec mojej osoby w celu niespłacenia części kredytu,	5,8	6,5
- będę dalej spłacał(a) raty kredytowe - oczekując poprawy koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych,	52,5	49,0
- wystąpię do banku o restrukturyzację zadłużenia kredytowego,	3,3	1,0
- nie mam takiej nieruchomości mieszkaniowej.	36,8	41,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie własnych badań ankietowych

⁵³⁴ Chevalier S., Geoffrion C., Audet C., Papineau É., Kimpton M.-A., *Évaluation du programme expérimental sur le jeu pathologique*, Rapport 8 – Le point de vue des usagers, Montréal, Institut National de Santé Publique au Québec, 2003.

Aż 49% respondentów w Wielkiej Brytanii w sytuacji, kiedy zakup nieruchomości mieszkaniowej jest spłacany kredytem, a w wyniku kryzysu na rynku nieruchomości mieszkaniowych, wartość takiej nieruchomości mieszkaniowej zaczyna spadać, nadal będzie spłacało zaciągnięty kredyt, oczekując poprawy koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowej. Należy tu postawić pytanie, do jakiego momentu kredytobiorca będzie spłacał kredyt i ponosił dodatkowe koszty? Jak wiemy trend spadkowy może utrzymywać się długo i inwestor może nie osiągać zysków z danej inwestycji. Tylko 1% ankietowanych osób wystąpi do banku o restrukturyzację zadłużenia kredytowego. Warto zwrócić również uwagę na odsetek respondentów, którzy przyznają się do popełnionego błędu odnośnie do zakupu dodatkowej nieruchomości mieszkaniowej. Ponad 6,5% respondentów ogłosi upadłość konsumencką.

Przeprowadzona analiza świadczy o tym, że pomimo występowania w ostatnich latach kryzysów na rynku nieruchomości mieszkaniowych, zakup domu czy mieszkania jest nadal bardzo popularną inwestycją. Co ciekawe duża część respondentów traktuje zakup dodatkowej nieruchomości mieszkaniowej jako sposób osiągnięcia dużego zysku. Jednak kryzys z 2008 roku pokazał, że inwestowanie w nieruchomości mieszkaniowe może przynieść stratę.

Tendencje cenowe na brytyjskim i polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych w latach 2008-2010 zdecydowanie odbiegały od długookresowego trendu stąd można stwierdzić, że była to klasyczna bańka cenowa. Wzrost cen nie wynikał wyłącznie z czynników fundamentalnych, bowiem dużą rolę odegrały czynniki spekulacyjne i behawioralne determinujące decyzje inwestorów i klientów⁵³⁵.

Zmniejszenie możliwości wystąpienia baniek cenowych, a w konsekwencji kryzysów finansowych leży w interesie rządów, banków centralnych, nadzoru finansowego oraz samych klientów. To klienci w dużej mierze ponoszą koszty kryzysu⁵³⁶.

W wielu krajach, w tym w Polsce i w Wielkiej Brytanii rynek nieruchomości mieszkaniowych cechuje podatność na nieracjonalne zachowania, na co wskazują doświadczenia wielu kryzysów⁵³⁷. Działania, które zostały podjęte w Polsce takie jak uchwalenie ustawy regulującej działalność deweloperów czy wydanie przez nadzór finansowy Rekomendacji T dla banków, inicjatywy ZBP (baza AMRON, działania edukacyjne), sprzyjają kreowaniu stabilizacji rynku nieruchomości mieszkaniowych.

⁵³⁵ Główna G., *System finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Doświadczenia i kierunki zmian*, SGH, Warszawa, 2012, s. 186.

⁵³⁶ McKinsey Global Institute, *QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks*, www.mckinsey.com, 2013.

⁵³⁷ Kraay A., Ventura J., *Title: The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the U.S. Current Account*, University of Chicago Press, 2005.

Rozdział 6.

POLITYKA MONETARNA NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO I BANKU ANGLII I ICH WPŁYW NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

6.1. Istota i cele polityki monetarnej

We współczesnych gospodarkach rynkowych politykę pieniężną prowadzi bank centralny. Jest to instytucja, która jako jedyna w kraju ma prawo emisji pieniądza (co oznacza zarówno druk banknotów, jak i udzielanie kredytu bankom komercyjnym bez konieczności zebrania na ten cel depozytów). Do zadań banku centralnego należy kontrola ilości pieniędzy w gospodarce i - w zależności od potrzeb - jej zwiększanie lub zmniejszanie, tak by gospodarka dobrze się rozwijała, bez ryzyka inflacji. Ze względu na występujące w gospodarce związki między kursem walutowym i inflacją, polityka pieniężna musi być też skoordynowana z polityką kursową⁵³⁸.

Polityka pieniężna (monetarna) w znaczeniu szerszym, to przedsięwzięcie mające na celu kształtowanie ustroju (systemu) monetarnego kraju. Polityka pieniężna w węższym znaczeniu oznacza taką kombinację celów i środków, której zadaniem jest sterowanie procesem gospodarowania pieniądzem. Proces ten charakteryzuje się zmianami podaży i popytu na pieniądź w czasie, jak i zmieniającymi się nieustannie relacjami między obu wielkościami⁵³⁹.

Problematykę gospodarowania pieniądzem odnaleźć można już u merkantylistów. Wśród przedstawicieli tego nurtu wymienić można: T. Munna, J. Childa, M. Kopernika i J. Bodina. Uważali oni, że źródłem bogactwa narodowego i siły państwa jest ilość posiadanego przez nie pieniądza (kruszców). Uważali, że wzrost ilości pieniądza powiększa rozmiary inwestycji, ułatwia obrót gospodarczy i tym samym pobudza wzrost gospodarczy w kraju. Po czasie stwierdzono, że wzmożony wpływ kruszców do kraju powoduje wzrost jego obfitości, a w efekcie przyczynia się do wzrostu poziomu cen krajowych. Ilościowa teoria pieniądza to jedna z najwcześniej sformułowanych teorii monetarnych. W XIX wieku i na początku XX wieku znalazła swoje rozwinięcie wśród takich ekonomistów jak A.C. Pigou, A. Marchall i S. Fi-

⁵³⁸ Jarmołowicz W., *Podstawy makroekonomii*, Wyd. UE, Poznań 2010, s. 161.

⁵³⁹ Głuchowski J., Szambelańczyk J., *Bankowość. Podręcznik dla studentów*, Wyd. WSB, Poznań 1999, s. 50.

scher. Jej podstawę stanowiło stwierdzenie, że „ilość pieniądza w gospodarce jest podstawową zmienną określającą poziom cen”, a przyjęte w niej tezy wynikają z twierdzeń klasycznej ekonomii, wśród których najważniejsze to:

- gospodarka to mechanizm, który poprzez wolną grę sił rynkowych zmierza do poziomu produkcji zapewniającej pełne zatrudnienie;
- ceny i płace są doskonale elastyczne;
- podaż pieniądza kształtowana jest niezależnie, ma charakter egzogeniczny w stosunku do procesów realnych⁵⁴⁰.

Podczas gdy przedstawiciele ekonomii klasycznej głosili neutralny charakter pieniądza w długookresowych stanach równowagi, zatem i monetarny charakter inflacji, w latach 30. XX wieku rozpoczął się w ekonomii zachodniej przełom określany „rewolucją keynesowską”⁵⁴¹. Od wielu lat cele polityki monetarnej prowadzonej przez bank centralny podlegały zmianom. Keynes i jego zwolennicy twierdzili, że najważniejszym celem jest wspieranie wzrostu gospodarczego, poprzez kształtowanie poziomu stopy procentowej. Stopa procentowa rozumiana była - w odróżnieniu od klasyków - jako kategoria pieniężna. Uważano, że w okresie kryzysu państwo powinno prowadzić ekspansywną politykę pieniężną, obniżając stopę procentową i tym samym zwiększając popyt globalny, w tym także popyt na rynku nieruchomości. Odwrotne działania powinny być prowadzone w czasie wzrostu gospodarczego, kiedy polityka monetarna powinna stabilizować gospodarkę przez wzrost stopy procentowej⁵⁴².

Politykę monetarną według Keynesa krytykował M. Friedman, który na podstawie koncepcji naturalnej stopy bezrobocia, podważał prawidłowe funkcjonowanie reguł Keynesa. M. Friedman twierdził, że polityka prowadzona według zasad Keynesa bardziej destabilizuje, niż stabilizuje gospodarkę. Ekspansywna polityka w krótkim okresie doprowadza do wzrostu PKB, w długim jednak okresie produkt wraca do swego wyjściowego poziomu (koncepcja długookresowej krzywej Philipsa)⁵⁴³. Istnienie zaobserwowanej przez Philipsa na przestrzeni blisko 100 lat zależności sugerowało, że możliwe jest osiągnięcie niższego poziomu bezrobocia kosztem wyższej inflacji. Wielu ekonomistów wierzyło, że relacja ta ma charakter uniwersalny i jest rodzajem prawa ekonomicznego. Poglądy te miały wpływ na politykę gospodarczą

⁵⁴⁰ Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 17.

⁵⁴¹ Cesarano F., *The New Monetary Economics and Keynes' Theory of Money*, Journal of Economics Studies, 1994, vol 21, nr 3.

⁵⁴² Ekelund R.B., Hebert R.F., *A History of Economic Theory and Method*, Waveland Press Inc., Long Grove, IL, 2007.

⁵⁴³ Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2003.

rządów wielu państw, które decydowały się na celowe utrzymywanie wyższej inflacji, dążąc do obniżenia bezrobocia. Począwszy od końca lat 60. XX wieku, zależność ta przestała się jednak sprawdzać - następował jednoczesny wzrost inflacji i bezrobocia - i przez to sposób walki z bezrobociem poprzez zwiększanie inflacji spotykał się z coraz większą krytyką ekonomistów⁵⁴⁴, a ostateczny efekt to nie wzrost PKB (spadek bezrobocia), ale wyłącznie wzrost poziomu cen. Dlatego ciągła walka o wzrost PKB i zatrudnienia, czyli najważniejsze cele według Keynesa tracą sens. Philips uważał, że bank centralny powinien koncentrować się na kontroli agregatów pieniężnych i tym samym ograniczać inflację. Ta myśl była następnie rozwijana przez nową szkołę klasyczną (R. Barro, R. Lucas, T. Sargent, N. Wallace).

Teoria Friedmana została wzbogacona o koncepcję dotyczącą nieefektywności systematycznej polityki pieniężnej jako polityki stabilizacyjnej i na jej bazie zaproponowali, aby oprzeć politykę monetarną na określonych regułach (na przykład stały - zbliżony do wzrostu PKB - wzrost podaży pieniądza), co uwiarygodniłoby prowadzoną politykę. Znaczenie wiarygodności, obok przejrzystości, niezależności i przewidywalności banku centralnego, traktowane jest jako ważna część prowadzonej polityki monetarnej⁵⁴⁵. Prowadzona obecnie polityka banków centralnych znajduje się pod wpływem nowej szkoły klasycznej. Korzyści osiągnęte zawsze są w długim okresie. Utrzymując inflację na odpowiednim poziomie, dokonuje się stabilizacji makroekonomicznej. Stabilizacja cen może być realizowana dwojako. Pierwszy sposób to strategia pośrednia (kontrola agregatów pieniężnych, kursu walutowego); drugi - to strategia bezpośrednia. Najpopularniejszą i najbardziej uznaną strategią jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)⁵⁴⁶. Realizowana jest ona za pośrednictwem stopy procentowej banku centralnego.

Polityka pieniężna według M. Friedmana polega na „użyciu podaży pieniądza jako instrumentu realizacji ogólnych celów polityki gospodarczej państwa”⁵⁴⁷. W zależności od koniunktury cele realizowane są przy pomocy ekspansywnej lub restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Polityka ekspansywna polega na pobudzeniu koniunktury gospodarczej przy pomocy zwiększania ilości pieniądza w obiegu. Zwykle dokonuje się tego poprzez obniżenie podstawowych stóp procentowych banku centralnego, jak również obniżenie stopy rezerw obowiązkowych i poprzez odpowiednie operacje otwartego rynku. Efektem polityki ekspansywnej jest

⁵⁴⁴ Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2007, s. 40.

⁵⁴⁵ Pasinetti L.L., *Keynes and the Cambridge Keynesians*, Cambridge University Press, Cambridge 2007.

⁵⁴⁶ Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.

⁵⁴⁷ Friedman M., *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1969, s. 277, Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 14.

wzrost płynnych rezerw banków komercyjnych a w konsekwencji wzrost rozmiarów prowadzonej przez nie akcji kredytowej⁵⁴⁸. Polityka ta często stosowana jest w okresach recesji, czyli osłabienia tempa wzrostu gospodarczego i spadku stopy inwestycji, a także wzrostu bezrobocia.

Z kolei polityka restrykcyjna polega na schładzaniu koniunktury gospodarczej przy pomocy ograniczania ilości pieniądza w obiegu. Wówczas władze monetarne podnoszą podstawowe stopy procentowe banku centralnego, zwiększany jest wskaźnik rezerw obowiązkowych oraz prowadzone są odpowiednie operacje otwartego rynku. Skutki polityki restrykcyjnej widać po obniżeniu płynnych rezerw banków komercyjnych, a w związku z tym obniżeniu zdolności banków do kreowania kredytu. Polityka ta często stosowana jest w okresach wysokiego tempa wzrostu gospodarczej i znaczącego tempa wzrostu cen⁵⁴⁹.

Przekonania Friedmana wsparte dokonaniem Roberta Lucasa (hipoteza racjonalnych oczekiwań - *rational expectations theory*⁵⁵⁰) oraz Finna Kydlanda i Edwarda Prescottta (hipoteza niespójności polityki pieniężnej w czasie - *time inconsistency theory*⁵⁵¹) przyczyniły się do ugruntowania poglądu, że tym, co w długim okresie sprzyja wzrostowi gospodarczemu, jest przede wszystkim niska i stabilna inflacja⁵⁵².

Ocena skuteczności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z punktu widzenia realizacji kryteriów inflacji, bezrobocia i PKB nie jest jednoznaczna. Dla przykładu Leo Svensson twierdzi, że polityka BCI wpływa na stabilizację inflacji na niskim poziomie, jednocześnie nie powodując niekorzystnych skutków dla sfery realnej gospodarki. Dotyczy to krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się. Natomiast B.S. Bernanke i in. uważają, że utrzymanie inflacji na niskim poziomie łączyło się z poważnymi kosztami w postaci utraconego PKB i wysokiego bezrobocia⁵⁵³.

W tabeli 50 zostały przedstawione dane dotyczące inflacji, PKB, bezrobocia oraz ich zmienności mierzone odchyleniem standardowym dla dwu grup państw. Pierwsza grupa pań-

⁵⁴⁸ Snowdon B., Vane H.R., *Rozmowy z wybitnymi ekonomistami*, PWE, Warszawa 2003.

⁵⁴⁹ Sobol M., *Polityka pieniężna...*, s. 15.

⁵⁵⁰ Teoria racjonalnych oczekiwań głosi, że podmioty gospodarcze podejmują swoje decyzje w oparciu o wszystkie dostępne informacje o aktualnych uwarunkowaniach ekonomicznych oraz o potencjalnych skutkach tych decyzji. Posiadają również umiejętność wyciągania wniosków ze zdarzeń w przeszłości, co pozwala im przewidywać możliwe scenariusze wydarzeń w przyszłości. Muth J.F., *Rational expectations and the theory of price movements*, Econometrica, 1961.

⁵⁵¹ Hipoteza niespójności polityki pieniężnej w czasie mówi, że jeśli oczekiwania są racjonalne, to banki centralne mają skłonność do stymulowania wzrostu i tylko nieoczekiwane zmiany w podaży pieniądza wpływają na gospodarkę; natomiast jeśli oczekiwania są adaptacyjne, to banki centralne nie mają skłonności do stymulowania wzrostu a oczekiwane zmiany w polityce pieniężnej wpływają na gospodarkę (inne zdarzają się rzadko).

⁵⁵² Stankiewicz W., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2007.

⁵⁵³ Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A., *Inflation Targeting - Lesson from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999, s. 22.

stw która, stosuje strategię BCI, czyli Nowa Zelandia, Kanada, Wielka Brytania, Szwecja, Australia, Czechy, Izrael, Polska, Brazylia, Chile, oraz druga grupa krajów niestosujących tej strategii, czyli Stany Zjednoczone, Japonia, Dania, Chiny, Rosja, Malezja, Singapur. Okres badań obejmuje lata 2000-2013, czyli lata powstania i pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Tabela 50. Inflacja, PKB, bezrobocie w krajach stosujących strategię BCI i niestosujących tej strategii w latach 2000-2013

Wyszczególnienie	Kraje stosujące strategię BCI	Kraje niestosujące strategii BCI
Inflacja (średnia w %)	2,87	3,19
Odchylenie standardowe inflacji	1,43	1,62
PKB (tempo wzrostu w %)	2,97	4,13
Odchylenie standardowe tempa wzrostu PKB	2,07	2,69
Bezrobocie (w %)	7,89	4,86
Odchylenie standardowe stopy bezrobocia	1,63	0,85

Źródło: Czekaj J., *Inflacja jako cel polityki pieniężnej*, 2013.

Dane te potwierdzają tezę, że w krajach gdzie stosuje się strategię BCI inflacja oraz PKB jest nieco niższe, natomiast bezrobocie jest zdecydowanie wyższe. Jeśli chodzi o odchylenia standardowe, to jest ono mniejsze w przypadku inflacji i PKB w krajach stosujących strategię BCI, natomiast w przypadku bezrobocia odchylenie to jest dwukrotnie wyższe⁵⁵⁴.

Na podstawie działań banków centralnych w sferze polityki pieniężnej można wnioskować, że cele owej polityki ulegają zmianie pod wpływem otaczających ich warunków. Przykładem może być tutaj upadek systemu z *Bretton Woods*, kiedy banki centralne musiały walczyć z inflacją, znajdując się w zupełnie nowej sytuacji destabilizującej gospodarkę⁵⁵⁵.

Wiele krajów stosujących strategię BCI generalnie odnosi sukcesy w realizacji polityki pieniężnej. Strategia ta tworzy ogólne ramy prowadzenia polityki pieniężnej, pozwala bankowi centralnemu na wykonywanie spójnej, konsekwentnej, wiarygodnej i przejrzystej polityki.

Można mówić o czterech fazach oddziaływań polityki pieniężnej na gospodarkę, biorąc pod uwagę osiągnięcie pożądaných efektów w zakresie realizacji ogólnych celów polityki gospodarczej poprzez instrumenty władz monetarnych (tab. 51).

Cele polityki pieniężnej zmieniały się wraz ze zmianą charakteru pieniądza. Nastąpiła także zmiana warunków, w których prowadzona jest polityka pieniężna. Istotny wpływ na

⁵⁵⁴ Czekaj J., Owsiak S., *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa 2014, s. 49.

⁵⁵⁵ Dorovic-Todorovic J., Djordjevic M., *Features of inflation targeting as a type of monetary strategy*, Facta Universitatis 2008, Economic and Organizations, Series vol. 5, no. 1, 2008.

kształtowanie celów polityki pieniężnej miał rozwój teorii ekonomicznych, które wyjaśniały podejmowane rozwiązania w danym okresie⁵⁵⁶.

Tabela 51. Fazy oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę

Kryteria	FAZA I	FAZA II	FAZA III	FAZA IV
Rodzaj działania	Zastosowanie środków polityki pieniężnej przez bank centralny	Dostosowanie w obrębie sektora pieniężno-kredytowego	Dostosowanie w obrębie sektora realnego	Dostosowanie w zakresie ostatecznych celów polityki gospodarczej państwa
Sposób sprawdzania efektu	Obserwacja zmian wskaźników polityki pieniężnej (np. podstawowych stóp procentowych, płynnych rezerw itd.)	Obserwacja zmian tzw. pośrednich celów polityki pieniężnej (np. ilości pieniądza w obiegu, struktury rynkowych stóp procentowych itp.)	Obserwacja zmian w zakresie popytu globalnego, rozmiarów inwestycji, stopnia wykorzystania aparatu wytwórczego itp.	Obserwacja zmian stopy wzrostu produkcji, poziomu zatrudnienia, stopy wzrostu cen, salda bilansu płatniczego itp.

Źródło: Bednarczyk J.L., *Polityka pieniężna przeciw inflacji*, PWN, Warszawa, 1990, s. 33; za: Sobol M.: *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 15.

Cele polityki pieniężnej poddawane są zwykle pewnej hierarchizacji (tzw. triada celów) i dzielone są na trzy grupy:

1. strategiczne,
2. pośrednie,
3. operacyjne⁵⁵⁷.

Główny (strategiczny) cel każdego banku centralnego to utrzymywanie stabilnego poziomu cen, gdyż przekłada się to na wzrost gospodarczy i zatrudnienie.

Cele pośrednie są skonkretyzowaną, reagującą na instrumenty kształtowania polityki pieniężnej postacią celu strategicznego. Może nimi być podaż pieniądza (mierzona agregatami pieniężnymi), poziom i struktura nominalnych stóp procentowych, poziom produktu krajowego oraz tzw. limity kredytowe banków komercyjnych.

Cele operacyjne stanowią uszczegółowienie celów pośrednich. Jest to najczęściej wyznaczenie jednego z celów pośrednich jako wiodącego⁵⁵⁸.

W najprostszej pozbawionej sformalizowanych elementów wersji uważa się, że na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) składają się następujące elementy:

- publiczne ogłaszanie średniookresowego, skwantyfikowanego celu inflacyjnego;
- formalnoprawne przyjęcie stabilności cen jako najważniejszego długookresowego celu polityki pieniężnej;

⁵⁵⁶ Wojtyła A., *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, PWN, Warszawa 2000.

⁵⁵⁷ Wojtyła A., *Współczesna ekonomia – kontynuacja czy poszukiwanie nowego paradygmatu?*, Ekonomista, nr 1, 2008.

⁵⁵⁸ Głuchowski J., Szambelańczyk J., *Bankowość. Podręcznik dla studentów*, Wyd. WSB, Poznań 1999, s. 52.

- wykorzystywanie wielu różnych wskaźników i danych o stanie gospodarki w procesie podejmowania decyzji o zastosowaniu odpowiedniego instrumentu polityki pieniężnej;
- zwiększona przejrzystość strategii polityki pieniężnej oparta na intensywnej komunikacji z opinią publiczną i rynkami finansowymi;
- niezależność banku centralnego;
- zwiększona odpowiedzialność banku centralnego za realizację celu inflacyjnego⁵⁵⁹.

Strategię BCI można podzielić ze względu na kryteria uwzględniające poziom przejrzystości prowadzonej polityki oraz poziom wiarygodności, jaką cieszą się władze monetarne. W tym przypadku mówi się o:

- pełnej strategii BCI (*full-fledged inflation targeting*) - stosowanej w krajach o średnim lub wysokim stopniu wiarygodności, przy jasnym zobowiązaniu do realizacji celu inflacyjnego i sformalizowaniu tego zobowiązania w formie zwiększenia odpowiedzialności banku centralnego za realizację wytyczonego celu;
- eklektycznej strategii inflacyjnej (*eclectic inflation targeting*) - stosowanej tam, gdzie bank centralny również cieszy się dużą wiarygodnością, która umożliwia mu utrzymywanie niskiej, stabilnej inflacji, jednak bez pełnej przejrzystości i odpowiedzialności za cel inflacyjny;
- lekkiej strategii inflacyjnej (*inflation targeting lite*) - gospodarki charakteryzują się stosunkowo niską wiarygodnością, złymi warunkami instytucjonalnymi, wysoką podatnością na szoki gospodarcze i niestabilność finansową⁵⁶⁰.

Wśród słabych stron strategii BCI wskazuje się na to, że bank centralny nie ma i nie może mieć doskonałej kontroli nad inflacją, gdyż po pierwsze jej poziom zależy także od czynników od niego niezależnych, a po drugie kontrolę inflacji utrudnia niekompletna znajomość mechanizmów transmisji, niepewność dotycząca rzeczywistego stanu gospodarki czy ewentualnych przyszłych szoków w gospodarce⁵⁶¹.

Strategia BCI pojawiła się najpierw w praktyce banków centralnych, a dopiero potem stała się przedmiotem analiz teoretycznych. Jej popularność wynika stąd, że pozwala ona na tworzenie warunków stabilnego rozwoju gospodarczego i niskiej inflacji w długim okresie⁵⁶². Ograniczeniu inflacji i utrzymaniu jej na niskim poziomie ma służyć odpowiednie zarządza-

⁵⁵⁹ Kokoszczyński R., Stopyra J., *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, Bank i Kredyt, nr 6, Warszawa 1996, s. 85.

⁵⁶⁰ Przybylska-Kapuścińska W., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, Bank i Kredyt, nr 4, Warszawa 2006, s. 7-8.

⁵⁶¹ Kałuzińska V., *Przejrzystość polityki pieniężnej wybranych...*, s. 32.

⁵⁶² Bernanke B., Mishkin F. S., *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy*, NBER Working Paper, No. 5893, Cambridge (Ma.), 1997, s. 8-12.

nie oczekiwaniami podmiotów gospodarczych, co do kształtowania się poziomu inflacji, czy poczynań władz monetarnych, w tym słuszności i skuteczności ich decyzji. Przekazanie uczestnikom rynku dokładniejszej informacji na temat tego, jak bank centralny podejmuje decyzje dotyczące polityki pieniężnej, pomaga zredukować spekulacje finansowe, zmniejsza oczekiwania operatorów rynkowych odnośnie do przyszłych decyzji władz monetarnych i przyszłej ewolucji zmiennych docelowych banku centralnego, a zatem redukuje zmienność rynku. U podstaw skuteczności strategii BCI leży zatem prowadzenie polityki pieniężnej w sposób przejrzysty i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego⁵⁶³.

Przejrzystość polityki pieniężnej należy traktować jako konsekwencję co najmniej dwóch zjawisk. Po pierwsze, stopniowe zwiększanie przejrzystości działań banków centralnych stało się efektem prób pogodzenia ich rosnącej niezależności z zasadami demokracji, która wymaga, aby społeczeństwo miało możliwość sprawowania demokratycznej kontroli nad potężną i niezależną instytucją, kształtującą warunki gospodarowania dla wszystkich pozostałych podmiotów. Po drugie zaś, od połowy lat 80. XX w. nastąpił gwałtowny rozwój literatury teoretycznej i empirycznej analizującej makroekonomiczne skutki zwiększania przejrzystości przez bank centralny a większość teorii skłaniała się ku wnioskowi, że wzrost przejrzystości jest korzystny dla gospodarki⁵⁶⁴. Istotność wykorzystywania przez bank centralny przejrzystej polityki pieniężnej łączona jest z rosnącą rolą rynków finansowych oraz rolą oczekiwań uczestników rynku w transmisji impulsów prowadzonej przez siebie polityki, a przede wszystkim możliwość kształtowania tychże oczekiwań. Wielu ekonomistów twierdzi, że lepsza przejrzystość polityki banku centralnego czyni ją bardziej przewidywalną, a w konsekwencji bardziej wiarygodną i skuteczną w osiągnięciu zamierzonych celów⁵⁶⁵.

Przejrzystość wzmacnia niezależność władzy monetarnej poprzez ograniczenie ryzyka wykorzystania polityki pieniężnej do realizacji krótkookresowych celów politycznych⁵⁶⁶. Wzrost przejrzystości polityki pieniężnej stał się konsekwencją osiągnięcia przez banki centralne niezależności. Zapewnienie działań niezależnego banku centralnego wymaga, aby bank centralny wyjaśniał podejmowane decyzje w sposób jasny i zrozumiały.

Opanowanie inflacji doprowadziło do trwałego obniżenia się stóp procentowych, a globalizacja rynków finansowych umożliwiła inwestorom łatwe zaciąganie pożyczek już nie tyl-

⁵⁶³ Doman M., Doman R., *Przejrzystość polityki pieniężnej a dynamika stóp procentowych*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 175-189.

⁵⁶⁴ Brzoza-Brzezina M., Kot A., *The Relativity Theory Revisited: Is Publishing Interest Rate Forecasts Really so Valuable?*, NBP Working Paper 52, Warszawa 2008, s. 87.

⁵⁶⁵ Arestis P., *The Independent European Central Bank: Keynesian Alternatives*, University of East London Working Paper, nr 274, 1999.

⁵⁶⁶ Pearlman J., *Central Bank Transparency and Private Information in a Dynamic Macroeconomic Model*, ECB Working Paper No. 455, 2005.

ko na krajowych rynkach pieniężnych, ale także na globalnym rynku pieniężnym. Obydwa czynniki wpłynęły na zwiększenie częstotliwości narastania bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów⁵⁶⁷.

Dynamiczny wzrost innowacji finansowych, stymulowany rozwojem inżynierii finansowej, sprzyja powstawaniu nowych aktywów obrotowych, instrumentów i rynków finansowych, często wykraczających poza zakres sprawowanej przez banki centralne dyscypliny regulacyjnej. Kapitał międzynarodowy poszukując na globalnym rynku pieniężnym korzystnych inwestycji finansowych, wywołuje asymetrię walutową, wzmagając ryzyko kursowe i ataki spekulacyjne. Ciągła relokacja ogromnej ilości pieniądza i kapitału zwiększa niestabilność współczesnego rynku pieniężnego, a bankom centralnym brak skutecznych metod jej przezwyciężania⁵⁶⁸.

Wśród teoretyków i praktyków bankowości centralnej zaczął dominować pogląd, że aby bank centralny rzeczywiście przyczyniał się do dobrobytu społecznego, musi zadbać nie tylko o niską i stabilną inflację, ale i stabilność całego systemu finansowego. Pojawiły się postulaty akcentujące potrzebę fundamentalnej zmiany w myśleniu o tym, jak banki centralne monitorują trendy na rynkach finansowych, jak uzupełniają płynność czy w inny sposób wspomagają rynki w czasie napięć, a także jak powinny być ukształtowane ich relacje z pozostałymi regulatorami finansowymi⁵⁶⁹. Jedną z głównych konkluzji w świetle ostatnich doświadczeń jest np. przekonanie o konieczności uwzględniania przez banki centralne roli cen aktywów w ramach prowadzonej - bardziej niż dotąd rozbudowanej - polityki pieniężnej. „Jeżeli fundamentalnym ewolucyjnym kryterium sukcesu jest to, by [...] organizacja pomyślnie potrafiła mutować, to banki centralne muszą odnosić widoczny sukces” na przestrzeni lat. Najwyraźniej jednak muszą ponownie odkryć tę ewolucyjną umiejętność skutecznego odnalezienia się w bardzo zmienionym świecie gospodarczym i finansowym XXI wieku⁵⁷⁰.

⁵⁶⁷ Sławiński A., *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*,

red. Przybylska-Kapuścińska W., Difin, Warszawa 2009, s. 57.

⁵⁶⁸ Schaling E., Nolan C., *Monetary policy uncertainty and inflation: The role of central bank accountability*, *The Economist* 146 (4), 1998.

⁵⁶⁹ Janc A., *Banki centralne w dobie kryzysu. Czy dysponujemy już naukową refleksją na ten temat*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. Osiński J., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 48.

⁵⁷⁰ Dincer N., Eichengreen B., *Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 13003, 2007.

6.2. Instrumenty polityki monetarnej

Poprzez odpowiednie instrumenty polityki pieniężnej, bank centralny realizuje cele, wpływając na popyt wewnętrzny. Instrumenty polityki pieniężnej dzielimy na dwa rodzaje⁵⁷¹: instrumenty kontroli administracyjnej (bezpośrednie) i instrumenty rynkowe (pośrednie).

Instrumenty kontroli administracyjnej regulują w sposób bezpośredni ceny instrumentów finansowych, wielkość depozytów i udzielanych kredytów poprzez nakładanie ograniczeń na instytucje finansowe w postaci dyrektyw i zarządzeń⁵⁷². Zalicza się do nich limitowanie kredytów oraz administracyjna kontrola stóp procentowych. Negatywne oddziaływanie na konkurencyjność, brak synchronizacji z warunkami panującymi na rynku pieniężnym sprawiły, że banki centralne zaprzestały ich stosowania, przechodząc na instrumenty rynkowe⁵⁷³.

Instrumenty rynkowe są wykorzystywane przez banki centralne krajów rozwiniętych do kształtowania krótkoterminowej stopy procentowej rynku międzybankowego. Należą do nich: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe, rezerwa obowiązkowa. Warunkiem ich stosowania jest funkcjonowanie efektywnego rynku pieniężnego, na który oddziałują⁵⁷⁴.

Właściwie dobrane instrumenty polityki pieniężnej pozwalają bankom centralnym na kształtowanie krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego, stanowiących wskaźnik operacyjny prowadzonej polityki pieniężnej. Uwzględniając zależność przedstawioną w modelu Mundella-Fleminga, określaną pojęciem niemożliwej trójcy (*impossible trinity*), wskazującą na niemożność jednoczesnej kontroli kursu walutowego oraz stóp procentowych w warunkach swobodnego przepływu kapitału można stwierdzić, że w systemie płynnego kursu walutowego stopy procentowe są jedyną wielkością podlegającą efektywnej kontroli banku centralnego. Wpływając na poziom stóp rynku międzybankowego, banki centralne pośrednio oddziałują na wysokość oprocentowania depozytów i kredytów hipotecznych, a także ceny i rentowność innych instrumentów depozytowo-kredytowych⁵⁷⁵, a w konsekwencji również na rynek nieruchomości mieszkaniowych oraz inflację poprzez wpływ na decyzje dotyczące konsumpcji i inwestycji.

⁵⁷¹ Greenspan A., *Transparency in Monetary Policy*, Federal Reserve of St Louis Review, no. 84(4), 2004.

⁵⁷² Orphanides A., *The Road to Price Stability*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D. C., 2006.

⁵⁷³ Skopkowski M., Wiśniewski M., *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, UE w Poznaniu 2012, s. 8-13.

⁵⁷⁴ Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2012, s. 67-68.

⁵⁷⁵ Szpunar P., *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 125.

Do prowadzenia polityki pieniężnej Bank Anglii posługuje się przede wszystkim, podobnie jak w przypadku banków centralnych w innych krajach - również w Polsce, stopą procentową i operacjami otwartego rynku, a także stopą rezerw obowiązkowych.

Rezerwy obowiązkowe

Polityka rezerw obowiązkowych jest instrumentem kontroli ogólnej, oddziałuje na wszystkie banki. Polega na zobowiązaniu banków komercyjnych do przetrzymywania na rachunku banku centralnego pewnej części swoich środków, stanowiących określony procent zgromadzonych przez nie depozytów⁵⁷⁶. Podstawowym celem tych działań jest kształtowanie potencjału kredytowego banków komercyjnych, płynności finansowej banków oraz regulowanie ilości pieniądza w obiegu. Dodatkowo rezerwy obowiązkowe zapewniają bezpieczeństwo i wypłacalność względem depozytariuszy oraz zaufanie do systemu bankowego⁵⁷⁷. Wskaźnik rezerw obowiązkowych jest instrumentem, którego skutki nie są natychmiastowe, jest on stosunkowo mało elastyczny⁵⁷⁸.

Stopa rezerwy obowiązkowej według teorii polityki pieniężnej stanowi instrument regulujący m.in. kreację pieniądza przez banki komercyjne (wpływ na agregaty pieniężne). Potencjał kredytowy banków maleje wraz z jej wzrostem, zaś w miarę się jej obniżania - większa część bazy depozytowej banku może być ulokowana w portfelu kredytowym, bądź innych aktywach. Ponadto rezerwa pełni funkcję stabilizatora krótkoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym, ostrożnościową oraz quasi-podatku⁵⁷⁹. Istotnym aspektem jest również sposób naliczania rezerwy obowiązkowej, który w polskim systemie bankowym przyjmuje formę rezerwy uśrednionej⁵⁸⁰. System rezerwy tego rodzaju pozwala bankom komercyjnym na decydowanie o poziomie środków na rachunku bieżącym w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego.

Rezerwy obowiązkowe wraz ze stopami procentowymi banku centralnego uzupełniają się w ramach obecnie stosowanych instrumentów, mających na celu utrzymanie inflacji na niskim poziomie. Polega to na tym, że stopa lombardowa i depozytowa ustalają granice zmienności dla krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym, natomiast wysokość rezerw obowiązkowych (razem z zasadą uśrednienia) wpływa stabilizacyjnie na te wahania.

⁵⁷⁶ Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2004, s. 129.

⁵⁷⁷ Gruszecki T., *Krytyka tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa; w Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, Wyd. UMK, Toruń 2001, s. 125.

⁵⁷⁸ Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2003, s. 93.

⁵⁷⁹ Szpunar P., *Instrumenty interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym*, Materiały i Studia, nr 102, NBP, Warszawa 2000, s. 4-6.

⁵⁸⁰ Uchwała nr 43/2013 Zarządu NBP z dnia 21 listopada 2013 r. w sprawie zasad i trybu naliczania oraz utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Dziennik Urzędowy NBP z 25 listopada 2013 r., poz. 21, art. 2, pkt 1.

Stopy procentowe banku centralnego

Stopy procentowe banku centralnego - cena, za jaką bank centralny udziela kredytu bankom komercyjnym, lub po jakiej sprzedaje papiery wartościowe.

Stopy procentowe są instrumentem wykorzystywanym przez bank centralny do regulowania ilości pieniądza na rynku. Przy ich pomocy bank centralny wpływa na wysokość stóp procentowych na rynku międzybankowym, a tym samym na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych. Podstawowe stopy procentowe to:

- stopa referencyjna - określa minimalną cenę, po jakiej bank centralny organizuje operacje otwartego rynku na rynku międzybankowym. Operacje te polegają na zakupie bądź sprzedaży przez bank centralny krótkoterminowych papierów wartościowych w celu przywrócenia równowagi na rynku;
- stopa redyskontowa - określa cenę, po jakiej bank centralny skupuje weksle od banków komercyjnych; weksle te zostały wcześniej nabyte przez banki komercyjne od swoich klientów;
- stopa lombardowa - określa maksymalny poziom oprocentowania kredytów udzielanych przez bank centralny bankom komercyjnym pod zastaw papierów wartościowych (tzw. kredyty lombardowe);
- stopa depozytowa - określa oprocentowanie jednodniowych depozytów składanych przez banki komercyjne w banku centralnym. Stopa ta określa minimalne oprocentowanie na rynku.

Wielkość stopy lombardowej i depozytowej kształtują przedział zmienności dla krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Natomiast stopa referencyjna ustalana jest jako średnia arytmetyczna tych dwóch stóp. Powoduje to, że stopy procentowe na rynku międzybankowym są zbliżone do stopy referencyjnej, a ich wielkości zmieniają się w kierunku wyznaczonym przez zmiany stopy referencyjnej. Jest to powodowane tym, że stopa referencyjna wpływa na oprocentowanie kredytów, jakich banki udzielają sobie nawzajem na rynku międzybankowym⁵⁸¹.

Bardzo ważnym czynnikiem polityki pieniężnej jest również polityka informacyjna zwiększająca wiarygodność banku centralnego. Ma ona na celu pokazać podmiotom gospodarczym, że władza monetarna właściwie ocenia sytuację w gospodarce oraz podejmuje odpowiednie decyzje. Najważniejszym celem polityki informacyjnej jest zwiększanie i umac-

⁵⁸¹ Bernanke B., Reinhart V., Sack B., *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*. Finance and Economics Discussions Series, (48). Washington D.C., Federal Reserve Board, 2004.

nianie zaufania, pokazując, że bank centralny będzie skutecznie stabilizował inflację. Gdy analiza sytuacji w gospodarce wskazuje, że może nastąpić przegrzanie koniunktury oraz znaczny i względnie trwały wzrost inflacji powyżej przyjętego celu, wówczas bank centralny daje do zrozumienia, iż rośnie prawdopodobieństwo podniesienia stóp procentowych. W sytuacji znacznego pogorszenia koniunktury oraz spadku inflacji poniżej założonego celu, bank centralny jest zainteresowany komunikowaniem podmiotom gospodarczym, że możliwa jest obniżka stóp procentowych⁵⁸².

6.3. Cele i instrumenty polityki monetarnej NBP i Banku Anglii

Korzenie bankowości centralnej w Polsce sięgają przełomu XVIII i XIX wieku, jednak zadania Narodowego Banku Polskiego w jego obecnym kształcie nadała mu dopiero Ustawa o Narodowym Banku Polskim i ustawa Prawo bankowe z 1997 roku (uznane za zgodne z regulacjami unijnymi) oraz nowelizacja ustawy Prawo bankowe z 2001 roku⁵⁸³.

Oprócz ustawy o NBP⁵⁸⁴ i ustawy Prawo bankowe⁵⁸⁵, zadania NBP od 1 maja 2004 roku określa także Traktat Ustanawiający Wspólnotę Europejską oraz Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego⁵⁸⁶.

Ustawa o Narodowym Banku Polskim (z 29 sierpnia 1997 roku) dopracowała pozycję NBP, określoną w Konstytucji RP (2 kwietnia 1997 roku). Za podstawowy cel działalności NBP uznano dbałość o utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP⁵⁸⁷.

Oprócz realizacji podstawowego celu do zadań NBP należy również:

- organizowanie rozliczeń pieniężnych,
- prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi,
- prowadzenie działalności dewizowej w granicach określonych ustawami,
- prowadzenie bankowej obsługi budżetu państwa,
- regulowanie płynności banków oraz ich refinansowanie,
- kształtowanie warunków niezbędnych dla rozwoju systemu bankowego,

⁵⁸² Rozkut M., *Polityka informacyjna banków centralnych*, w: *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa 2011.

⁵⁸³ NBP, *System bankowy w Polsce w latach dziewięćdziesiątych*, Warszawa 2001.

⁵⁸⁴ Dz.U. z 2005 r. Nr 1, poz. 2 z późn. zm.

⁵⁸⁵ Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.

⁵⁸⁶ Kałuzińska V., *Przejrzystość polityki pieniężnej wybranych...*, s. 116.

⁵⁸⁷ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o NBP (Dz. U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939, art. 3, pkt 1).

- opracowywanie statystyki pieniężnej i bankowej, bilansu płatniczego oraz bilansu należności i zobowiązań zagranicznych państwa,
- wykonywanie innych zadań określonych ustawami⁵⁸⁸.

Zmiana Ustawy o NBP z 2008 roku wskazała na konieczność podjęcia przez NBP działań na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego w ramach obowiązku kształtowania warunków niezbędnych dla jego rozwoju. Wzbogacenie zadań NBP o dbałość o bezpieczeństwo systemu finansowego wynikało z powołania w listopadzie 2008 roku Komitetu Stabilności Finansowej, którego celem jest zapewnienie efektywnej współpracy w zakresie wspierania i utrzymania stabilności krajowego systemu finansowego poprzez wymianę informacji, opinii i ocen sytuacji w systemie finansowym w kraju i za granicą oraz koordynację działań w tym zakresie⁵⁸⁹. W ramach swoich kompetencji NBP dąży więc do lepszego rozpoznania zagrożeń stabilności systemu finansowego⁵⁹⁰, monitoruje je, informuje o nich oraz w razie materializacji ryzyka przeciwdziała zagrożeniom. Funkcjonując w ramach ESBC monitoruje i analizuje także zagrożenia stabilności europejskiego systemu finansowego. Ze względu na rosnącą współzależność między systemami finansowymi w Polsce oraz za granicą działania NBP muszą w coraz większym stopniu uwzględniać międzynarodowy wymiar stabilności systemu finansowego. NBP dba też o sprawne i bezpieczne funkcjonowanie systemów rozliczeń, w pełni zintegrowanych z europejskim systemem bankowym, co stanowi warunek stabilności całego systemu finansowego⁵⁹¹.

Zmiany instytucjonalne z 1997 roku dotyczące NBP zwiększyły jego niezależność, m.in. poprzez wprowadzenie zakazu finansowania deficytu budżetowego bezpośrednio w banku centralnym oraz poprzez oddanie władzy monetarnej w ręce kolegialnego ciała, jakim jest Rada Polityki Pieniężnej (RPP). RPP pierwszej kadencji ogłosiła w czerwcu 1998 roku decyzję o porzuceniu dotychczasowej strategii kontroli przyrostu podaży pieniądza⁵⁹² na rzecz strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i wyznaczyła średniookresowy cel inflacyjny, zgodnie z którym w 2003 roku inflacja miała spaść poniżej 4%. Jednocześnie zapowiedziano upłynnienie kursu złotego. Podstawowym instrumentem stały się operacje otwartego rynku,

⁵⁸⁸ Ibidem, art. 3, pkt 2.

⁵⁸⁹ Art. 1 ust. 2 Ustawy o Komitecie Stabilności Finansowej z dnia 7 listopada 2008 r.

⁵⁹⁰ Obowiązek przekazywania do NBP danych niezbędnych do wykonywania zadań NBP wynikających z ustawy oraz uczestnictwa w ESBC, obejmuje również dane objęte ochroną na podstawie odrębnych ustaw, w tym informacje objęte tajemnicą bankową (art. 23, pkt 4a Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o NBP, stan prawny na dzień 30 grudnia 2010).

⁵⁹¹ Kałuzińska V., *Przejrzystość polityki pieniężnej wybranych...*, s. 117.

⁵⁹² Celem pośrednim rzeczywiście był przyrost podaży pieniądza, ale realizowany w ramach kroczącej dewaluacji złotego w stosunku do przyjętego koszyka walut z ograniczonymi wahaniami rzeczywistego kursu złotego w ramach dopuszczalnego pasma wahań (Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003), wrzesień 1998, s. 8; http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_1999_2003.pdf

służące utrzymaniu jednomiesięcznej stopy rynku pieniężnego (WIBOR 1M) powyżej stopy referencyjnej NBP⁵⁹³.

W roku 2002 okres dezinflacji w Polsce dobiegł końca, co skłoniło władze monetarne do modyfikacji strategii polityki pieniężnej tak, aby cel banku centralnego został sformułowany w sposób zbliżony do przyjętego w wielu gospodarkach rozwiniętych, charakteryzujących się niską i stabilną inflacją. W przyjętej w lutym 2003 roku Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku Rada Polityki Pieniężnej zapowiedziała wprowadzenie od stycznia 2004 roku ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy. W Strategii zapowiedziano też utrzymanie systemu płynnego kursu walutowego do momentu wstąpienia Polski do systemu ERM II oraz stopniowe korygowanie (w średnim okresie) inflacji od celu tak, aby ograniczyć zmienność realnej strefy gospodarki⁵⁹⁴.

Ciągły cel inflacyjny wspierał zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, płynny kurs walutowy zapewniał spójność strategii, a deklaracja o stopniowym powrocie inflacji do celu świadczyła o przyjęciu w praktyce tzw. elastycznej wersji strategii BCI (*flexible inflation targeting*) w myśl, której bank centralny obok realizacji celu inflacyjnego dąży także do stabilizowania luki popytowej. Dzięki powyższym modyfikacjom strategia polityki pieniężnej zapowiedziana od 2004 roku, a w rzeczywistości realizowana już od momentu jej opublikowania, tj. początku 2003 roku nosiła najistotniejsze cechy strategii banków centralnych o ugruntowanej reputacji w krajach wysokorozwiniętych. Od 1 maja 2004 roku NBP należy do struktur Europejskiego Systemu Banków Centralnych [ESBC]⁵⁹⁵. W Polsce zgodnie z ustawą o NBP wysokość stóp procentowych ustala Rada Polityki Pieniężnej. Wraz z wprowadzeniem dwupoziomowego systemu bankowego w 1989 roku NBP zaczął wykorzystywać do sterowania procesami pieniężnymi stopę obowiązkowych rezerw. Oznaczało to nakładanie na banki obowiązku przetrzymywania na swoich rachunkach w banku centralnym pewnych rezerw środków pieniężnych, w stosunku do posiadanych przez te banki depozytów⁵⁹⁶. W Polsce bank centralny obniżał stopę rezerw kilkakrotnie. Najbardziej znacząca obniżka wystąpiła na początku 1999 roku, kiedy stopę rezerw obniżono z poziomu 20% do 5%⁵⁹⁷.

Stopa rezerwy obowiązkowej od 31 grudnia 2010 r. wynosiła 3,5%. Od 1 maja 2004 r. środki utrzymywane na rachunku rezerwy były oprocentowane w wysokości 0,9% stopy re-

⁵⁹³ Brzoza-Brzezina M., *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 25.

⁵⁹⁴ Kałuzińska V., *Przejrzystość polityki pieniężnej wybranych...*, s. 118.

⁵⁹⁵ Borcuch A., *Pieniądz w ekonomii i socjologii*, CeDeWu, Warszawa 2010.

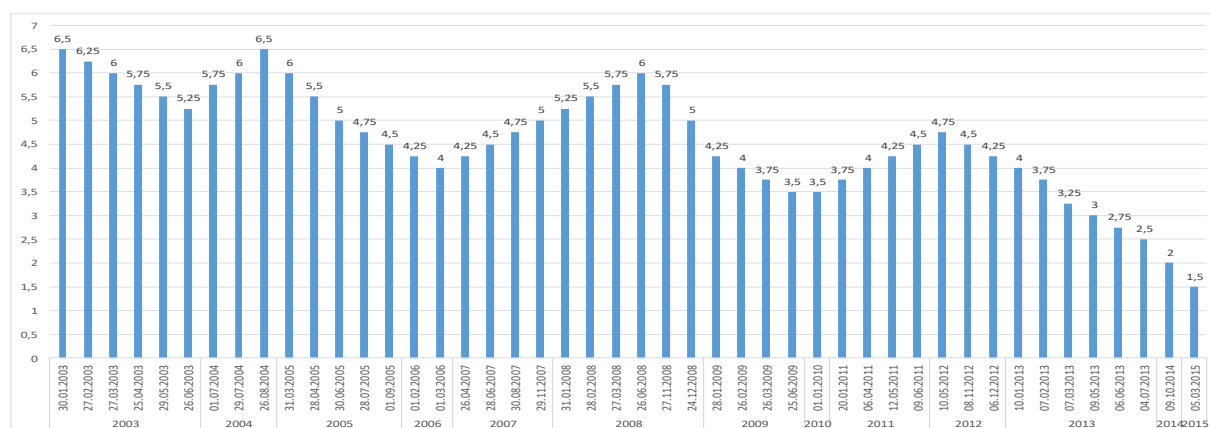
⁵⁹⁶ Pietrzak B., Polański Z., *System w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2001, s. 101.

⁵⁹⁷ Cicirko T., Kołodziejczyk L., Kreczmańska-Gigol K., Mikołajczyk O., Mikołajczyk M., *Finanse*, Difin, Warszawa 2013.

dyskonta weksli. W warunkach nadpłynności sektora bankowego rezerwa miała pełnić funkcję absorbującą środki sektora bankowego, pozwalając tym samym na obniżenie skali operacji otwartego rynku. Zmiany stopy rezerwy uzależniono zaś od sytuacji płynnościowej sektora⁵⁹⁸.

Utrzymywanie przez sektor bankowy wymaganego poziomu rezerwy sprzyjało stabilizacji poziomu krótkoterminowych stóp procentowych. Kwota rezerwy obowiązkowej banków w NBP na koniec 2017 r. ukształtowała się na poziomie 42 581 mln zł i była wyższa w porównaniu ze stanem na dzień koniec 2016 r. o 6,36%. Głównym czynnikiem wzrostu wolumenu rezerwy wymaganej w 2017 r. był wzrost depozytów stanowiących podstawę jej naliczania. Przeciętne oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2017 r. wyniosło 1,35%. Od 1 stycznia 2018 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła poziom oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej do 0,5%, tj. do poziomu odpowiadającemu aktualnej wysokości stopy depozytowej NBP.

Rysunek 43. Stopa referencyjna NBP w Polsce w latach 2003-2017



Źródło: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm,

Jak widać na rysunku 43, stopa referencyjna utrzymywała się (z pewnymi wahaniami w ciągu roku) na poziomie 6,5-6% od roku 2003 do roku 2008. Dopiero w drugiej połowie 2008 roku zaczęła się obniżać systematycznie do poziomu 1,5% w roku 2015, oscylując w tym okresie w granicach 4,75-5%.

Poprzez stopę referencyjną bank centralny wpływa na stopy procentowe występujące na rynku międzybankowym - w dużym stopniu decydują, jakie będzie oprocentowanie kredytów, lokat terminowych, kont oszczędnościowych, kart kredytowych lub innych produktów bankowych sprzedawanych klientom indywidualnym oraz firmom⁵⁹⁹.

⁵⁹⁸ NBP, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2012*, Warszawa Sierpień 2011.

⁵⁹⁹ Kwiatkowski W., *System Rezerwy Federalnej*, Warszawa, Wyd. Naukowe SCHOLAR, 2014.

Tabela 52. Stopy procentowe NBP w latach 2003-2017

Rok		Stopa lombardowa	Stopa depozytowa	Stopa redyskonta
2003	2003-01-30	8,50	4,50	7,25
	2003-02-27	8,00	4,50	6,75
	2003-03-27	7,75	4,25	6,50
	2003-04-25	7,25	4,25	6,25
	2003-05-29	7,00	4,00	6,00
	2003-06-26	6,75	3,75	5,75
2004	2004-07-01	7,25	4,25	6,25
	2004-07-29	7,50	4,50	6,50
	2004-08-26	8,00	5,00	7,00
2005	2005-03-31	7,50	4,50	6,50
	2005-04-28	7,00	4,00	6,00
	2005-06-30	6,50	3,50	5,50
	2005-07-28	6,25	3,25	5,25
	2005-09-01	6,00	3,00	4,75
2006	2006-02-01	5,75	2,75	4,50
	2006-03-01	5,50	2,50	4,25
2007	2007-04-26	5,75	2,75	4,50
	2007-06-28	6,00	3,00	4,75
	2007-08-30	6,25	3,25	5,00
	2007-11-29	6,50	3,50	5,25
	2008-01-31	6,75	3,75	5,50
2008	2008-02-28	7,00	4,00	5,75
	2008-03-27	7,25	4,25	6,00
	2008-06-26	7,50	4,50	6,25
	2008-11-27	7,25	4,25	6,00
	2008-12-24	6,50	3,50	5,25
	2009-01-28	5,75	2,75	4,50
	2009-02-26	5,50	2,50	4,25
2009	2009-03-26	5,25	2,25	4,00
	2009-06-25	5,00	2,00	3,75
	2010-01-01	5,00	2,00	3,75
	2011-01-20	5,25	2,25	4,00
2011	2011-04-06	5,50	2,50	4,25
	2011-05-12	5,75	2,75	4,50
	2011-06-09	6,00	3,00	4,75
	2012-05-10	6,25	3,25	5,00
	2012-11-08	6,00	3,00	4,75
2012	2012-12-06	5,75	2,75	4,50
	2013-01-10	5,50	2,50	4,25
	2013-02-07	5,25	2,25	4,00
	2013-03-07	4,75	1,75	3,50
2013	2013-05-09	4,50	1,50	3,25
	2013-06-06	4,25	1,25	3,00
	2013-07-04	4,00	1,00	2,75
	2014-10-09	3,00	1,00	2,25
	2015-03-05	2,50	0,50	1,75

Źródło: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm,

Wysokość stopy referencyjnej jest bardzo ważna dla kredytobiorców spłacających kredyty hipoteczne, ponieważ ma ona pośrednio wpływ na poziom stawki WIBOR, a ta z kolei wpływa na kształtowanie się oprocentowania się tych zobowiązań⁶⁰⁰.

⁶⁰⁰ Marszałek P., *Koordinacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*, PWN, Warszawa 2009.

WIBOR (Warsaw Interbank Offered Rate) to oprocentowanie pożyczek w Polsce na międzybankowym rynku. Jego wysokość jest określana codziennie, na podstawie wielkości oprocentowania podawanego przez banki, które działają na polskim rynku i wchodzi w skład panelu WIBOR, która z kolei jest wyższa od stopy depozytowej (ceny płaconej przez NBP bankom komercyjnym za wniesione wkłady) i niższa od stopy lombardowej (kosztu pożyczek udzielonych przez NBP bankom komercyjnym)⁶⁰¹. Wskaźnik ten powstał, aby regulować pożyczki między bankami komercyjnymi.

Podstawę prawną obecnego systemu bankowego w Wielkiej Brytanii stanowią:

- ustawa Prawo Bankowe z 1987 r. (*The Banking Act*) wraz z późniejszymi zmianami,
- ustawa o Banku Anglii z 1998 r. (*The Bank of England Act*),
- ustawa o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (*Financial Services and Markets Act*)⁶⁰².

Najważniejsze funkcje Banku Anglii to:

- główna władza monetarna kraju,
- bank państwa (zarządzanie długiem państwa),
- nadzór nad stabilnością systemu finansowego kraju⁶⁰³.

Na płaszczyźnie polityki pieniężnej Bank Anglii zobowiązany Ustawą o Banku Anglii:

- dba o stabilność cen,
- z uwzględnieniem tego celu, wspiera politykę gospodarczą rządu, w tym cele dotyczące wzrostu gospodarczego i zatrudnienia⁶⁰⁴.

W 1997 r. rząd brytyjski zdecydował o przyznaniu Bankowi Anglii tzw. niezależności operacyjnej (*operational independence*), która daje mu prawo do samodzielnego kształtowania instrumentów polityki pieniężnej dla realizacji celu inflacyjnego określanego przez rząd. Uzyskana niezależność nie dotyczy natomiast kwestii podstawowej, a mianowicie określania samego celu polityki pieniężnej. Umieszcza to Bank Anglii na specyficznej w porównaniu do innych banków centralnych krajów rozwiniętych pozycji, gdzie banki mają zdecydowanie większą niezależność. Na ograniczoną niezależność brytyjskiego banku centralnego wskazuje również fakt, że w określonej sytuacji rząd może ustalać stopy procentowe. Jest to jednak uprawnienie, które ma zastosowanie w nadzwyczajnych okolicznościach ekonomicznych. Funkcje pełnione przez Bank Anglii są tradycyjnymi zadaniami banków centralnych. Z uwagi na jedną z głównych cech odróżniających go od NBP - sprawowania kontroli nad systemem

⁶⁰¹ Oręziak L., *Bankowość centralna od A do Z*, NBP Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa 2008.

⁶⁰² Baka W., *Bankowość europejska*, Wyd. PWN, Warszawa 2005, s. 189.

⁶⁰³ Kałużyńska V., *Przejrzystość polityki pieniężnej*..., s. 94.

⁶⁰⁴ Bank of England Act 1998, Ch 11, Part II, Sec 11.

finansowym przez podmioty działające w ramach Banku Anglii – jego struktura organizacyjna jest bardziej rozbudowana. Jako jeden z najstarszych banków centralnych na świecie, Bank Anglii ma bogate doświadczenie w regulowaniu systemu finansowego. Wyróżnia go specyficzna na tle globalnym pozycja w systemie władzy – jest to bowiem instytucja ciągle silnie zależna od rządu⁶⁰⁵.

Jedną z głównych stóp procentowych za pomocą, której Bank Anglii wpływa na oprocentowanie środków na międzybankowym rynku pieniężnym, jest stopa dwutygodniowa operacji warunkowego zakupu papierów wartościowych typu repo. Bank Anglii nie prowadzi aktywnej polityki kursowej, a kurs funta wyznaczany jest wyłącznie przez rynki walutowe⁶⁰⁶.

Ustawa o Banku Anglii wyznacza zasady stosowania rezerw obowiązkowych (tzw. *CRD – cash ratio deposit*) oraz określa podmioty zobowiązane do utrzymywania tych rezerw. Są to głównie instytucje finansowe przyjmujące depozyty, w tym banki oraz towarzystwa budowlane. Rezerwy nie podlegają oprocentowaniu, są zatem rodzajem podatku pomagającego finansować Bank Anglii⁶⁰⁷.

Na przestrzeni badanego okresu widać, że stopy depozytowa i lombardowa malały. Największy spadek stopy depozytowej i lombardowej widać w roku 2009, czyli rok po powstaniu kryzysu finansowego.

Podczas kryzysu finansowego w 2008 r. gospodarstwa domowe ograniczały wydatki, wiele osób straciło pracę. Bank Anglii obniżył stopy procentowe, aby wspierać wydatki i miejsca pracy. W 2018 roku sytuacja poprawiła się i stopy procentowe zostały podniesione⁶⁰⁸.

Począwszy od 1992 roku, kierunek brytyjskiej polityki pieniężnej wyznacza strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, który od 2003 roku wynosi 2%. Tymczasem średnia stopa inflacji od końca 2006 roku, czyli tuż przed kryzysem, wyniosła 2,2%. Oznacza to, że polityka pieniężna okazała się dość skuteczna w realizacji swojego głównego celu. Bank Anglii ma również drugorzędny cel polityki pieniężnej, podporządkowany celowi inflacyjnemu. Jest nim wspieranie polityki gospodarczej rządu, „włączając w to jego cele w zakresie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia”.

W lutym 2008 roku, gdy rozwijał się kryzys finansowy, Bank Anglii podniósł krótkoterminowe stopy procentowe do poziomu 5,25% i nie dokonywał żadnych znaczących obniżek do czasu, gdy upadek banku Lehman Brothers spowodował kryzys płynności na światowym

⁶⁰⁵ Oręziak L., *Bankowość centralna od A do Z*, NBP, Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa 2008, s. 179.

⁶⁰⁶ Europejski Bank Centralny, *Eurosystem*, Europejski System Banków Centralnych, EBC, 2008, s. 53.

⁶⁰⁷ Oręziak L., *Bankowość centralna od A...*, s. 181.

⁶⁰⁸ <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate>, baserate.xls,

wych rynkach finansowych i ograniczenia w zakresie udzielania kredytów bankowych na całym świecie. Na początku 2009 roku krótkoterminowe stopy procentowe zostały obniżone do bardzo niskiego poziomu i pozostają bardzo niskie do dziś.

Po kryzysie regulacje bankowe zostały znacznie zaostrzone. W rezultacie tych zmian banki nie były w stanie udzielać pożyczek nawet kredytobiorcom niskiego ryzyka. Przez pewien czas Bank Anglii zapewniał bankom komercyjnym płynność poprzez swapy aktywów, w ramach których pożyczał bankom płynne bony skarbowe w zamian za aktywa komercyjne. Ten program złagodził problemy banków z płynnością, jednak został wstrzymany w 2012 roku. Zastąpiono go programem *Funding for Lending*, w ramach którego Bank Anglii zapewniał bankom komercyjnym fundusze po cenach niższych niż rynkowe, pod warunkiem, że będą one zwiększać akcję kredytową dla krajowych kredytobiorców.

Jednak głównym i najdłużej stosowanym instrumentem polityki pieniężnej w okresie po globalnym kryzysie finansowym było tzw. luzowanie ilościowe, które rozpoczęło się w Wielkiej Brytanii w marcu 2009 roku - Bank Anglii skupował obligacje rządowe w zamian za zwiększenie oprocentowanych sald rezerw banków komercyjnych w Banku Anglii. Celem polityki luzowania ilościowego było obniżenie długoterminowych stóp procentowych, a tym samym stanowiło ono swego rodzaju zobowiązanie banku centralnego do utrzymywania krótkoterminowych stóp procentowych na niskim poziomie. Bank Anglii koncentrował się głównie na skupie obligacji o długich terminach zapadalności - w latach 2009-2012 trzy czwarte kupowanych obligacji miało terminy zapadalności wynoszące 7 lat lub dłuższe. Inne banki centralne na świecie przyjęły podobną strategię: w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kupowała duże ilości rządowych papierów wartościowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami w ramach programu wsparcia gospodarczego, a Europejski Bank Centralny skupował bardzo duże ilości aktywów. Tymczasem Bank Japonii rozpoczął luzowanie ilościowe już przed kryzysem finansowym i dodatkowo przyspieszył tempo skupu aktywów, począwszy od 2013 roku.

W Wielkiej Brytanii początkowe transze luzowania ilościowego okazały się dość skuteczne w zakresie wspierania ożywienia gospodarczego, częściowo dlatego, że spowodowały one deprecjację kursu walutowego. Inflacja utrzymywała się na niskim poziomie przez całą dekadę i okresowo uruchamiano nowe transze luzowania ilościowego, rozpoczęte w 2011 i 2016 roku (po referendum w sprawie Brexitu). Do czasu zakończenia „poreferendalnej” transzy luzowania ilościowego, łączna wartość obligacji rządowych w posiadaniu Banku Anglii wyniosła 435 miliardów funtów, czyli około 20 proc. brytyjskiego produktu krajowego brutto. Bank Anglii nie podejmował nigdy próby odwrócenia procesu luzowania ilościowego, tak jak

miało to miejsce przez pewien czas w Stanach Zjednoczonych. Co więcej, nie poinformował nigdy, w jaki sposób realizowane byłoby ewentualne odwrócenie tej polityki.

Bank Anglii przedstawił plan odwrócenia polityki luzowania ilościowego. Bank zapowiedział, że rozważy aktywną sprzedaż aktywów, gdy stopa referencyjna Banku osiągnie poziom co najmniej 1,0 proc. (obecnie jest to 0,1 proc.). Gdy stopa referencyjna Banku, która obecnie wynosi 0,1 proc., wzrośnie do 0,5 proc., Bank Anglii ma zamiar wstrzymać reinwestowanie wpływów z tytułu zapadających aktywów. Jednak spośród obligacji rządowych znajdujących się w portfelu Banku mniej niż połowa ma termin zapadalności krótszy niż siedem lat. Oznacza to, że redukcja portfela w tempie zapadania znajdujących się w nim obligacji byłaby bardzo powolna. Bank zapowiedział, że rozważy aktywną sprzedaż aktywów, gdy stopa referencyjna Banku osiągnie poziom co najmniej 1%.

Decyzją Komitetu Polityki Monetarnej (MPC, brytyjski odpowiednik Rady Polityki Pieniężnej) referencyjna stopa procentowa (czyli inaczej bazowa) Banku Anglii podniesiona została z 0,1 proc. do 0,25 proc. To pierwsza podwyżka od sierpnia 2018 r. oraz pierwsza ich zmiana od marca ubiegłego roku, gdy w ramach reakcji na pandemię bank centralny Wielkiej Brytanii wycofał się z wcześniejszych podwyżek⁶⁰⁹.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (*BCI*) cieszy się niesłabnącym powodzeniem od lat 90. ubiegłego wieku. Wówczas to bowiem pozytywne doświadczenia Nowej Zelandii i kilku innych krajów (w tym Kanady, Wielkiej Brytanii, Chile etc.), które zaczęły stosować ją w praktyce, doprowadziły do jej ogromnej popularności. Strategia *BCI* pojawiła się niejako w odpowiedzi na problemy z kontynuacją stosowanej wówczas strategii opartej na kontroli podaży pieniądza oraz utrzymywaniem sztywnego kursu walutowego⁶¹⁰.

Od grudnia 2009 r. inflacja utrzymywała się przez 4 lata trwale powyżej celu, a pominiawszy kilka miesięcy w połowie 2009 r., kiedy na krótko wskaźnik CPI spadł poniżej 2%, inflacja kształtowała się powyżej celu przez 6 lat. Mimo to Bank Anglii prowadził w tym okresie bardzo ekspansywną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe blisko zera. Podwyższona inflacja w ostatnich latach wynikała w dużym stopniu ze znacznej deprecjacji funta brytyjskiego w latach 2007-2008, a także (w pewnych podokresach) ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych oraz podwyżek podatków⁶¹¹ i cen administrowanych. Anali-

⁶⁰⁹ <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Wielka-Brytania-jednak-podnosi-stopy-procentowe-Kurs-funta-w-gore-8244450.html>

⁶¹⁰ Kokoszczynski R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 82-84.

⁶¹¹ Czynniki podwyższające inflację obejmowały: wzrost cen surowców energetycznych i żywności na rynkach światowych oraz deprecjację funta (w latach 2008-2009), wzrost cen ropy naftowej, podwyżkę podatku VAT oraz efekt wcześniejszego osłabienia funta (w latach 2010-2011); wszystkie wymieniane wcześniej czynniki oraz wzrost cen administrowanych (w 2011 r.).

zując ścieżkę zmian cen w Wielkiej Brytanii widać, że znaczne i w większości przypadków jednokierunkowe odchylenia inflacji od celu doprowadziły do istotnego przesunięcia się w górę ścieżki cen względem ścieżki wyznaczonej zgodnie z celem inflacyjnym Banku Anglii. Istotą strategii celu inflacyjnego jest pomijanie przeszłych odchylenia inflacji od celu, o ile nie powodują one trwałego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Przykład Wielkiej Brytanii wyraźnie pokazuje jednak, że jeżeli szoki w danej gospodarce są jednokierunkowe, to podejście takie może doprowadzić do znacznego i trwałego podniesienia poziomu cen (co bywa korzystne z punktu widzenia ograniczania zadłużenia). Bank Anglii podkreśla, że jego działania mają na celu osiągnięcie celu inflacyjnego w średnim okresie. Jednak wobec obaw o stabilność systemu finansowego, długiego okresu utrzymywania się silnej dekonunktury i wysokiego poziomu zadłużenia sektora finansów publicznych można przypuszczać, że - przynajmniej przejściowo - głównym zadaniem Banku Anglii stało się pobudzanie wzrostu gospodarczego⁶¹².

Efekty polityki pieniężnej banku centralnego w Wielkiej Brytanii są na ogół widoczne z pewnym opóźnieniem (czasem sięgającym nawet kilku kwartałów), polityka ta nie zawsze spotyka się ze zrozumieniem i aprobatą zarówno ze strony środowiska biznesowego, jak i administracji gospodarczej państwa, które oczekują szybkich punktowych efektów. Jednakże w niektórych krajach tolerowane jest nawet dość znaczne odchylenie empirycznego poziomu inflacji od celu inflacyjnego pod warunkiem, że nie pociąga to za sobą zbyt daleko idących ujemnych konsekwencji dla rynków finansowych i sfery realnej gospodarki⁶¹³.

Każde odchylenie wskaźników od celu inflacyjnego musi być wyjaśnione na piśmie uprawnionym do kontroli polityki makroekonomicznej organom państwa. I tak Prezes Banku Anglii wysłał list otwarty do brytyjskiego Ministra Finansów, gdy odchylenie inflacji od celu inflacyjnego przekracza 1 p.p.⁶¹⁴.

Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są podstawową formą interweniowania banku centralnego na rynku pieniężnym. Ze względu na fakt, że jest to rynek stosunkowo mały, interwencje banku centralnego są siłą, która odgrywa na nim decydującą rolę. Operacje te odbywają się poza rynkiem stricte kredytowym, transakcje zawierane są podczas aukcji inicjowanych przez bank centralny.

⁶¹² Ciżkowicz-Pękała M., Niedźwiedzińska J., Skrzyszewska-Paczek E., Stawasz E., Wesołowski G., Żuk P., *Ewolucja strategii celu inflacyjnego*..., s.112.

⁶¹³ Stiglitz J.E., *The Theory of Credit and Macro-Economic Stability*, Working Paper 22837 National Bureau Of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, November 2016.

⁶¹⁴ Cobham D., Eirtheim Q., Gerlach S., Qvigstad J., *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, Cambridge University Press, Cambridge 2010.

Można je klasyfikować pod kątem charakteru transakcji, uwzględniając ich wpływ na płynność sektora bankowego i podaż kredytu hipotecznego. Klasyfikacja ta pozwala na wyodrębnienie operacji zasilających, czyli przyczyniających się do zwiększenia płynności sektora bankowego oraz absorbujących, czyli powodujących redukcję płynności sektora bankowego⁶¹⁵.

Głównym powodem, dla którego bank centralny musi być obecny na rynku pieniężnym, jest realizacja polityki pieniężnej. Celem operacyjnym polityki pieniężnej jest kontrola podaży pieniądza rezerwowego oraz kontrola wysokości krótkoterminowych stóp procentowych. Bank centralny zatem stara się osiągnąć cel operacyjny, interweniując na międzybankowym rynku pieniężnym⁶¹⁶. Kluczową rolę w procesie wpływania banku centralnego na stan płynności na rynku krótkoterminowych stóp procentowych pełnią operacje otwartego rynku.

Operacje otwartego rynku polegają na: warunkowym lub bezwarunkowym zakupie, lub sprzedaży skarbowych papierów wartościowych i dewiz, a także emisji papierów dłużnych⁶¹⁷. W powszechnym stosowaniu są operacje warunkowe. Polegają one na tym, że bank centralny sprzedaje lub kupuje papiery wartościowe, zobowiązując banki komercyjne do późniejszej ich odsprzedaży lub odkupu, czyli następuje transakcja zwrotna. Warunkowy zakup papierów wartościowych przez bank centralny powoduje zwiększenie płynności w bankach przez okres trwania operacji. Odwrotną transakcją jest warunkowa sprzedaż papierów wartościowych przez bank centralny, która czasowo ogranicza płynność banków.

Przedmiotem operacji otwartego rynku są najczęściej papiery wartościowe emitowane przez rząd w celu finansowania długu publicznego (bony skarbowe, obligacje skarbowe), a także papiery emitowane przez same banki centralne (bony pieniężne, certyfikaty dłużne). Niektóre banki centralne dopuszczają również obrót papierami emitowanymi przez jednostki samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstwa. Doświadczenia kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 roku pokazały, że zakres uprawnionych papierów wartościowych w wielu krajach uległ znacznemu rozszerzeniu⁶¹⁸.

Chcąc zachęcić banki komercyjne do przystąpienia do operacji otwartego rynku, banki centralne muszą ustalić cenę papierów wartościowych na atrakcyjnym poziomie. W sytuacji nadpłynności sektora bankowego banki centralne podejmują działania w kierunku podniesie-

⁶¹⁵ Kazimierzczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2000.

⁶¹⁶ Sławiński A., *Rynek Pieniężny, System finansowy w Polsce lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2001, s. 165.

⁶¹⁷ Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 50.

⁶¹⁸ Żywiecka H., *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, UE w Poznaniu 2012, s. 67.

nia wysokości rynkowych stóp procentowych. W tym celu sprzedają papiery wartościowe po cenie niższej od obowiązującej na rynku. Oprocentowanie tych lokat stanowi różnicę pomiędzy ceną sprzedaży i późniejszego odkupu papierów wartościowych stanowiących przedmiot operacji⁶¹⁹. Zachęcone opłacalnością transakcji banki decydują się na zakup papierów wartościowych oferowanych przez bank centralny, zmniejszając tym samym wielkość płynnych środków w obiegu, a zatem i zdolność do kreacji pieniądza bezgotówkowego. Mniejsza dostępność pieniądza na rynku, a także konkurencyjność lokat oferowanych przez bank centralny skutkuje podwyższeniem rynkowych stóp procentowych depozytów, a w konsekwencji również kredytów przyczyniając się do ograniczenia podaży pieniądza⁶²⁰.

Uczestnikami operacji otwartego rynku są najczęściej banki spełniające określone wymagania i posiadające status dilerów rynku pieniężnego. Rozwiązanie takie umożliwia sprawne przeprowadzanie i rozliczanie transakcji. Banki uczestniczące w transakcji dokonują następnie dystrybucji pozyskanych środków w systemie bankowym⁶²¹.

Obecnie operacje otwartego rynku przeprowadzane przez NBP polegają na emisji własnych papierów dłużnych (7-dniowych bonów pieniężnych), których minimalna rentowność jest równa stopie referencyjnej wyznaczonej przez Radę Polityki Pieniężnej.

W Polsce dokonuje się emisji bonów skarbowych, z którymi związana jest stopa interwencji, określana stopą referencyjną. Banki komercyjne lokują swoje nadwyżki finansowe w bonach. Wzrost stopy interwencji świadczy o tym, że bank centralny oferuje wyżej oprocentowane bony pieniężne (większa stopa zwrotu dla banków), co zachęca banki komercyjne do ich kupowania i tym samym ogranicza ich zdolność do kredytowania i kreacji pieniądza bankowego. Mówimy wtedy o restrykcyjnej polityce pieniężnej⁶²².

Minimalną rentowność podstawowych operacji polityki pieniężnej NBP określa stopa referencyjna, która oddziałuje bezpośrednio na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności. Terminy zapadalności operacji podstawowych były stopniowo skracane - do końca 2002 roku emitowano bony z terminem wykupu 28 dni, w latach 2003 i 2004 - 14 dni, a od 1 stycznia 2005 - 7 dni. Prowadząc podstawowe operacje otwartego rynku, NBP sprzedaje na przetargach papiery o rentowności nieco wyższej niż minimalna. W ten sposób wyznaczona zostaje stopa interwencyjna.

⁶¹⁹ Klyuev V., de Imus P., Srinivasan K., *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*, IMF Staff Position Note, 2009.

⁶²⁰ Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, Wyd. AE w Poznaniu 2002, s. 97.

⁶²¹ Żywiecka H., *Niestandardowe działania banków...*, s. 69.

⁶²² Balcerowicz E., *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, Zeszyty BRE Bank-CASE, 2013, nr 129.

Tabela 53. Przetargi bonów pieniężnych NBP w Polsce w latach 2003-2017

Rok	Popyt na bony w cenach nominalnych w mln zł	Sprzedaż bonów w cenach nominalnych w mln zł	Wartość bonów zaoferowanych do sprzedaży w cenach nominalnych w mln zł	Średni ważony zysk z kupionych bonów w %	Stan bonów pochodzących z przetargów i będących w obiegu (wg kosztów zakupu) w mln zł
2003	11 450,2	5 300,0	10 000,0	6,1	45 605,5
2004	4 952,5	1 200,0	11 500,0	6,4	43 977,0
2005	115 291,0	107 343,5	113 500,0	4,5	22 979,8
2006	718 155,4	89 600,0	89 600,0	4,0	18 385,6
2007	44 983,5	44 761,3	67 400,0	5,0	7 761,2
2008	57 587,1	57 587,1	0,0	5,6	10 200,5
2009	253 646,1	252 909,6	290 000,0	3,5	40 952,5
2010	404 511,8	404 380,7	444 000,0	3,5	74 588,9
2011	0,0	0,0	559 500,0	0,0	11 361,2
2012	476 383,5	472 932,9	509 500,0	4,2	99 759,3
2013	515 708,9	515 708,9	560 000,0	2,5	117 283,7
2014	511 392,4	511 392,4	541 500,0	2,0	84 642,6
2015	433 345,8	433 345,8	475 000,0	1,5	74 096,3
2016	374 859,6	374 859,6	432 000,0	1,5	81 290,8
2017	428 368,4	428 368,4	517 000,0	1,5	94 399,2

Źródło: Biuletyn informacyjny nr 12/2008, nr 12/2012, nr 12/2018, NBP, Warszawa 2018.

Obniżenie stopy interwencji powoduje, że bank centralny sprzedaje bony pieniężne o niższym procencie (niższa stopa zwrotu dla banków). Ta decyzja zmniejsza zainteresowanie banków tymi papierami wartościowymi i w konsekwencji prowadzi do zwiększenia udzielanych kredytów, a przez to zwiększa kreację pieniądza bankowego i tą drogą podaź pieniądza rośnie⁶²³.

Operacje warunkowego zakupu tzw. repo (ang. *repurchase agreement*) polegają na tym, że bank centralny kupuje papiery wartościowe od banków komercyjnych pod warunkiem, że te odkupią je po określonej cenie w określonym terminie. Operacje warunkowego zakupu umożliwiają bankom komercyjnym zaciągnięcie krótkotrwałych pożyczek w banku centralnym (pod zastaw papierów wartościowych)⁶²⁴.

W 2003 roku średnia dzienna wartość transakcji repo kształtowała się na poziomie 220 mln zł. W 2005 roku aktywność na krajowym rynku transakcji warunkowych zwiększyła się do 450 mln zł. Wartość transakcji repo zawartych w 2005 roku była o ponad 150% wyższa w porównaniu z 2004 rokiem, przy czym spadkowi aktywności na rynku międzybankowym towarzyszył znaczny wzrost wartości transakcji z podmiotami nie bankowymi. Jednak krajowy

⁶²³ Aizenman J., Binici M., Hutchison M.M., *The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets*, NBER Working Paper Series, No. 19980, 2014.

⁶²⁴ Sławiński A., *Rynek Pieniężny...*, s. 166.

rynek repo ze średnimi dziennymi obrotami o wartości 0,45 mld zł był nadal słabo rozwinięty do 2009 roku⁶²⁵.

Reverse repo, czyli operacje warunkowej sprzedaży to odwrotność operacji repo. Polegają one na tym, że bank centralny sprzedaje papiery wartościowe bankom komercyjnym pod warunkiem, że te odsprzedadzą je bankowi centralnemu po określonej cenie i w określonym terminie. Operacje warunkowej sprzedaży stwarzają bankom komercyjnym możliwość lokowania środków na procent w banku centralnym⁶²⁶. Przez ostatnie 10 lat nie odnotowano w Polsce żadnej operacji reserve repo.

W celu dostarczenia środków pieniężnych bankom komercyjnym Bank Anglii w ramach operacji otwartego rynku typu repo nabywa odpowiednie (*eligible*) papiery wartościowe od zainteresowanych banków (*counterparties*) oraz wyraża zgodę na odprzedaż równoważnych papierów w ustalonym z góry dniu, najczęściej po upływie 2 tygodni od zawarcia transakcji. Bank Anglii oferuje także możliwość definitywnego (*outright*) zakupu papierów dłużnych. Kwota przekazywana przez Bank Anglii z tytułu tego zakupu jest równa nominalnej kwocie papieru pomniejszonej o odsetki przypadające do dnia zapadalności papieru. Maksymalny, akceptowalny przez Bank Anglii okres od dnia nabycia przezeń papieru do dnia zapadalności wynosi zazwyczaj około dwóch tygodni, minimalny z kolei - jeden dzień⁶²⁷.

Kupowane przez bank papiery wartościowe muszą się cechować wysoką wiarygodnością kredytową, muszą znajdować się w ciągłym obrocie na rynku o charakterze ogólnokrajowym, przy czym rynek ten musi być odpowiednio płynny, a podaż tych papierów powinna być wystarczająco duża. Każdy bank ma prawo wyboru instrumentów, będących przedmiotem operacji oraz tego, czy chce uczestniczyć w transakcji z odprzedaży papierów, czy transakcji definitywnej⁶²⁸.

W operacjach repo zastosowano następujące rodzaje papierów wartościowych⁶²⁹:

- emitowane przez rząd brytyjski obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, wyrażone w funtach (*Gilt*);
- wyrażone w walutach obcych papiery dłużne rządu brytyjskiego (*HM Government non-sterling marketable debt*);
- weksle wyrażone w funtach, emitowane przez brytyjskie Ministerstwo Skarbu (*Sterling Treasury bills*)

⁶²⁵ https://www.nbp.pl/publikacje/biuletyn_informacyjny/2016/2016_12_pl.pdf

⁶²⁶ Sławiński A., *Rynek Pieniężny...*, s. 167.

⁶²⁷ Oręziak L., *Bank Anglii, jako bank centralny Wielkiej Brytanii*, Bank i Kredyt, nr 8, 2006, s. 20-27.

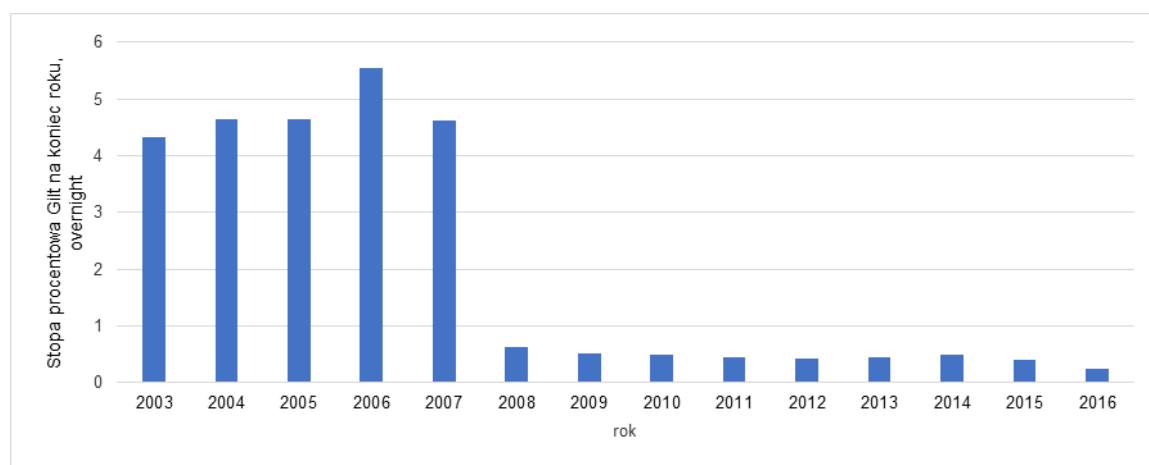
⁶²⁸ Belke A., *Global Liquidity and Strategies of Exit From Unconventional Monetary Policies*, Economic Research –Ekonomiska Istraživanja, Vol. 29, 2016.

⁶²⁹ Oręziak L., *Bank Anglii, ...* s. 20-27.

- emitowane przez Bank Anglii euro weksle (*euro bills*) oraz euro noty (*euro notes*);
- papiery dłużne emitowane przez banki (*Eligible bank bills*);
- papiery dłużne władz lokalnych (*Eligible local authority bills*);
- wyrażone w funtach papiery dłużne emitowane przez rządy i banki centralne z krajów należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz główne instytucje międzynarodowe.

Rynek Gilt Repo rozpoczął się w Wielkiej Brytanii w styczniu 1996 roku, a do lutego 1997 roku rozwinął wystarczającą skalę i głębokość, by można go było uwzględnić w operacjach otwartego rynku. Rysunek 44 przedstawia roczne oprocentowanie stopy repo-Gilt, overnight w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017.

Rysunek 44. Roczne oprocentowanie stopy repo-Gilts, overnight w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/fromshowcolumns.asp?>

Stopa procentowa Gilt w 2003 roku wynosiła 3,5481%, a w 2017 roku spadła do 0,2454% (rys. 44). Spadek stóp procentowych odnotowano w 2008 roku w momencie kryzysu finansowego i wynosił on 4,6275. W kolejnych latach nastąpiły duże spadki stopy Gilt Repo, które już nie wróciły do poziomów sprzed kryzysu finansowego. Wpłynęło to na rynek kredytowy a tym samym na finansowanie rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Bank Centralny Wielkiej Brytanii dostarczał środki na rynek ze średnim terminem zapadalności wynoszącym dwa tygodnie. Bank Centralny zachowywał w przybliżeniu ten okres zapadalności w odniesieniu do operacji związanych z transakcjami typu „*real time*”. Raz w tygodniu udziela pożyczek jednotygodniowych. W ostatnim dniu każdego okresu serwisowego podejmuje również „dostrajanie” operacji nocnej, pożyczanie w razie potrzeby. Ponadto Bank Centralny dokonuje długoterminowych transakcji repo o terminie zapadalności od 3 do 12 miesięcy. Te długoterminowe transakcje repo są podejmowane nie według oficjalnej stopy

bankowej, lecz według stawek rynkowych określonych w przetargach o zmiennej stopie procentowej⁶³⁰.

Operacje depozytowo-kredytowe

Kolejnym elementem klasycznej triady instrumentów polityki pieniężnej, są operacje depozytowo-kredytowe (*standing facilities*). Decyzja o wykorzystaniu tych instrumentów, a także wielkość zaangażowania należy do banków komercyjnych. Bank Centralny ustala limity transakcji oraz warunki refinansowania. Kredyt refinansowy jest wykorzystywany do uzupełniania płynności w momencie jego zachwiania w bankach komercyjnych. Bank Centralny jako kredytodawca ostatniej instancji poprawia płynność w systemie bankowym, a także pozwala bankom komercyjnym na utrzymywanie rezerwy obowiązkowej na właściwym poziomie⁶³¹. Banki wykorzystują także kredyt w ciągu dnia w euro⁶³².

Operacje typu *standing facilities*, czyli transakcje depozytowo-kredytowe zawierane między bankiem centralnym a bankiem komercyjnym z inicjatywy banku komercyjnego, jeszcze do niedawna pełniły kluczową rolę w zarządzaniu płynnością sektora bankowego. W zasadzie we wszystkich systemach bankowych krajów rozwiniętych były one stopniowo wypierane przez operacje otwartego rynku, które są instrumentem bardziej elastycznym i wygodniejszym w zastosowaniu. Obecnie przypisuje im się funkcję zaworów bezpieczeństwa systemu bankowego (*safety valves*). Są one sporadycznie wykorzystywane przez banki w okresach występowania krótkoterminowych, dużych nadwyżek albo niedoborów płynności. Ten instrument wywiera znaczny wpływ na kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym. Operacje depozytowo-kredytowe pełnią rolę pułapów zmian krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego. Oprocentowanie kredytu udzielanego przez bank centralny w sytuacjach nadzwyczajnych jest górnym pułapem (*ceiling*) dla wahań tych stóp (kredyt lombardowy). Natomiast dolnym pułapem (*floor*) jest stopa oprocentowania depozytu nocnego w banku centralnym. W ten sposób operacje depozytowo-kredytowe tworzą łącznie korytarz wahań rynkowych stóp procentowych.

Kredyty refinansowe szczególną rolę odgrywały w okresie transformacji gospodarki socjalistycznej na rynkową w Polsce.

W początkowym okresie transformacji systemowej ich znaczenie było duże. Dotyczyło to szczególnie wyłonionych ze struktur NBP 9 banków, które w wyniku reformy bankowej przeprowadzonej w 1989 roku przejęły wszystkie aktywa banku centralnego, w tym portfele

⁶³⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/details/further-details-about-wholesale-discount-data>

⁶³¹ Żywiecka H., *Niestandardowe działania Banków Centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, Praca doktorska, Poznań 2012, s. 37.

⁶³² NBP, *Raport Roczny 2017*, Warszawa 2018, s. 200.

kredytowe, obejmujące m.in. kredytowanie inwestycji centralnych. Z powodu niskich funduszy własnych oraz niedostatecznej bazy depozytowej w porównaniu do przekazanego portfela kredytowego, owe banki w dużym stopniu refinansowały swoją działalność w NBP. Wówczas prawie 80% akcji kredytowej w oparciu o kredyt refinansowy kierowane było do sektora rolno-spożywczego. Skala refinansowania banków w 1989 roku była wysoka, bo kredyty na koniec roku stanowiły ok. 67% sumy bilansowej NBP, a 30,4% sumy bilansowej sektora banków komercyjnych⁶³³. Kwotę kredytów refinansowych NBP w Polsce udzielonych bankom komercyjnym w latach 1990-2017 przedstawiono w tabeli 54.

Tabela 54. Kwota kredytów refinansowych NBP w Polsce w latach 1990-2017 [mld zł]

Rok	Kwota udzielonych bankom kredytów:		
	Refinansowych	Redyskontowych	Lombardowych
2003	463,5	0,0	0,0
2004	423,1	0,0	0,0
2005	305,6	0,0	464,0
2006	5 440,2	0,0	3 186,2
2007	3 398,6	0,0	1 552,0
2008	3 797,8	0,0	2 317,7
2009	1 101,5	0,0	0,0
2010	728,9	0,0	0,0
2011	356,4	0,0	0,0
2012	0,0	0,0	0,0
2013	0,0	0,0	0,0
2014	0,0	0,0	0,0
2015	180,5	0,0	0,0
2016	0,0	0,0	1349,5
2017	0,1	0,0	12,6

Źródło: Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa, 2008, s. 119-121 oraz Biuletyn informacyjny NBP za 2003-2018.

Kolejną formą krótkoterminowego refinansowania banków komercyjnych przez bank centralny w Polsce jest kredyt lombardowy, który jest udzielany pod zastaw papierów wartościowych⁶³⁴. Ważną cechą kredytu lombardowego jest to, że określa górną granicę oprocentowania na rynku międzybankowym (jest to krańcowy koszt pozyskania pieniądza) oraz poprawia płynność banków komercyjnych, wpływając tym samym także na wielkość akcji kredytowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Oprocentowanie kredytu refinansowego z reguły jest wyższe od oprocentowania pożyczek na rynku międzybankowym. W ten sposób bank centralny zachęca do korzystania z alternatywnych źródeł finansowania⁶³⁵.

Kredyt lombardowy to instrument stosowany przed upowszechnieniem się operacji otwartego rynku. To, co różni te dwa instrumenty to jest to, która ze stron zapoczątkowuje

⁶³³ Sobol M., *Polityka pieniężna* ..., s. 111.

⁶³⁴ Bogońska J., *Bank centralny jako poyczkodawca ostatniej instancji. Współczesne dylematy realizacji funkcji*, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica, nr 221, 2008.

⁶³⁵ Sławiński A., *Polityka pieniężna*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011.

operację. W przypadku kredytu lombardowego to bank komercyjny indywidualnie zwraca się do banku centralnego z prośbą o udzielenie kredytu. Tak więc to bank komercyjny jest stroną inicjującą transakcję. Natomiast przy operacji otwartego rynku to bank centralny ogłasza przetarg na określony typ instrumentów. W tym przypadku inicjatorem jest bank centralny. Stopa lombardowa jest najwyższa ze wszystkich stóp i ma charakter stopy karnej. Dla banku komercyjnego oznacza to koszt uzyskania pieniądza dużo wyższy aniżeli przy operacjach otwartego rynku⁶³⁶.

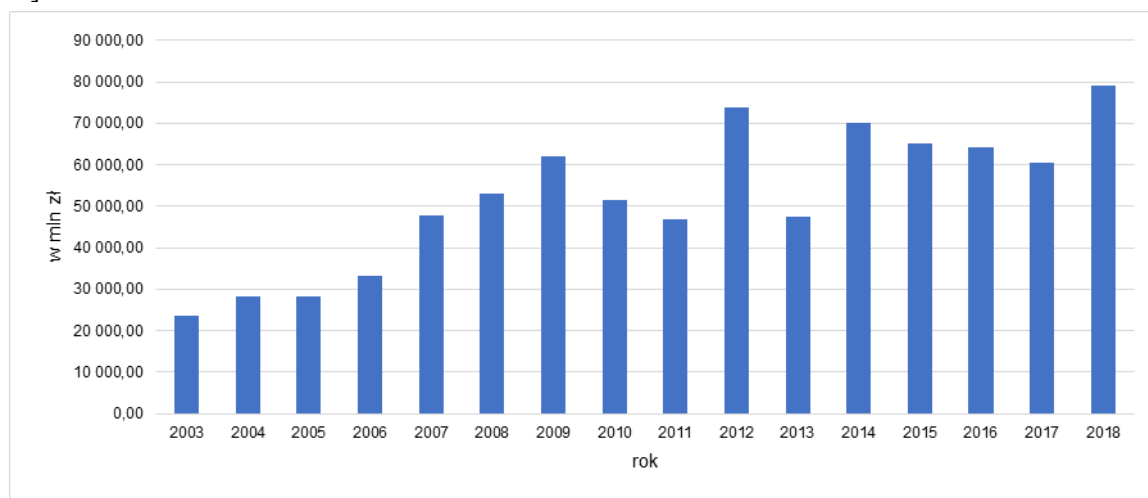
Fakt, iż kredyt lombardowy jest wykorzystywany w coraz mniejszym stopniu, świadczy o doskonalszych metodach zarządzania płynnością w bankach. Mimo swoich ograniczeń i zmniejszającej się skali wykorzystania, instrument ten wypełnia przypisaną mu rolę, stanowiąc górne ograniczenie wahań stóp procentowych na najkrótsze terminy oraz umożliwiając bankom posiłkowanie się płynnością w sytuacjach nadzwyczajnych.

Druga strona operacji depozytowo-kredytowych, czyli depozyty w banku centralnym nie potrzebują stosowania zabezpieczeń, ponieważ bank centralny jest podmiotem wypłacalnym. Instrument jest wykorzystywany do ściągania nadwyżek płynności, działając podobnie jak operacje otwartego rynku. Lokowanie środków w banku centralnym następuje w drodze przetargu na przyjęcie środków w oprocentowany depozyt albo w trybie bez aukcyjnym, kiedy bank centralny stosuje stałą stopę procentową dla wszystkich banków. Oprocentowanie depozytu w banku centralnym określa dolną granicę stóp procentowych na rynku międzybankowym. Ten instrument ułatwia zarządzanie płynnością banku, kiedy przy braku możliwości właściwego planowania płynności systemu bankowego, wykorzystanie operacji otwartego rynku mogłoby okazać się nietrafione.

Wartość depozytów banków komercyjnych w NBP wzrosła w badanym okresie nominalnie o 335,8%. Wartość w styczniu 2018 roku wynosiła 79 225,8 mln zł, podczas gdy w 2003 roku 23 590 mln zł. Spadki odnotowano w latach 2010-2011, 2013 oraz od 2015 do 2017. Z kolei wolumen depozytów w bankach komercyjnych w styczniu 2018 roku wynosił 1 265 338,2 mln zł, podczas gdy w 2003 roku 350 621,1 mln zł, co dało 360,9% wzrostu w badanym okresie. Świadczy to o tym, że gospodarstwa domowe bogaciły się na przestrzeni badanego okresu.

⁶³⁶ Chojna-Duch E., *Podstawy finansów i prawa finansowego*, Wyd. LexisNexis, Warszawa 2011.

Rysunek 45. Kwota depozytów banków komercyjnych w NBP w Polsce w latach 2003-2018 [w mln zł]



Źródło: Biuletyn Informacyjny Nr 12/2010, Nr 12/2012, Nr 12/2015, 1/2018, Warszawa 2010-2018.

Luzowanie ilościowe jako niestandardowe instrumentarium polityki pieniężnej

Po kryzysie finansowym 2007-2009 tradycyjna polityka monetarna w Wielkiej Brytanii przestała być skuteczna. Stopy procentowe znalazły się na najniższych poziomach w historii, jednak nie powodowało to odblokowania kanału transmisji kredytowej i ożywienia gospodarczego. Zaistniała sytuacja wymusiła na bankach centralnych zastosowanie nowego podejścia, które zostało określone jako luzowanie ilościowe.

Rozwiązanie to polegało na nadzwyczajnych interwencjach na rynku pieniężnym, mających na celu dostarczenie przez banki centralne płynności do sektora bankowego. Luzowanie ilościowe jest też definiowane jako działanie prowadzące do powiększenia bilansu banku centralnego poprzez finansowanie przez tę instytucję zakupów aktywów (np. obligacji skarbowych bądź innych papierów wartościowych)⁶³⁷.

Przedstawione niekonwencjonalne podejście jest wzorowane na doświadczeniach Japonii z pierwszej dekady XXI w. (lata 2001-2006)⁶³⁸. Japonia chciała wówczas pobudzić akcję kredytową, a metodą na dokonanie tego był wzmożony zakup przez bank centralny długoterminowych papierów wartościowych⁶³⁹. Jako pierwszy po 2007 r. luzowanie ilościowe zastosował FED (listopad 2008 r.), kilka miesięcy później w jego ślady poszedł Bank Anglii, a na-

⁶³⁷ Łasak P., *Mechanizmy oddziaływania i zagrożenia polityki luzowania ilościowego*, Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe UE w Katowicach, Nr 319, Katowice 2017, s. 105.

⁶³⁸ E. Chojna-Duch zwraca uwagę, że pewną formę luzowania ilościowego zastosowano już w Republice Weimarskiej w latach 1919-1929, a w krajach mających gospodarkę centralnie planowaną był to stały instrument równoważenia budżetów publicznych przez banki centralne. Chojna-Duch E., *Łagodzenie ilościowe polityki pieniężnej*, Państwo i społeczeństwo, nr 3/maj-czerwiec, 2015, s. 477.

⁶³⁹ Młodawska J., *Kryzys systemu bankowego i finansowego w Japonii – drogi wyjścia*, Bank i Kredyt, nr 7, Warszawa 2003.

stępnie EBC. Polityka ta na każdym z wymienionych rynków miała kilka etapów oraz różniła się pod względem sposobu realizacji⁶⁴⁰.

Wielka Brytania przeprowadziła cztery etapy luzowania ilościowego:

- marzec 2009 - styczeń 2010;
- październik 2011 - maj 2012;
- lipiec 2012 - listopad 2012;
- sierpień 2016 - do chwili obecnej⁶⁴¹.

Pierwotnym założeniem była zarówno chęć zakupu wysokiej jakości aktywów prywatnych, jak i aktywów sektora publicznego. Celem było wzmocnienie akcji kredytowej dla sektora prywatnego w obliczu zmniejszonej płynności na rynku (Bank Anglii nazywał siebie „kreatorem rynku ostatniej instancji”). Bardzo szybko rynek kredytów prywatnych ponownie stał się płynny i dalsza polityka luzowania ilościowego skoncentrowała się głównie na skarbowych papierach wartościowych⁶⁴².

Zasadniczym celem zastosowania luzowania ilościowego jest potrzeba ożywienia gospodarczego (wyrwanie gospodarki z zagrożenia spiralą deflacji). Do głównych mechanizmów, za pomocą których polityka ta wywiera wpływ na gospodarkę, można zaliczyć:

- wzrost cen aktywów;
- oczekiwania dotyczące kształtowania stóp procentowych i inflacji;
- wzrost podaży pieniądza w gospodarce⁶⁴³.

Siła oddziaływania i skuteczność polityki luzowania ilościowego mogą zależeć od różnych czynników. Jednym z nich jest cel banku centralnego i techniczne aspekty towarzyszące tej polityce (np. rodzaj skupowanych papierów wartościowych). Kolejnym czynnikiem są zachowania poszczególnych podmiotów funkcjonujących na danym rynku finansowym. Inną kluczową determinantę stanowi struktura rynku finansowego i jego wpływ na finansowanie realnej sfery gospodarki. Wpływ luzowania ilościowego może nastąpić kilkoma kanałami. Należą do nich: transmisja przez kanał bankowy (wzrost działalności kredytowej i pobudzenie popytu), transmisja przez kanał kursu walutowego (zwiększenie konkurencyjności eksportu) oraz transmisja przez kanał pośredni (efekt majątkowy).

⁶⁴⁰ *The Role of Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy*, ECB Economic Bulletin, No. 4, 2015.

⁶⁴¹ Joyce M., *The Bank of England's Unconventional Monetary Policies: Why, What and How*, ECB Workshop on Non-standard Monetary Policy Measures, 18 June 2017.

⁶⁴² Fawley B.W., Neely Ch.J., *Four Stories of Quantitative Easing*, Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW, January/February 2016.

⁶⁴³ Benford J., Berry S., Nikolov K., Young Ch., Robson M., *Quantitative Easing*, Quarterly Bulletin, Q2, 2009, s. 92-93.

Możliwość wykorzystania każdego z nich zależy w dużym stopniu od charakteru rynku. W krajach anglosaskich (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania) efekt majątkowy może mieć podstawowe znaczenie, a w Unii Europejskiej znacznie ważniejszymi są: kanał bankowy i kanał kursu walutowego⁶⁴⁴. Oddziaływanie luzowania ilościowego w przypadku Wielkiej Brytanii było podobne jak w Stanach Zjednoczonych. Widoczny był wpływ tej polityki na spadek rentowności skarbowych papierów wartościowych i wzrost cen aktywów finansowych, a także osłabienie funta. Nastąpiło również zahamowanie spadku produkcji, wzrost zagregowanego popytu oraz powstrzymanie procesów deflacyjnych. Nie wystąpił natomiast wzrost akcji kredytowej banków⁶⁴⁵.

Dokonując podsumowania, można stwierdzić, że w Wielkiej Brytanii zastosowanie luzowania ilościowego spowodowało przywrócenie zaufania na rynku pieniężnym. Nastąpił też wzrost cen aktywów na rynkach międzynarodowych. Jednak nie udało się spowodować ożywienia gospodarczego. Zwolennicy luzowania ilościowego uważają jednak, że polityka ta uratowała Wielką Brytanię przed znacznie gorszą recesją, która mogła wystąpić, gdyby nie starano się stymulować gospodarki.

6.4. Polityka stóp procentowych a rynek nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Banki centralne przed kryzysem finansowym z 2008 r. prowadziły dość luźną politykę pieniężną odnośnie do inflacji (nawet nie akomodując jej wzrostów), natomiast rynek nieruchomości rósł jako zmienna towarzysząca temu luźnemu nastawieniu w polityce pieniężnej.

W tym kontekście uzyskano pośrednie potwierdzenie hipotezy Jordi i in., w których to publikacjach autorzy obwiniają luźną politykę pieniężną o doprowadzenie do boomu w zakresie podaży nieruchomości i bańki cen nieruchomości. Brak reakcji na boom nieruchomości przy jednoczesnej luźnej polityce pieniężnej mógł znacząco przyczynić się do pogłębienia kryzysu finansowego⁶⁴⁶.

Decyzje odnośnie do prowadzonej polityki pieniężnej, a także ogłaszane komunikaty dzięki monopolowi banku centralnego w zakresie dostarczania płynnych rezerw bankowych, pozwalają na skuteczne sterowanie krótkoterminową stopą rynku międzybankowego. W okre-

⁶⁴⁴ Łasak P., *Mechanizmy oddziaływania i zagrożenia*..., s. 108.

⁶⁴⁵ Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I., Theodoridis K., *Assesing the EconomyWide Effects of Quantitative Easing*, Bank of England, London January 2012.

⁶⁴⁶ Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M., *When Credit Bites Back*, Journal of Money, Credit and Banking, 2013, vol. 45(s2), s. 3-28.

sie stabilności finansowej banki centralne koncentrują się wyłącznie na dostarczaniu odpowiedniej ilości płynnych rezerw do systemu bankowego, pozwalając na ich dowolną dystrybucję za pośrednictwem rynku międzybankowego⁶⁴⁷. Impulsy monetarne są transmitowane poprzez różnorodne kanały na inne rynki finansowe, oddziałując na warunki kredytowe oraz wysokość długoterminowych stóp procentowych, a co za tym idzie decyzje podmiotów gospodarczych odnośnie do podejmowanych inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i konsumpcji, czego ostatecznym efektem jest wpływ na wysokość inflacji oraz wzrost gospodarczy⁶⁴⁸.

Po kryzysie finansowym z 2007 roku banki centralne znajdując się w obliczu niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych, były zmuszone prowadzić elastyczną politykę monetarną, aby zapewnić stabilność finansową oraz wzrost gospodarczy. Wiele banków centralnych stosuje stopy procentowe jako instrument gwarantujący realizację celów polityki monetarnej. Wprowadzona w odpowiednim momencie polityka stóp procentowych może skutecznie kontrolować inflację⁶⁴⁹. Jednak obniżenie stóp procentowych do zera musi być uzupełnione luzowaniem ilościowym, o czym była już mowa.

Przed kryzysem w 2008 roku w głównym nurcie teorii ekonomii argumentowano, że banki centralne powinny skupić się na stabilizowaniu inflacji oraz luki popytowej, oraz ignorować wahania cen aktywów, nawet jeśli są one napędzane przez spekulację⁶⁵⁰.

Zgodnie z tzw. konsensusem z Jackson Hole w przypadku pęknięcia banki, bank centralny powinien zareagować i obniżyć stopy procentowe w celu zapobieżeniu głębszej recesji i uspokojenia paniki. Ta strategia jest znana pod nazwą mop up after. Przed kryzysem banki centralne niechętnie przystawały na dostosowania polityki pieniężnej w celu ograniczenia rzekomych baniek cen aktywów w myśl argumentów Bernanke i Gertlera. Uważali oni, że stabilność cen jest najważniejszym celem banku centralnego i ceny aktywów muszą być uwzględniane tylko wtedy, jeżeli powodują zmiany w oczekiwanej inflacji. Jeżeli wzrost cen aktywów (np. nieruchomości mieszkaniowych) nie powoduje wzrostu pozostałych cen - powinien on zostać zignorowany przez bank centralny w celu zachowania wiarygodności polityki celu inflacyjnego⁶⁵¹.

Podejście to ma szereg uzasadnień:

⁶⁴⁷ Lees D., Footman J., *The Court of the Bank of England. Quarterly Buletin 2014 Q1*, Vol. 54 No. 1, Bank of England, 2014.

⁶⁴⁸ Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, BANCA D'ITALIA EUROSISTEMA, Occasional Papers, Nr. 102, September 2011, s. 5.

⁶⁴⁹ Jaworski W.L., Szelańska A., *Współczesna bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa 2014.

⁶⁵⁰ Goczek Ł., Partyka K., *Reakcja polityki pieniężnej na wydarzenia giełdowe*, Gospodarka Narodowa, nr 5, Warszawa 2016, s. 27-50.

⁶⁵¹ Smaghi L. B., *Conventional and Unconventional Monetary Policy*, ICMB, Geneva 2009.

1. bank centralny nie wie, czy rzeczywiście istnieje bańka spekulacyjna, czyli systematyczne odchylenie od wartości fundamentalnej. Nie ma bowiem uznanych metod określania wzrostów cen za spekulacyjne i nie sposób odróżnić ich *ex ante* od zwykłych zmian powodowanych czynnikami fundamentalnymi;
2. nawet jeżeli powstaje przypuszczenie, że rynki opanowała bańka spekulacyjna, to trudno ocenić skalę interwencji. Jeżeli uczestnicy rynku kierowani czynnikami behawioralnymi lub nawet zachowujący się irracjonalnie, wierzą w nieskończone wzrosty - nagłe wytrącenie ich z tych przypuszczeń przez bank centralny ogłaszający powstanie bańki wzrostów i jej przeciwdziałanie może spowodować potężny samospełniający się kryzys;
3. krótkoterminowa stopa procentowa jest nieskuteczna w powstrzymywaniu baniek spekulacyjnych i obniżaniu cen aktywów;
4. oprócz tego, jak sygnalizuje Svensson⁶⁵², polityka przeciwdziałania bankom, może mieć znaczne koszty dobrobytowe, które zostaną poniesione nadaremnie, jeżeli rynek opanują zachowania stadne mające charakter behawioralny. Według autora koszty stabilizacji cen aktywów przy użyciu stopy procentowej są znacząco wyższe niż korzyści z takiej polityki.

Ten ostatni pogląd jest dodatkowo umocniony przez powstałą na fali kryzysu literaturę dotyczącą racjonalnych spekulacji (*rational asset price bubbles*), która podkreśla fakt, że wzrost stopy procentowej może spowodować zwiększenie bańki na rynku akcji⁶⁵³.

W odniesieniu do tych zastrzeżeń krótkoterminowa stopa procentowa wydaje się skutecznym narzędziem łagodzenia efektów późniejszego samoczynnego pęknięcia baniek spekulacyjnych. Wówczas bank centralny powinien dostarczyć płynność oraz zabezpieczyć działalność kreatorów poszczególnych rynków pieniężnych i finansowych. Działalność taka jest zgodna z klasyczną filozofią instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Z tych względów przed kryzysem finansowym zdecydowaną przewagę miała strategia „ważnego obserwowania cen aktywów”, w tym szczególnie nieruchomości mieszkaniowych - bez podejmowania interwencji aż do momentu kryzysu⁶⁵⁴.

Przeciwnicy teorii polegającej na łagodzeniu skutków, a nie przeciwdziałaniu przyczynom kryzysów twierdzili, że bank centralny może ograniczyć zaistniałe nierównowagi poprzez restrykcyjną politykę w początkowych etapach rozgrzewania się rynku nieruchomości

⁶⁵² Svensson L., *Inflation Targeting and Leaning against the Wind*, International Journal of Forecasting, vol. 10(2), 2012, s. 103-104.

⁶⁵³ Gali J., *Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles*, A. E. R., no. 104(3), 2014, s. 721-752.

⁶⁵⁴ Goczek Ł., Partyka K., *Polityka pieniężna i ceny nieruchomości w krajach OECD w modelu losowych współczynników*, Wyd. SGH, Warszawa 2015, s. 105.

mieszkaniowych. Bardzo istotnym argumentem zwolenników tej teorii jest potrzeba zwiększenia dotychczasowego mandatu banku centralnego - utrzymywanie niskiej inflacji w krótkim okresie może być sprzeczne ze średniofalowymi celami stabilności systemu finansowego oraz zrównoważonego wzrostu gospodarczego⁶⁵⁵. Również długie utrzymywanie stopy procentowej na niskim poziomie może zachęcać podmioty finansowe do nabywania bardziej ryzykownych aktywów, w celu zrealizowania stóp zwrotu oczekiwanych przez akcjonariuszy. Tego typu podejście zyskało na znaczeniu po kryzysie finansowym z 2008 roku. Jednak znaczenie niektórych argumentów zwolenników teorii „sprzątania po kryzysie” wciąż zachowuje swoją ważność i jak dotąd nie zostało empirycznie podważone⁶⁵⁶.

Ekspansywna polityka pieniężna oddziałuje na rynek nieruchomości mieszkaniowych przy pomocy trzech kanałów. Po pierwsze prowadzi do obniżenia oprocentowania kredytów hipotecznych, po drugie poprzez zwiększenie dostępności kredytów, przyczynia się do zwiększenia popytu na nieruchomości mieszkaniowe. Polityka ta jednakże uwalnia również trzeci kanał, którym jest podejmowanie ryzyka. Niższe stopy procentowe powodują, iż spekulanci rynkowi będą skłonni podjąć większe ryzyko w celu osiągnięcia pewnego docelowego poziomu zwrotu z inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych⁶⁵⁷.

Trudna sytuacja na rynku pracy w krajach rozwiniętych zmusiła banki centralne do głębokich obniżek stóp procentowych. Celem tych obniżek miał być szybszy wzrost gospodarczy, który pociągać miał za sobą tworzenie nowych miejsc pracy i łagodzenie skutków powiększającego się bezrobocia. Jednym z rynków, który jest w stanie wchłonąć znaczną liczbę poszukujących pracy, jest rynek budowlany. Jednak, aby tak się stało, musi jednocześnie zaistnieć kilka warunków, z których kluczowe są dwa: konieczne jest tanie źródło finansowania działalności, co mają zapewnić właśnie niskie stopy procentowe, ale ważniejszym czynnikiem jest popyt na usługi tego sektora. Tymczasem aspekt pierwszy zdaje się dominować w dyskusjach, a aspekt drugi traktuje się jako pochodną pierwszego. Ponadto dość rzadko zauważa się, kto jest rzeczywistym beneficjentem obniżek stóp procentowych, a poprawa sytuacji nastąpi pod warunkiem, że rzeczywistym beneficjentem będą rodzime przedsiębiorstwa, które inwestując, kreować będą popyt na pracę i usługi sektora budowlanego. Prowadzone badania wskazują nawet, iż ekspansywna polityka pieniężna nie łagodzi skutków dekonjunkury, a

⁶⁵⁵ Goodfriend, M., King R.G., *The Incredible Volcker Disinflation*, Journal of Monetary Economics, Vol. 52, 2005.

⁶⁵⁶ Rybiński K., *Central bank transparency and central bank communication: Editorial introduction*, European Journal of Political Economy, Vol. 23, Issue 1, 2010.

⁶⁵⁷ Gambacorta L., *Monetary policy and the risktaking channel*, BIS Quarterly Review, December 2009, s. 43-53.

sama poprzez kreowanie baniek spekulacyjnych może być jej przyczyną. Badania dla rynku amerykańskiego na odcinku 100 lat dowodzą prawdziwości tych spostrzeżeń⁶⁵⁸.

Dell’Ariccia i in. opracowali model równowagi częściowej, w którym niskie stopy procentowe mogą zachęcać do przesunięcia aktywów z bezpiecznych inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych na inwestycje mniej bezpieczne. Wzrost popytu na ryzykowne aktywa spowodowany przez niskie stopy procentowe będzie podnosić ich ceny do większego poziomu, niż wynikałoby to z ich rzeczywistej wartości. Konsekwencją takich ruchów mogą być straty większe niż zakładane, co w dłuższym horyzoncie czasowym spowoduje wycofywanie się kapitału spekulacyjnego i trudności z finansowaniem rozpoczętych inwestycji rzeczowych. Inne badania jako przyczynę kryzysu na rynku nieruchomości mieszkaniowych wskazują nadmierne oszczędności⁶⁵⁹.

Dotychczasowe badania empiryczne wyraźnie wskazują na procykliczność koniunktury na rynku budowlanym w stosunku do stóp procentowych. Ahearne w swoich badaniach wykazał, że niskie stopy procentowe mają tendencję do poprzedzania szczytów cen mieszkań z przewagą około 1 do 3 lat. Zależność ta nie jest jednak tak prosta, gdyż wiele innych czynników makroekonomicznych jest równie ważnych dla kształtowania popytu na rynku budowlanym, a ich związek ze stopą procentową może być różny⁶⁶⁰.

Stabilność podaży w krótkim okresie, mała elastyczność cenowa popytu, interwencjonizm państwa powodują, że stany nierównowagi mogą mieć długotrwały charakter. Dla określenia stanu równowagi na rynku nieruchomości mieszkaniowych wprowadza się już pojęcie naturalnego stanu pustostanów. W analizach nieruchomości jako instrumentu inwestycyjnego istotnym parametrem jest poziom pustostanów, który jest wyrażany liczbą dostępnych jednostek (lokali, m² powierzchni) w praktyce wyrażony jako odsetek pustostanów, czyli procent całkowitej podaży powierzchni, która w danym czasie nie jest zajmowana przez najemców⁶⁶¹. Ustalany jest w praktyce dla pojedynczych obiektów lub w odniesieniu do całego rynku (określonego segmentu).

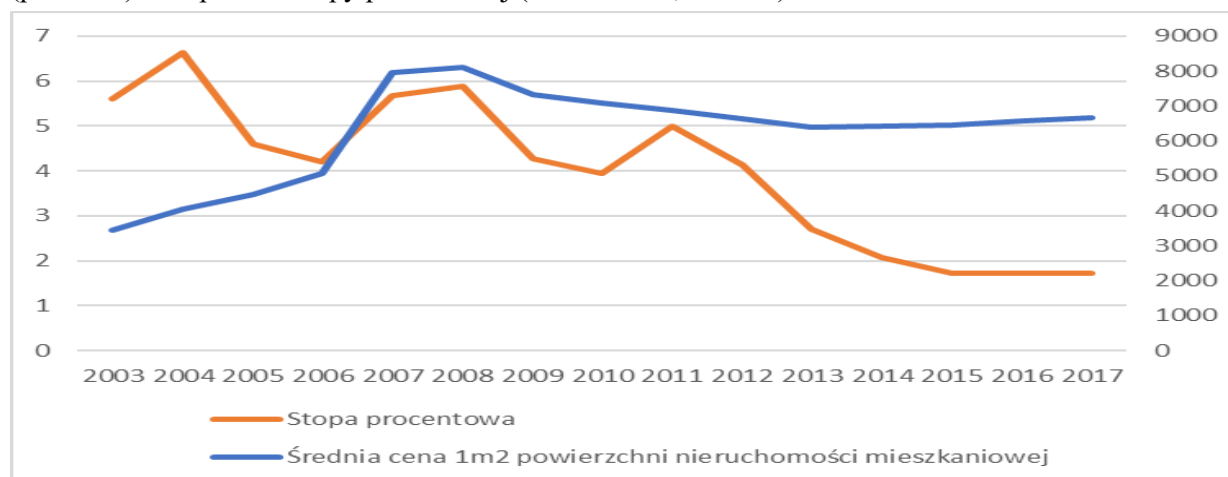
⁶⁵⁸ Reinhart C.M., Reinhart V., *Pride Goes Before a Fall*, Federal Reserve Policy and Asset Markets, Working Paper 16 815, National Bureau of Economic Research, February 2011.

⁶⁵⁹ Dell’Ariccia G., Laeven L., Marquez R., *Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk Taking*, Working Paper 10/276, International Monetary Fund., 2010.

⁶⁶⁰ Przekota G., *Znaczenie stopy procentowej w kształtowaniu koniunktury na rynku nieruchomości*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych, Politechnika Koszalińska, Koszalin 2018, s. 42.

⁶⁶¹ Polska Federacja Rynku Nieruchomości, *Analiza rynkowa komercyjnych nieruchomości inwestycyjnych*. Podręcznik, Warszawa 2007, s. 5-7.

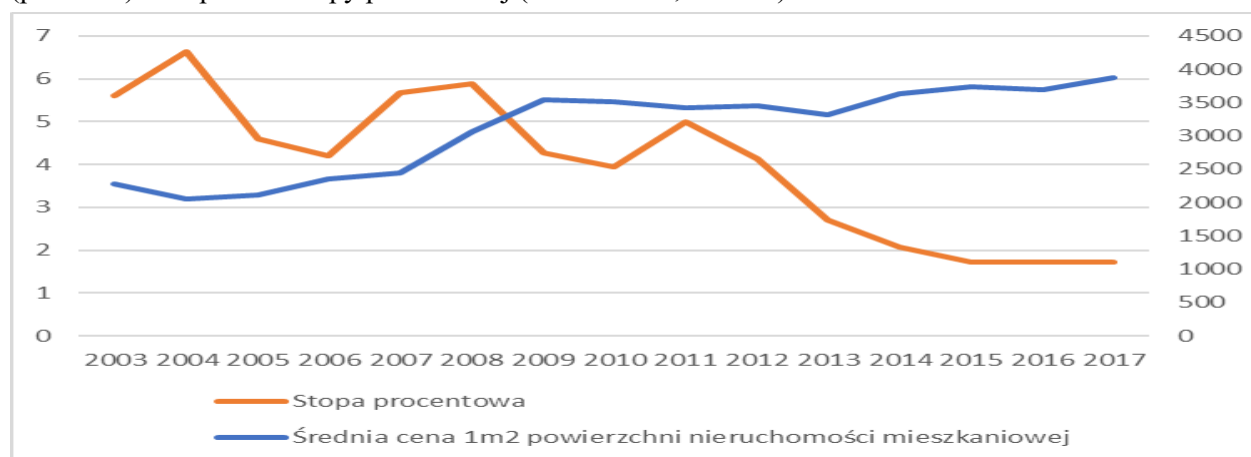
Rysunek 46. Średnia cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku pierwotnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (WIBOR 3M, lewa oś) dla Polski w latach 2003-2017



Źródło: NBP oraz <https://www.bankier.pl/mieszkaniowe/stopy-procentowe/wibor>

Stabilizacja WIBOR 3M od 2015 roku, wzrost wynagrodzeń, coraz lepsze dopasowanie oferty pod względem powierzchniowym oraz utrzymujące się na stabilnym poziomie ceny, zachęcały gospodarstwa domowe do zakupu mieszkań⁶⁶². W 2017 roku obserwowaliśmy w dalszym ciągu ożywienie na pierwotnym rynku nieruchomości mieszkaniowych. Ceny ofertowe i transakcyjne 1 m² mieszkań wykazywały tendencję wzrostową.

Rysunek 47. Średnia cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku wtórnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (WIBOR 3M, lewa oś) dla Polski w latach 2003-2017



Źródło: <https://www.bankier.pl/mieszkaniowe/stopy-procentowe/wibor>

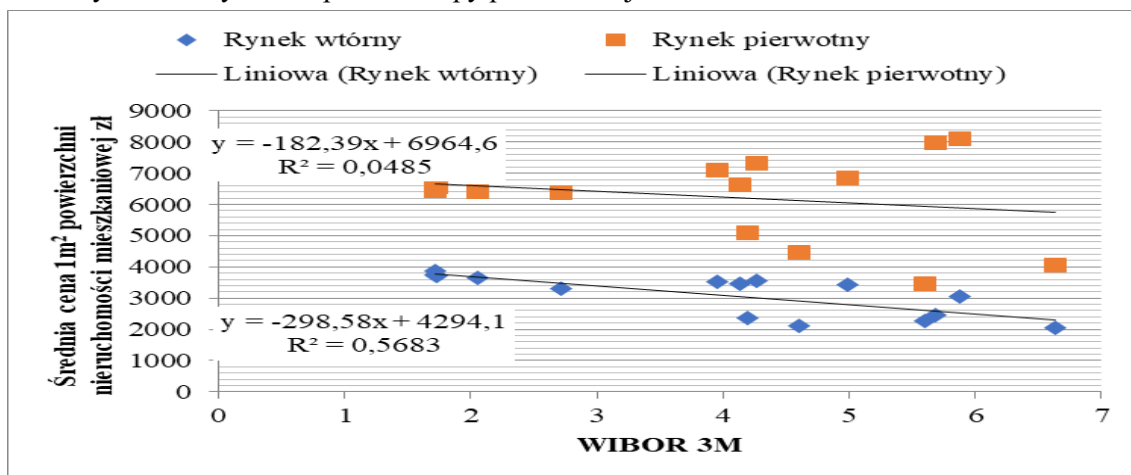
Rysunek 47 przedstawia średnią cenę 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku wtórnym w latach 2003-2017 w Polsce. Ma ona głównie tendencję wzrostową z niewielkimi wahaniami.

⁶⁶² Polański Z., *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, [w:] Albiński P., *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2016.

Od 2013 roku nastąpił wzrost cen, który był spowodowany między innymi niskim poziomem oprocentowania lokat bankowych wynikający z niskiego poziomu stóp procentowych; korzystnymi warunkami na rynku pracy, do których można zaliczyć spadek bezrobocia; wzrostowe tendencje dochodów gospodarstw domowych; działający program 500+; stabilizacja wzrostu cen lokali mieszkalnych; czynnik demograficzny w głównych miastach; przyspieszenie realizacji programu Mieszkanie Plus (planowana nowelizacja ustawy). Również ryzyko związane z instrumentami finansowymi skłania do przesuwania środków na rynek nieruchomości mieszkaniowych, a także średnie czynsze w poszczególnych lokalizacjach nadal będą rosnąć⁶⁶³.

Na rysunku 48 przedstawiono zależność pomiędzy średnią ceną za 1 m² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym a poziomem stopy procentowej WIBOR 3M w Polsce. W przypadku kosztów dla rynku pierwotnego zależność nie posiada cech liniowości. W zakresie stopy procentowej WIBOR 3M występuje znaczna zmienność przeciętnej ceny mieszkania - w zakresie od 4 do 8 tysięcy złotych.

Rysunek 48. Trend dynamiki średniej ceny 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku pierwotnym i wtórnym oraz poziomu stopy procentowej dla Polski w latach 2003-2017



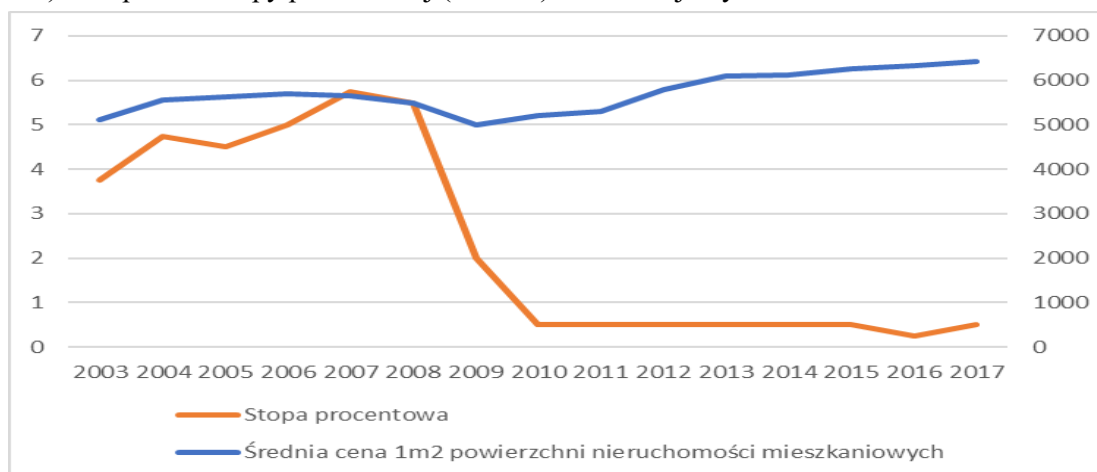
Źródło: <https://www.bankier.pl/mieszkaniowe/stopy-procentowe/wibor>

W przypadku cen 1 m² mieszkania z rynku wtórnego zależność przyjmuje silny liniowy charakter. Wraz ze zmniejszaniem się wskaźnika stopy procentowej WIBOR 3M, wzrasta średnia cena 1 m² mieszkania z poziomu od około 2 tysięcy do 4 tysięcy za 1 m². Wskaźnik determinacji w tym przypadku wynosi $R^2 = 0,568$, ze wskaźnikiem korelacji $r = -0,754$ i istotnością statystyczną $r = 0,001$.

Poniżej przedstawiono analogiczną analizę sytuacji na rynku brytyjskim.

⁶⁶³ Dziwok E., *Strefa euro w obliczu kryzysu: rola Europejskiego Banku Centralnego w kształtowaniu nowej polityki pieniężnej*, Katowice, Wyd. UE w Katowicach 2017.

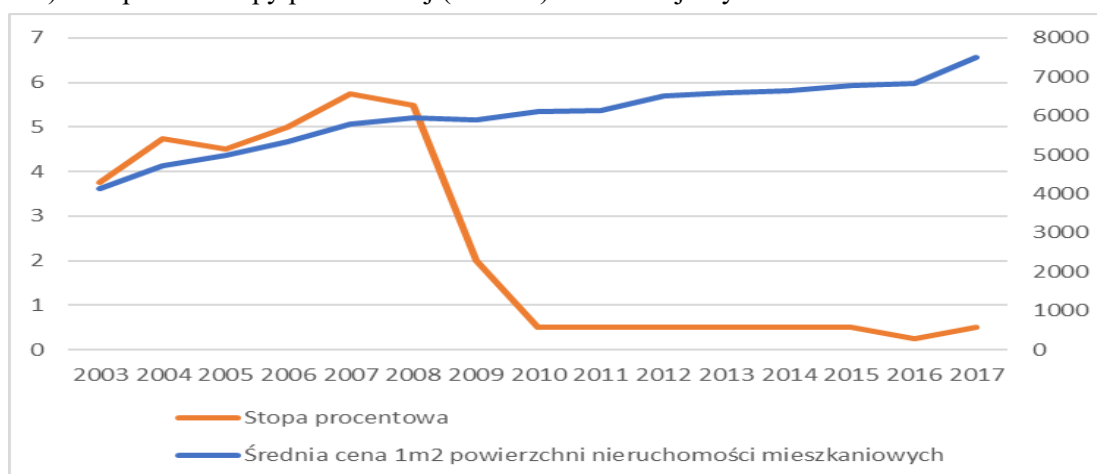
Rysunek 49. Średnia cena 1m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (lewa oś) w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: National Statistics i Mortgage Office Shaftesbury, 2018.

W Wielkiej Brytanii pierwsza połowa lat 2000 ubiegłego wieku cechowała się dobrą koniunkturą w sektorze finansowym i niskimi stopami procentowymi (głównie przed 2003 r.), które przyczyniły się do wzrostu akcji kredytowej. Powszechne stało się zaciąganie kredytów i zabezpieczanie ich spłat hipotekami na nieruchomościach mieszkaniowych. Prowadziło to do sytuacji, gdzie inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe zapewniały stabilny i stosunkowo wysoki dochód⁶⁶⁴.

Rysunek 50. Średnia cena 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (lewa oś) w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: National Statistics i Mortgage Office Shaftesbury, 2018

Na rysunku 50 widać powolny wzrost średniej ceny 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym przez cały badany okres. Jest to spowodowane między

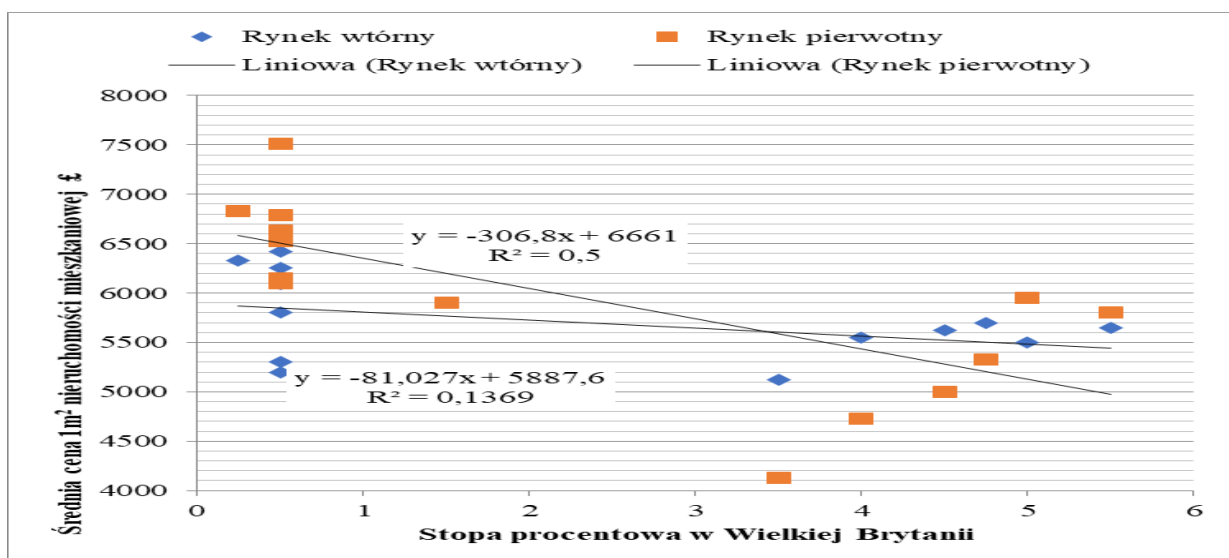
⁶⁶⁴ Endresz M., Harasztosi P., Lieli R., *The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment*, MNB Working Papers, No.2, 2015.

innymi trudnościami deweloperów związanymi z zakupem terenów pod nowe inwestycje; wzrastającymi kosztami budowy (materiały budowlane i wykonawstwo), a także kurczącymi się zasobami pracowników w budownictwie. Bardzo ważnym czynnikiem utrzymującym wysokie ceny na wtórnym rynku nieruchomości mieszkaniowych było rosnące zainteresowanie brytyjskim rynkiem najmu ze strony globalnych funduszy inwestycyjnych⁶⁶⁵.

Na rynku pierwotnym nieruchomości mieszkaniowej (rys. 51) wraz ze zmniejszaniem się stopy procentowej wzrasta średnia cena mieszkania, z poziomu między 4-6 tysięcy funtów i rośnie do poziomu między 5-7,5 tysiąca funtów. Wykazana zależność jest istotna statystycznie ze wskaźnikiem determinacji wynoszącym $R^2 = 0,5$ i ze współczynnikiem korelacji $r = -0,707$, z istotnością statystyczną $p = 0,003$.

W przypadku wartości 1 m² mieszkania na rynku wtórnym nieruchomości mieszkaniowych (rys. 51) średnie poziomy cen są na zbliżonym poziomie, kształtując się pomiędzy 5 tys. funtów a około 6,5 tys. funtów za 1 m². Uzyskana linia trendu jest niemal pozioma a współczynnik determinacji na poziomie $R^2 = 0,137$, współczynnik korelacji $r = -0,370$ z wartością $p = 0,175$.

Rysunek 51. Trend średniej ceny 1 m² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym i wtórnym oraz stopy procentowej dla Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: *National Statistics i Mortgage Office Shaftesbury*, 2018.

Najważniejszym źródłem wzrostu dynamiki budownictwa mieszkaniowego w Wielkiej Brytanii od 2012 roku był łatwy dostęp do kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Przyrostowi kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych sprzyjały stabilne stopy procentowe oraz korzystna sytuacja na rynku pracy przy bardzo dobrych

⁶⁶⁵ Ancyparowicz G., *Wybrane aspekty strategii celu inflacyjnego w teorii i praktyce banków centralnych*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia, Vol. 51, No 6, 2017.

nastrojach konsumentów⁶⁶⁶. Czynnikiem wspierającym dla gospodarstw domowych było również złagodzenie polityki kredytowej przez banki w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych⁶⁶⁷.

Trend dynamiki w zakresie budownictwa mieszkaniowego w stosunku do poziomemu stóp procentowych dla Wielkiej Brytanii wskazuje silną zależność jedynie z trzema punktami odstającymi. Wraz ze wzrostem stóp procentowych w Wielkiej Brytanii wzrasta poziom budownictwa mieszkaniowego. Współczynnik determinacji $R^2=0,613$, a korelacji 0,783 co oznacza silny trend wzrostowy. Uzyskana zależność wskazuje na istotną statystyczną z $p=0,001$.

W obliczu pogarszającej się sytuacji na rynkach finansowych, przejawiającej się zaostrzeniem warunków kredytowych, a także globalnym spadkiem zaufania spowodowanym upadkiem banku Lehman Brothers, w dniu 5 marca 2009 r. Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii (*Monetary Policy Committee*), mając świadomość braku możliwości dalszego oddziaływania za pomocą redukcji stóp procentowych, podjął decyzję o zastosowaniu niekonwencjonalnej metody rozluźnienia polityki pieniężnej za pomocą zwiększania podaży pieniądza. W tym celu po raz pierwszy w Wielkiej Brytanii zdecydowano o wdrożeniu polityki *quantitative easing*, polegającej na skupie aktywów przez bank centralny finansowanym za pomocą podaży pieniądza⁶⁶⁸.

Jedną z najistotniejszych przyczyn wzrostu cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych w ostatnich latach było obniżenie stóp procentowych kredytów i pożyczek hipotecznych. Było to wynikiem zarówno zmian regulacji prawnych - liberalizacji, wzrostu konkurencji między pośrednikami finansowymi, jak i postępu technicznego⁶⁶⁹. Nie bez znaczenia były także czynniki demograficzne oraz socjo-kulturowe, o których była już mowa wcześniej.

⁶⁶⁶ Goodhart Ch. A. E., Ashworth, J. P., *QE: a successful start may be running into diminishing returns*, Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, Issue 4, 2016.

⁶⁶⁷ Glapiński A., *Powrót głównych banków centralnych do łagodzenia polityki pieniężnej*, Bank 11, Warszawa 2019.

⁶⁶⁸ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7926561.stm>

⁶⁶⁹ Grostal i in., *Alternatywne strategie polityki pieniężnej*, NBP, Warszawa 2016.

Rozdział 7.

WPLYW REKOMENDACJI NADZORU FINANSOWEGO NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

7.1. Istota i modele nadzoru finansowego

Nadzór nad rynkiem finansowym to pojęcie bardzo szerokie, na które składa się szereg czynności, których celem jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Nadzór w języku potocznym oznacza m.in. opiekę, kontrolę, czuwanie⁶⁷⁰. Nadzór można rozumieć w ujęciu przedmiotowym jako czynności nadzorcze lub podmiotowym jako organy te czynności wykonujące⁶⁷¹. Nadzór nad rynkiem finansowym obejmuje:

- 1) nadzór bankowy,
- 2) nadzór emerytalny,
- 3) nadzór ubezpieczeniowy,
- 4) nadzór nad rynkiem kapitałowym,
- 5) nadzór nad instytucjami pieniądza elektronicznego,
- 6) nadzór nad agencjami ratingowymi,
- 7) nadzór uzupełniający⁶⁷².

Celem nadzoru finansowego jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego poprzez zapewnienie stabilności systemowej, bezpieczeństwa i przejrzystości banków oraz innych instytucji finansowych, zaufania do systemu finansowego, a także zapewnienie ochrony uczestników tego rynku, jak też sprawnego i wyrazistego systemu prowadzenia transakcji⁶⁷³. Nadzór finansowy dba o przejrzystość, zaufanie do rynku oraz ochrania interesy uczestników rynku finansowego.

Podstawową funkcją nadzoru finansowego jest zapewnienie stabilności systemu finansowego. W tym celu powinien on być pełniony na trzech poziomach:

⁶⁷⁰ Góral L., Karlikowska M., Koperkiewicz-Mordel K., *Polskie prawo bankowe*. LexisNexis, Warszawa 2006, s. 265.

⁶⁷¹ Kaszubski R. W., *Funkcjonalne źródła prawa bankowego*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Warszawa 2006, s. 54.

⁶⁷² Infor.pl: <http://www.infor.pl/prawo/encyklopedia-prawa/n/290692>, Nadzór-nad- rynkiem-finansowym.html/

⁶⁷³ Kuppens T., Prast H., Wesseling E., *Banking Supervision at the Crossroads*, Elgar Publishing, Cheltenham, 2003.

- 1) nadzór mikroostrożnościowy,
- 2) nadzór makroostrożnościowy,
- 3) zapewnienie ochrony konsumentom⁶⁷⁴.

Celem polityki mikroostrożnościowej jest dążenie do stabilności systemu finansowego przez dbanie o bezpieczeństwo działania każdego pojedynczego podmiotu tego systemu. Analiza ryzyka generowanego przez każdy bank oraz poziom jego odporności na niekorzystne zdarzenia w instytucji lub w jej otoczeniu są podstawowymi celami funkcjonowania nadzoru bankowego. Zgodnie z zasadami efektywnego nadzoru, sformułowanymi przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, podstawowym celem nadzoru bankowego – rozumianego jako nadzór mikroostrożnościowy – jest promowanie bezpiecznego i zdrowego działania banków i sektora bankowego⁶⁷⁵.

Bezpieczeństwo działania poszczególnych banków jest z pewnością warunkiem istotnym dla stabilności całego sektora bankowego czy szerzej – sektora finansowego. Oczywiście bezpieczne działanie banku jako warunek stabilności całego sektora odnosi się do największych podmiotów, mających kluczowe znaczenie na danym rynku finansowym. Upadłość pojedynczych mniejszych instytucji bankowych na danym rynku, mających nieduży udział w rynku usług finansowych, nie musi stanowić zagrożenia dla stabilności sektora bankowego. Stąd w polityce mikroostrożnościowej powinna być stosowana zasada proporcjonalności, zgodnie z którą zdecydowanie więcej uwagi i środków powinno się poświęcać analizie bezpieczeństwa funkcjonowania banków najważniejszych na danym rynku finansowym⁶⁷⁶.

Dotychczasowa praktyka wskazuje, że nadzór mikroostrożnościowy może być usytuowany albo w banku centralnym, albo jako odrębna instytucja. Zasady efektywnego nadzoru nie rozstrzygają tej kwestii. Wskazują one jedynie na takie elementy jak: konieczność zachowania niezależności nadzoru, określenie kadencji szefa i członków jego kierownictwa, wysoki profesjonalizm i wiarygodność pracowników, konieczność dysponowania odpowiednimi środkami dla sprawowania efektywnego nadzoru⁶⁷⁷.

W przeszłości nadzór mikroostrożnościowy był usytuowany najczęściej w banku centralnym. Następnie dominującą tendencją było tworzenie odrębnego podmiotu nadzorczego poza strukturą banku centralnego i połączenie go z innymi segmentami nadzoru nad rynkiem finansowym. Po ostatnim kryzysie finansowym nadzór bankowy w wielu krajach powrócił

⁶⁷⁴ Szpunar P.J., *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, Zeszyt nr 278, NBP, Warszawa 2012, s. 5.

⁶⁷⁵ BCBS, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, BCBS, September 2012, s. 21.

⁶⁷⁶ Zygierewicz M., *Mikro- i makroostrożnościowa polityka nadzorcza względem sektora bankowego – potencjalne obszary konfliktów i sposoby ich minimalizacji*, Annales H – Oeconomia, UMCS, 2016, s. 206.

⁶⁷⁷ BCBS, *Core Principles for Effective....*, s. 22-23.

jednak do banku centralnego. Spektakularnym przykładem tej tendencji jest ustanowienie instytucji nadzoru nad bankami strefy euro w Europejskim Banku Centralnym. Oczywiście ustanowienie nadzoru bankowego w banku centralnym musi się wiązać z odseparowaniem tej działalności od realizacji polityki monetarnej⁶⁷⁸.

W zakresie sprawowania nadzoru mikroostrożnościowego uwaga musi być skoncentrowana na bezpieczeństwie funkcjonowania każdej instytucji finansowej, spełnianiu wszystkich norm bezpiecznego działania przez każdy podmiot i na bezpieczeństwie depozytów zgromadzonych w tych instytucjach. W konsekwencji dbanie o bezpieczeństwo poszczególnych instytucji kredytowych prowadzi do poprawy bezpieczeństwa całego sektora bankowego. Z tego względu nadzór mikroostrożnościowy ma charakter bardziej bezpośredni i wiąże się ze sprawowaniem bieżącej kontroli nad działaniem wszystkich nadzorowanych banków. Należy zauważyć, że wyłączną domeną nadzoru mikroostrożnościowego są uprawnienia licencyjne dla banków, polegające przede wszystkim na wydawaniu zgód na: prowadzenie działalności bankowej, wykonywanie praw z akcji przez ich właścicieli oraz powołanie prezesa i jednego wiceprezesa banku. Nakładanie sankcji administracyjnych na banki w zakresie nadzoru także jest przywilejem nadzoru mikroostrożnościowego. Nadzór makroostrożnościowy nie ingeruje w te obszary, gdyż nie mają one zasadniczego znaczenia z punktu widzenia realizacji postawionych przed nim celów o charakterze makroekonomicznym⁶⁷⁹.

Oprócz uprawnień licencyjnych i sankcyjnych największą rolę w polityce ostrożnościowej odgrywają wymogi kapitałowe i płynnościowe. Do zadań nadzoru mikroostrożnościowego należy egzekwowanie od banków podstawowych wymogów kapitałowych nałożonych na mocy ogólnych regulacji bankowych, a także prawo nakładania dodatkowych wymogów służących dostosowaniu wysokości kapitału do wielkości ryzyka podejmowanego przez bank. Ten ostatni wymóg może mieć zróżnicowany charakter w praktyce. Po pierwsze, może to być zwiększenie wymogu kapitałowego w wyniku indywidualnego przeglądu i oceny nadzorczej BION. Po drugie, nadzór ma prawo podwyższyć wagę ryzyka z tytułu określonych rodzajów ekspozycji kredytowych. Po trzecie wreszcie, nadzór mikroostrożnościowy ma możliwość zwiększenia wymogu kapitałowego w sposób zindywidualizowany każdemu bankowi w ramach tzw. filaru II, jeśli uzna on, że konkretny bank podejmuje wyższe ryzyko w swojej działalności⁶⁸⁰.

⁶⁷⁸ Zygierewicz M., *Mikro- i makroostrożnościowa...*, s. 210.

⁶⁷⁹ Ibidem, s. 207-211.

⁶⁸⁰ Ibidem, s. 211.

Nadzór mikroostrożnościowy koncentruje się na zapewnieniu ochrony uczestnikom systemu finansowego. Odnosi się to przede wszystkim do praktyk stosowanych przez podmioty finansowe. Instytucja nadzorująca sprawdza, czy:

- podmioty rynku finansowego nie prowadzą niedozwolonych działań,
- działają etycznie,
- informują swoich klientów o ryzyku, jakie ponoszą i kosztach jego obsługi,
- podmioty działają zgodnie z obowiązującymi przepisami⁶⁸¹.

Z racji złożoności systemu bankowego, a także istnienia wzajemnych silnych powiązań między jego uczestnikami, bezpieczne działanie poszczególnych podmiotów nie musi gwarantować stabilności systemu jako całości⁶⁸². Polityka makroostrożnościowa miałaby się przyczyniać do zapewnienia stabilności finansowej przez zapobieganie narastaniu nierównowag i ryzyka systemowego, a nie tylko przez wzmacnianie odporności sektora na szoki⁶⁸³.

W opinii Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego w sprawie mandatu dla polityki makroostrożnościowej wskazuje się, że celem tej polityki ma być ochrona stabilności systemu finansowego jako całości, rozumiana także jako zapewnienie trwałego wkładu sektora finansowego do wzrostu gospodarczego⁶⁸⁴.

Tak rozumiana polityka makroostrożnościowa jest oddziaływaniem zdecydowanie szerszym niż polityka mikroostrożnościowa, która koncentruje swoją uwagę głównie na samym sektorze bankowym czy szerzej – finansowym. Natomiast w zakresie zainteresowań polityki makroostrożnościowej zwraca się silniejszą uwagę na relacje istniejące między sektorem finansowym i gospodarką realną oraz na ryzyko systemowe, rozumiane także jako ryzyko zakłóceń powstające poza systemem finansowym⁶⁸⁵.

W tabeli 55 przedstawiono najważniejsze wymagania strategiczne dotyczące kształtowania nadzoru makroostrożnościowego.

Pierwszą kwestię strategiczną stanowi instytucjonalna organizacja nadzoru makroostrożnościowego. Nie jest możliwe stworzenie jej optymalnego modelu, niemniej wiele instytucji międzynarodowych opracowało w ostatnich latach swoje wytyczne w tym zakresie⁶⁸⁶, podkreślając przede wszystkim konieczność precyzyjnego wskazania instytucji od-

⁶⁸¹ Lechowicz T., *Nadzór nad rynkami finansowymi w Unii Europejskiej*, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Olsztyn 2016, s. 16.

⁶⁸² Hanson S., Kashyap A., Stein J., *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, No. 1, 2011, s. 3-28.

⁶⁸³ Szpunar P. J., *Rola polityki makroostrożnościowej...*, s. 9.

⁶⁸⁴ ERRS, *Zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych*, Dz.Urz. UE, nr 41.

⁶⁸⁵ Szpunar P. J., *Rola polityki makroostrożnościowej...*, s. 12.

⁶⁸⁶ Znajdują się one w rekomendacjach Banku Rozliczeń Międzynarodowych (BIS 2010), Międzynarodowego

powiedzialnej za nowy poziom nadzoru. Powinna ona posiadać wyraźnie zdefiniowany cel działalności i zakres kompetencji, zagwarantowaną niezależność, a także dysponować odpowiednimi mechanizmami umożliwiającymi komunikację oraz koordynację działań z polityką mikroostrożnościową, monetarną i fiskalną⁶⁸⁷.

Tabela 55. Wymagania strategiczne odnośnie do kształtowania nadzoru makroostrożnościowego

Wymagania dla instytucji nadzoru finansowego	Instrumentarium nadzorcze – wymagania
Tworzenie organu nadzorczego, Wyposażenie w kompetencje adekwatne do działań, Zapewnienie niezależności i odpowiedzialności demokratycznej, Koordynacja działań na poziomie krajowym i międzynarodowym, Zapewnienie dostępu do informacji.	Opracowanie systemu regulacji nadzorczych, Opracowanie mierników pozwalających ocenić ryzyko i sygnalizujących konieczność użycia narzędzi, Minimalna interakcja narzędzi z instrumentami innych polityk.

Źródło: Dudkiewicz B., Szyszko M., *Współczesna polityka pieniężna, perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa 2017, s. 49.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy wyróżnił przy tym trzy główne modele organizacji nadzoru makroostrożnościowego:

Model 1: mandat makroostrożnościowy powierzony jest bankowi centralnemu. Umieszczenie nadzoru w banku centralnym wydaje się naturalnym wyborem, gdy pełnione są już funkcje nadzorcze w zakresie nadzoru mikroostrożnościowego. Jeden ośrodek decyzyjny może wówczas zapewnić spójność komunikatów wysyłanych rynkowi finansowemu.

Model 2: mandat makroostrożnościowy powierzony jest organowi kolegialnemu utworzonemu w strukturach banku centralnego. Międzyinstytucjonalne ciało kolegialne składa się z przedstawicieli krajowych instytucji siatki bezpieczeństwa finansowego. Możliwe jest również zaangażowanie ekspertów z zewnątrz. Mimo udziału w organie kolegialnym reprezentantów wielu instytucji, istotny wpływ na jego decyzje ma zwykle bank centralny⁶⁸⁸.

Model 3: mandat makroostrożnościowy powierzony jest organowi kolegialnemu utworzonemu poza strukturami banku centralnego. Model 3 różni się od poprzedniego tym, że polityka monetarna i makroostrożnościowa nie znajdują się w tej samej instytucji, co po-

Funduszu Walutowego (IMF, 2011; 2013a; 2013b) czy Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB, 2012).

⁶⁸⁷ Dudkiewicz B., Szyszko M., *Współczesna polityka pieniężna, perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa 2017, s. 49.

⁶⁸⁸ Bank centralny najczęściej ma liczącą przewagę swoich przedstawicieli w organie makroostrożnościowym, a prezesowi BC powierza się funkcję przewodniczącego oraz przyznaje się głos rozstrzygający. Ponadto bank centralny przygotowuje analizy dla organu makroostrożnościowego i prowadzi sekretariat organu kolegialnego.

zwala na oddalenie potencjalnego konfliktu między nimi, związanego z różnymi celami obu polityk⁶⁸⁹.

W odniesieniu do nadzoru makroostrożnościowego nie określono jednolitej zasady jego umiejscowienia. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego wskazuje jedynie, że wiodąca rola w tym nadzorze powinna przypadać krajowym bankom centralnym, ponieważ dysponują one wiedzą ekspercką i spoczywają na nich obowiązki w dziedzinie stabilności finansowej⁶⁹⁰. Taka też jest zwykle praktyka międzynarodowa w tym względzie. Trzeba jednak zaznaczyć, że również w tym przypadku nadzór makroostrożnościowy musi być odseparowany od zadań związanych z realizacją polityki monetarnej i od nadzoru mikroostrożnościowego, jeśli jest on usytuowany w banku centralnym. Przykładem takiego oddzielenia może być odseparowanie jednolitego nadzoru nad bankami w EBC od Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego⁶⁹¹.

Koncepcja sprawowania nadzoru makroostrożnościowego jest stosunkowo nowa. Jedne z pierwszych wskazań w odniesieniu do podziału zadań między politykę mikro i makroostrożnościową zostały poczynione na początku XXI w. Można odnaleźć je w opracowaniach A. Crocketta [2000] czy C. Borio [Borio, Furfine, Lowe, 2000]⁶⁹². Prace nad koncepcją nadzoru makroostrożnościowego uległy wyraźnemu przyspieszeniu po wybuchu kryzysu na rynkach finansowych w 2008 r. Od tego momentu temat ten stał się bardzo popularny, a koncepcja sprawowania tego nadzoru była aktywnie rozwijana między innymi przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) i Bazylejski Komitet Nadzorców Bankowych. W praktyce postęp we wdrażaniu tej polityki jest zróżnicowany w różnych krajach świata. Trzeba jednak przyznać, że do chwili obecnej w środowisku naukowym i w świecie polityki nie został wypracowany konsensus dotyczący wszystkich aspektów polityki makroostrożnościowej⁶⁹³.

Narzędzia uznane za prerogatywy nadzoru makroostrożnościowego są określane w sposób zdecydowanie mniej precyzyjny⁶⁹⁴. Za podstawowe narzędzie zgodnie uznaje się możliwość nakładania na banki obowiązku tworzenia buforu antycyklicznego, czyli dodatkowego

⁶⁸⁹ MF, *Promoting a more secure and stable global economy*, Annual Report, 2013, s. 3.

⁶⁹⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (Dz.Urz. UE, C 58), s. 4.

⁶⁹¹ Zygierewicz M., *Mikro- i makroostrożnościowa...*, s. 210.

⁶⁹² Ibidem, s. 207.

⁶⁹³ Galati G., Moessner R., *Macroprudential Policy a Literature Review*, BIS Working Papers, No. 337, 2011, s. 7-8.

⁶⁹⁴ IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, IMF, Washington 2013, s. 19.

wymogu kapitałowego ustanawianego na różnym poziomie w zależności od fazy cyklu gospodarczego. Inne instrumenty o charakterze kapitałowym nie są już traktowane przez wszystkich autorów jako będące wyłączną domeną nadzoru makroostrożnościowego. Ten nadzór może mieć uprawnienie do nakładania na banki buforów kapitałowych wymienionych w dyrektywie *CRD IV*⁶⁹⁵, takich jak bufor zabezpieczający i bufor systemowy, ale dyrektywa nie wskazuje jednoznacznie, że muszą one być wyznaczane przez organ odpowiedzialny za nadzór makroostrożnościowy. Możliwe jest także stosowanie innych instrumentów.

Drugim rodzajem narzędzi makroostrożnościowych są instrumenty związane z polityką zarządzania płynnością w bankach. Tu też jednak nie ma konsensusu w zakresie narzędzi dostępnych dla tej polityki. Przykładowo można wymienić wskaźniki *LCR*⁶⁹⁶ i *NSFR*⁶⁹⁷, które zasadniczo zalicza się do norm polityki mikroostrożnościowej⁶⁹⁸. Jednakże antycykliczne warianty w normach *LCR* i *NSFR*, są traktowane jako narzędzia nadzorcze makroostrożnościowe. Trzecią kategorią narzędzi nadzorczych są instrumenty odnoszone do aktywów bankowych. Wymienia się w tej kategorii takie ograniczenia regulacyjne jak dopuszczalny poziom *LtV* oraz *DTI*. Są one w praktyce wykorzystywane zarówno w polityce mikro-, jak i makroostrożnościowej. Często uzasadnia się ich wprowadzenie dążeniem do ograniczania ryzyka systemowego w sektorze gospodarstw domowych. Polegają one na zaostrzeniu warunków kredytowania klientom tego sektora⁶⁹⁹.

Przedstawione porównanie nadzoru mikroostrożnościowego i makroostrożnościowego (tab. 56) sugeruje, że oba nadzory powinny się wzajemnie uzupełniać. Stosowanie obu nadzorów jednocześnie jest konieczne, ponieważ nadzór mikroostrożnościowy nie uwzględnia powiązań pomiędzy instytu-

⁶⁹⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, Dz.Urz. UE, nr L 176.

⁶⁹⁶ Bank odznaczający się satysfakcjonującym poziomem *LCR* to instytucja posiadająca nieobciążone, płynne aktywa odznaczające się niskim ryzykiem kredytowym o wartości adekwatnej do pokrycia prognozowanego odpływu środków (netto) w ciągu 30-dniowego okresu napięć rynkowych. Celem wprowadzenia *LCR* było pobudzenie banków do takiej przebudowy struktur swoich bilansów, aby we wspomnianym okresie napięć płynnościowych nie doszło do zbyt dużego obciążenia banku centralnego zadaniem podtrzymywania płynności w poszczególnych bankach. Niedziółka P., *Analiza potencjalnych korzyści i negatywnych konsekwencji wdrożenia norm LCR i NSFR w bankach europejskich*, SGH, Warszawa 2015, s. 210.

⁶⁹⁷ *NSFR* ma na celu pomiar stopnia pokrycia aktywów i pozycji pozabilansowych stabilnymi źródłami finansowania. Instytucja kredytowa powinna zapewnić sobie źródła długoterminowego finansowania (tj. przynajmniej rocznego), aby pokryć ryzyko płynności związane z aktywami i pasywami ważonymi czynnikami ryzyka. Celem wprowadzenia *NSFR* jest zmiana struktury finansowania działalności bankowej z opartej o krótkoterminowe, odnawialne depozyty w większym stopniu bazującą na średnioterminowych i długoterminowych źródłach. Niedziółka P., *Perspektywy wdrożenia międzynarodowych norm płynności dla banków*, SGH, Warszawa 2015, s. 40.

⁶⁹⁸ *Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments*, CGFS Papers, No. 48, 2012, s. 24.

⁶⁹⁹ *Ibidem*, s. 11.

cjami finansowymi, natomiast nadzór makroostrożnościowy nie jest skuteczny bez wiedzy na temat charakterystyki jego poszczególnych elementów.

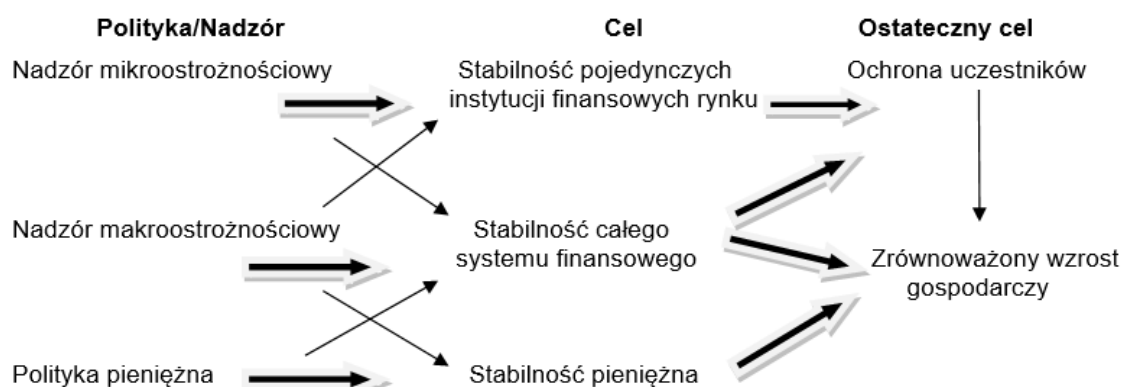
Tabela 56. Porównanie nadzoru mikroostrożnościowego i makroostrożnościowego

Wyszczególnienie	Nadzór mikroostrożnościowy	Nadzór makroostrożnościowy
Cel bezpośredni	Ograniczenie zagrożenia dla pojedynczej instytucji	Ograniczenie zagrożenia dla całego systemu finansowego
Cel ostateczny	Ochrona deponentów i inwestorów (uczestników rynku)	Zmniejszanie zagrożenia kryzysami ekonomicznymi
Wzajemne powiązania pomiędzy instytucjami finansowymi	Mniej ważne	Ważne
Perspektywa zagrożenia dla stabilności finansowej	Z punktu widzenia ryzyka dla pojedynczej instytucji finansowej (down-up)	Z punktu widzenia zagrożenia dla stabilności całego systemu finansowego (up-down)
Przedmiot analizy	Pojedyncze instytucje finansowe – informacje indywidualne	Pełny system finansowy – dane zagregowane
Perspektywa czasowa analizy	Badania oparte na przeszłości	Badania skierowane na przyszłość

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Borio C., *Implementing a macroprudential framework; Blending boldness and realism*, BIS, 2010, s. 18.

Odpowiednia struktura instytucjonalna powinna tworzyć całość pomiędzy poszczególnymi celami oraz powinna rozwiązywać problemy w sposób właściwy i przejrzysty.

Rysunek 52. Ramy polityki pieniężnej oraz nadzoru mikro- i makroostrożnościowego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Kabza M., *Rola banków centralnych w ochronie konsumentów na rynku finansowym*, Politechnika Warszawska, Warszawa 2013, s. 18.

Na rysunku 52 zostały przedstawione ramy polityki pieniężnej, nadzoru makroostrożnościowego i mikroostrożnościowego. Każda polityka oraz nadzór ma pierwszorzędny wpływ na swój bezpośredni cel i drugorzędny wpływ na inne cele. Linie pogrubione wskazują cel główny, cienkie – wpływ drugorzędny.

Działania polityki pieniężnej (stabilność cenowa) oraz nadzór makroostrożnościowy (stabilność finansowa) są równie ważne i wpływają na całą gospodarkę i jego zrównoważony wzrost. Jednakże stabilność finansowa jest pochodna stabilności indywidualnych instytucji finansowych co jest celem nadzoru mikroostrożnościowego.

Zdaniem ekspertów z MFW usytuowanie organu nadzoru zintegrowanego w banku centralnym lub poza nim nie ma istotnego wpływu na jakość sprawowanego nadzoru⁷⁰⁰. Bardzo istotnym zagadnieniem jest efektywność działania instytucji nadzorczych oraz niepodleganie wpływom politycznym.

Zintegrowany nadzór sprzyja poprawie komunikacji oraz wymianie informacji, koordynacji i współpracy, które umożliwiają efektywniejszą realizację funkcji nadzorczych⁷⁰¹. Huza- rek uważa, że dość ważne jest umiejscowienie nadzoru finansowego poza bankiem centralnym, dzięki czemu pozwala to na zachowanie niezależności oraz wykonywanie przez nadzór funkcji w sposób autonomiczny. Tylko pełna niezależność organu nadzoru gwarantuje właściwe wykonanie jego roli i wszystkich zadań, a także spełnienie wymogów stawianych nadzorcom, tj. ich całkowitej niezależności zarówno w sensie usytuowania, jak i powiązań funkcjonalnych. Skuteczność zarządzania ryzykiem systemu finansowego wymaga, aby nadzór był także niezależny od władzy monetarnej i dlatego też powiązanie instytucjonalne nadzoru nad rynkiem finansowym z wewnętrznymi decyzjami organów konstytucyjnych banku centralnego nie jest wskazane⁷⁰².

Z drugiej zaś strony, wielu autorów podkreśla konieczność zaangażowania banku centralnego w działania nadzoru bankowego, niezależnie od specyfiki kraju. Niektórzy uznają nawet, że separacja nadzoru bankowego od banku centralnego jest niebezpieczna, a kraje, które wprowadziły nadzór zintegrowany poza bankiem centralnym, popełniły błąd. Za zapewnieniem zaangażowania banku centralnego w sprawowanie nadzoru bankowego przemawia wiele argumentów. Głównym argumentem przemawiającym za łączeniem funkcji polityki pieniężnej i nadzoru bankowego w banku centralnym jest dbałość i współodpowiedzialność banku centralnego za stabilność całego systemu finansowego w kraju⁷⁰³.

Stabilność finansowa i stabilność cen określane są jako uzupełniające się – a nie konkurencyjne – cele polityki banków centralnych. Podstawą analiz stabilności systemu bankowego jest dostęp do danych indywidualnych banków, które posiada nadzór. Do formułowania trafnych wniosków odnośnie do stabilności sektora bankowego, oprócz danych ilościowych, niezbędne są również informacje jakościowe pochodzące z inspekcji, ankiet, korespondencji czy spotkań z przedstawicielami banków. Ponadto umiejscowienie nadzoru bankowego w banku

⁷⁰⁰ Čihák M., Podpiera R., *Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial*, 2006, s. 13-15.

⁷⁰¹ Łasak P., *Model przyszłości*, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 10, Warszawa 2006, s. 21.

⁷⁰² Huzarek A., *Integracja jest potrzebna*, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 9, Warszawa 2006, s. 12-13.

⁷⁰³ Mayer L.H., *An Agenda for Bank Supervision and Regulation*, Remarks before the Institute of International Bankers Annual Breakfast Dialogue, Washington 1999, s. 106.

centralnym daje gwarancję sprawnego przepływu informacji pomiędzy funkcjami sprawowanymi przez bank centralny⁷⁰⁴.

Zyskuje na tym zarówno polityka pieniężna banku centralnego, która dysponuje wówczas szerszą wiedzą nt. kondycji banków, jak i polityka nadzorcza, która może wykorzystywać wiedzę na temat sytuacji makroekonomicznej.

Nadzór zintegrowany ma swoje zalety, jak i wady. Do najistotniejszych przesłanek przemawiających za przyjęciem takiego modelu nadzoru można zaliczyć:

- konieczność integracji nadzoru w odpowiedzi na powstawanie coraz bardziej złożonych produktów i usług finansowych oraz konglomeratów finansowych, zacieranie się granic pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku finansowego,
- zintegrowany nadzór nad rynkiem finansowym posiada większy status w strukturze instytucjonalnej kraju niż pojedyncze nadzory nad poszczególnymi segmentami rynku,
- integracja nadzorów pozwala uniknąć powtarzania i pokrywania się kompetencji poszczególnych instytucji nadzorczych oraz zwiększa przejrzystość odpowiedzialności, celów działalności oraz obowiązującego prawa,
- wprowadzenie nadzoru zintegrowanego pozwala osiągnąć korzyści skali i efektywne wykorzystywanie dostępnych środków⁷⁰⁵.

Jako istotne argumenty przeciw wdrożeniu nadzoru zintegrowanego można wskazać:

- poszczególne segmenty rynku finansowego charakteryzują się swoją specyfiką, w tym różnymi profilami ryzyka i układem sprawozdawczości, co znacznie utrudnia nadzorowanie na jednolitych zasadach,
- korzyści skali mogą okazać się znikome i nadzorca zintegrowany może nie być bardziej efektywny od kilku wyspecjalizowanych i samodzielnych instytucji,
- integracja nadzorów wiąże się z problemami natury legislacyjnej oraz trudnościami wprowadzenia nowych, zintegrowanych systemów informatycznych,
- ewentualne zmiany w zakresie organizacji nadzoru nie wspomagają procesu implementacji regulacji dotyczących określonych rynków⁷⁰⁶.

Wszystkie kraje, które zdecydowały się na integrację nadzoru finansowego, robiły to głównie ze względu na zacieranie się granic między sektorami bankowym, ubezpieczeniowym i rynkiem papierów wartościowych. Wychodzono bowiem z założenia, iż ze względu na bliskie powiązania między instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, funduszami

⁷⁰⁴ Kierska-Woźny E. M., *Porównanie i ocena funkcjonowania...*, s. 114-129.

⁷⁰⁵ Zaleska M., *Nadzór nad rynkiem finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem nadzoru bankowego*, SGH, Warszawa 2012, s. 59.

⁷⁰⁶ Ibidem, s. 60.

inwestycyjnymi oraz funduszami emerytalnymi, a także wobec zacierania się granic między tymi sektorami i związanym z tym procesem wyzwań, zintegrowany nadzór nad rynkami finansowymi lepiej sobie z nimi poradzi niż kilka instytucji nadzorczych, których kompetencje są ograniczone do poszczególnych segmentów rynku⁷⁰⁷.

7.2. Model nadzoru finansowego funkcjonujący w Polsce

W dniu 21 grudnia 2007 r. w Polsce został podpisany dokument pomiędzy Ministrem Finansów, Prezesem Narodowego Banku Polskiego (NBP) oraz Przewodniczącym Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) w sprawie współpracy na rzecz wspierania stabilności krajowego systemu finansowego. Przedmiotowe porozumienie powołało Komitet Stabilności Finansowej oraz określiło zasady współdziałania stron tego porozumienia w celu wytworzenia mechanizmów znajdujących zastosowanie na wypadek kryzysu finansowego. Podpisanie porozumienia miało również być odpowiedzią na ideę tworzenia efektywnych krajowych systemów zarządzania w sytuacjach kryzysowych w krajach członkowskich UE. Ponadto, również w grudniu 2007 r., NBP i KNF podpisały umowę określającą zasady współpracy oraz wymiany informacji. Podpisanie tej umowy miało na celu płynne przekazanie struktur Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego z NBP do KNF i miało zagwarantować jak najlepszą współpracę pomiędzy tymi instytucjami. Umowa miała także umożliwić efektywny, wzajemny dostęp do danych, opinii i analiz niezbędnych obu instytucjom do realizacji ich zadań ustawowych oraz tworzenie grup opiniodawczo-doradczych do wypracowywania wspólnych stanowisk w kwestiach związanych z realizacją ustawowych zadań obu organów⁷⁰⁸.

W Polsce nadzór makroostrożnościowy został wzmocniony nową ustawą o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, która weszła w życie 1 listopada 2015 roku. Nadzór ten obejmuje identyfikację, ocenę i monitorowanie ryzyka systemowego, powstającego w instytucjach i na rynkach finansowych lub w ich otoczeniu oraz działanie na rzecz wyeliminowania lub ograniczenia tego ryzyka. Ustawa zmieniła też dotychczasowe zadania i uprawnienia Ministra Finansów, NBP, KNF i BFG, dotyczące monitorowania i przeciwdziałania ryzyku systemowemu na rynku finansowym. Ponadto wprowadziła nowe wymogi kapitałowe dla banków, które stanowią bufor bezpieczeństwa na wypadek wystąpienia ryzyka zakłócenia w funkcjonowaniu banku i całego sektora bankowego. Wdrożenie postanowień ustawy było kluczowe dla bezpieczeństwa

⁷⁰⁷ Federowicz M., *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2013.

⁷⁰⁸ Kierska-Woźny E. M., *Porównanie i ocena funkcjonowania...*, s. 114-129.

funkcjonowania rynku finansowego, w tym szczególnie sektora bankowego. Organem odpowiedzialnym za nadzór makroostrożnościowy i zarządzanie kryzysowe stał się Komitet Stabilności Finansowej (KSF). Gdy KSF zajmuje się kwestiami nadzoru makroostrożnościowego na jego czele stoi Prezes NBP. Członkami są: Minister Finansów, Przewodniczący KNF i Prezes Zarządu BFG⁷⁰⁹.

Do uprawnień KSF należy również wydawanie rekomendacji, których adresatami mogą być wchodzące w skład Komitetu: NBP, MF, KNF, BFG. Zasięg działania KSF jest szerszy od KNF, ponieważ KNF jako nadzorca mikroostrożnościowy, wydaje swoje rekomendacje jedynie do instytucji finansowych. W swoich rekomendacjach KSF wskazuje poszczególnym adresatom konieczność podjęcia pewnych działań mających na celu ograniczenia ryzyka systemowego. Polecenia wydawane przez KSF mogą zawierać szczegółowe daty realizacji zaleceń⁷¹⁰.

Od 1 stycznia 2014 roku w Polsce obowiązują zasady określone w unijnym *pakiecie CRD IV/CRR*, który stworzono w odpowiedzi na załamanie w sektorze bankowym w czasie kryzysu. Pakiet składa się z dyrektywy *CRD*, która wymaga stopniowego wdrażania jej postanowień do systemu danego państwa oraz z rozporządzenia *CRR* wprowadzanego do rozwiązań krajowych w całości i stosowanego bezpośrednio⁷¹¹.

Konsekwencją wprowadzania pakietu *CRD IV/CRR* w polskim systemie bankowym jest zobligowanie banków do utrzymywania współczynnika Tier 1⁷¹² co najmniej na poziomie 9% oraz do utrzymywania współczynnika wypłacalności co najmniej na poziomie 12%⁷¹³. Ponadto konsekwencją pakietu *CRDIV/CRR* jest to, że płynność banków ma być zabezpieczona i monitorowana w oparciu o dwa wskaźniki, których była już mowa, tj.:

- płynności krótkoterminowej (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR),
- płynności strukturalnej (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR).

⁷⁰⁹ NIK, *Bezpiecznie jak w Banku, NIK o stabilności sektora bankowego*, Warszawa 2018.

⁷¹⁰ <https://www.nbp.pl/nadzormakroostroznosciowy/komitet.aspx>

⁷¹¹ Brzozowski M., *CRDIV, CRR – instrumenty makroostrożnościowe*, NBP, Warszawa 2014, s. 3.

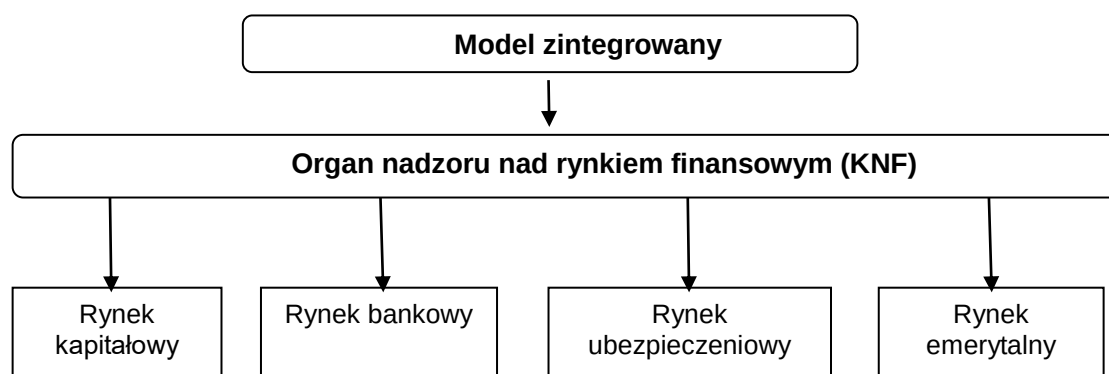
⁷¹² Kapitał Tier 1 – służy do pokrywania strat w warunkach wypłacalności banku. Kapitał taki pozwala bankowi kontynuować normalną działalność i zapewnia mu płynność finansową. Jakościowo najlepszy kapitał Tier 1 jest nazywany zwykle „kapitałem podstawowym Tier 1” (CET1). Kapitał Tier 2 – służy do pokrywania strat w warunkach utraty wypłacalności banku. Pozwala bankowi spłacić deponentów i uprzywilejowanych wierzycieli, gdy bank przestał być wypłacalny. A. Kawulski, B. Smykła, *Nadzorcze normy ostrożnościowe według znowelizowanej ustawy Prawo bankowe na tle regulacji Unii Europejskiej*, NBP, 2017.

⁷¹³ Współczynnik wypłacalności (adekwatności kapitałowej) wyraża stosunek kapitałów własnych netto banku do wartości aktywów i pozycji pozabilansowych ważonych ryzykiem. Współczynnik wypłacalności banku stanowi rodzaj normy ostrożnościowej wykorzystywany przy działaniach nadzorczych w stosunku do instytucji kredytowych (np. banków). Przy obliczaniu wartości współczynnika wypłacalności poszczególnym pozycjom aktywów i pozycjom pozabilansowym przydziela się stopnie ryzyka kredytowego, wyrażone jako wagi procentowe. Wartość bilansową każdej pozycji aktywów mnoży się następnie przez stosowną wagę ryzyka w celu wyliczenia wartości ważonej ryzykiem.

Zrozumienie ewentualnych konsekwencji, wiążących się z wprowadzeniem ww. standardów w zakresie płynności, wymaga przypomnienia sytuacji polskich banków pod względem płynności oraz struktury pasywów. Była o tym mowa w jednym z wcześniejszych rozdziałów niniejszej pracy. Z przedstawionych tam danych wynika, że polskie banki mogą mieć trudności ze spełnieniem norm płynnościowych, w szczególności w zakresie normy płynności strukturalnej NFSR (długoterminowej). Wynika to z faktu, iż wiele należności długoterminowych takich jak wieloletnie kredyty mieszkaniowe jest finansowana z krótkoterminowych i bieżących pasywów (depozytów). Przed bankami, a w pewnym sensie także instytucją nadzoru mikroostrożnościowego, w zakresie realizacji jej celów, stoi wyzwanie w postaci konieczność przebudowy pasywów banków, które miały i nadal mają wybitnie krótkoterminowy charakter.

W 2006 roku wprowadzono zasadniczą zmianę w organizacji nadzoru rynku finansowego w Polsce. Nowa ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2006 r. Nr 157, poz. 1119) wprowadziła na stałe pojęcie zintegrowanego nadzoru finansowego. Zgodnie z art. 3 ust. 1-2 została powołana Komisja Nadzoru Finansowego⁷¹⁴, której nadano uprawnienia do sprawowania nadzoru obejmującego działalność: bankową, emerytalną, ubezpieczeniową, nad rynkiem kapitałowym⁷¹⁵ i instytucjami pieniądza elektronicznego oraz nad konglomeratami finansowymi⁷¹⁶.

Rysunek 53. Nadzór nad rynkiem finansowym, model zintegrowany w Polsce



Źródło: Opracowanie własne.

⁷¹⁴ Podstawka M., *Finanse, Instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2010.

⁷¹⁵ Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.

⁷¹⁶ Wierzbowski M., (red.), Sobolewski J., (red.), Wajda O., (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2014.

W 2006 roku wprowadzono zasadniczą zmianę w organizacji nadzoru rynku finansowego w Polsce. Nowa ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2006 r. Nr 157, poz. 1119) wprowadziła na stałe pojęcie zintegrowanego nadzoru finansowego. Zgodnie z art. 3 ust. 1-2 została powołana Komisja Nadzoru Finansowego⁷¹⁷, której nadano uprawnienia do sprawowania nadzoru obejmującego działalność: bankową, emerytalną, ubezpieczeniową, nad rynkiem kapitałowym⁷¹⁸ i instytucjami pieniądza elektronicznego oraz nad konglomeratami finansowymi⁷¹⁹.

Konstrukcja organizacyjno-prawna modelu nadzorczego wynika ze skali i rangi rynków finansowych, będącej następstwem postępującej wyjątkowo dynamicznie globalizacji. Wdrożony model opiera się w dużej mierze na istniejącym wcześniej modelu francuskim⁷²⁰. Nowy organ nadzorczy przejął kompetencje od dotychczasowych instytucji w dwóch fazach. Wraz z wejściem w życie ustawy, Komisja Nadzoru Finansowego przejęła zadania Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych oraz Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. W kolejnej fazie integracji objęła ona obszar Komisji Nadzoru Bankowego⁷²¹.

Tabela 57. Zmiany jakich dokonano w polskich rozwiązaniach nadzorczych od 2008 roku

Zmiany	Utworzenie Komitetu Stabilności Finansowej
	znowelizowanie ustawy Prawo bankowe (Dz. U. z 2021 r. poz. 2439, 2447) oraz ustawy o BFG (Dz. U. z 2020 r. poz. 842, z 2021 r. poz. 680, 1177, 1535, 1598, 1666, 2140)
	znowelizowanie ustawy o NBP (Dz. U. z 2020 r. poz. 2027, z 2021 r. poz. 1598, z 2022 r. poz. 22)
	znowelizowanie ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się oraz o bankach zrzeszających (Dz. U. z 2021 r. poz. 102, 680, 2140)
	uchwalenie przez KNF uchwały odnoszącej się do funduszy podstawowych banku
	ujednolicenie z przepisami unijnymi norm dotyczących monitorowania i sprawowania kontroli nad dużymi ekspozycjami
	wprowadzenie nowych zasad dotyczących zarządzania ryzykiem utraty płynności w bankach
	wprowadzenie uchwały nr 72/2012 KNF o zakresie i szczegółowych zasadach wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka w bankach
	wprowadzenie uchwały nr 307/2012 KNF o wyznaczaniu wymogów kapitałowych związanych z poszczególnymi rodzajami ryzyka
	wprowadzenie uchwały nr 173/2012 KNF z dnia 19 czerwca 2012 r. o limicie koncentracji zaangażowani
	zmiana ustawy o SKOK-ach (Dz. U. z 2021 r. poz. 1844, 2140, 2447)
	przyjęcie rekomendacji S oraz rekomendacji T w 2013 r.
	wprowadzenie rekomendacji M oraz rekomendacji D

Źródło: Opracowanie własne.

⁷¹⁷ Podstawka M., *Finanse, Instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, PWN, Warszawa 2010.

⁷¹⁸ Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.

⁷¹⁹ Wierzbowski M., (red.), Sobolewski J., (red.), Wajda O., (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2014.

⁷²⁰ Góral L., *Zintegrowany model publiczno-prawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 144-146.

⁷²¹ Rutkowska E., *Nadzór bankowy w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym*, [w:] Fojcik-Mastalska E., (red.), *Prawo bankowe*, Wyd. Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2009, s. 139.

Podstawowym celem zintegrowanego nadzoru finansowego jest zagwarantowanie prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego, zapewnienie mu stabilności, bezpieczeństwa i przejrzystości, z jednoczesną ochroną uczestników tego rynku. Ustawodawca odwołał się tu wprost do przepisów ustaw sektorowych⁷²². W związku z powyższym celem nadzoru bankowego jest bezpieczeństwo środków pieniężnych zgromadzonych przez klientów na rachunkach bankowych, zapewnienie zgodności działalności banków z przepisami ustaw: Prawo bankowe⁷²³, o Narodowym Banku Polskim oraz o obrocie instrumentami finansowymi⁷²⁴, a także decyzją o wydaniu zezwolenia i statutem banku⁷²⁵.

KNF podlega nadzorowi Prezesa Rady Ministrów. Komisja, jako instytucja kolegialna, składa się z Przewodniczącego, dwóch Zastępców Przewodniczącego oraz czterech Członków Komisji. Zarówno kandydat na Przewodniczącego, jak i osoby rekomendowane na Zastępców Przewodniczącego Komisji, muszą spełniać wymagania zawarte w art. 7 ust. 1 ustawy.

Do realizacji zadań ustawowych, został powołany Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, którego struktura jest określona Statutem Urzędu, wydanym przez Premiera w postaci zarządzenia⁷²⁶. W ramach Urzędu wydzielone są obszary funkcjonalne odpowiedzialne za poszczególne nadzorowane obszary rynku finansowego, w tym dwadzieścia departamentów, Gabinet Komisji, samodzielne stanowiska do spraw kontroli wewnętrznej i Pełnomocnika do spraw Ochrony Informacji Niejawnych⁷²⁷.

Ustawa o nadzorze nie wprowadziła zasadniczych zmian w odniesieniu do czynności, jakie może podejmować KNF w związku ze sprawowaną przez nią funkcją nadzorczą w zakresie nadzoru nad rynkiem bankowym. Zarówno zakres, jak i sposób realizowania poszczególnych czynności, pozostał zgodny z przepisami ustawy – Prawo bankowe⁷²⁸ (zmiana objęła przede wszystkim określenie organu sprawującego nadzór, wprowadzając KNF w miejsce wcześniejszej Komisji Nadzoru Bankowego). Ustawa o nadzorze nie wprowadziła również zasadniczych zmian w zakresie dopuszczonych do zastosowania przez KNF, środków nadzoru

⁷²² Ustawa wymienia–explicite–ustawy: Prawo bankowe, o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym oraz Rzeczniku Ubezpieczonych, o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, o elektronicznych instrumentach Płatniczych oraz o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego; Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze..., art. 2.

⁷²³ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe.

⁷²⁴ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim.

⁷²⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538, ze zm.).

⁷²⁶ Zarządzenie Nr 172 Prezesa Rady Ministrów z dnia 22 listopada 2006 r. w sprawie nadania statutu Urzędowi Komisji Nadzoru Finansowego (M.P. z 2006 r. Nr 84, poz. 852).

⁷²⁷ Zarządzenie Nr 1/2012 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 2 stycznia 2012 r., wydanie internetowe: http://www.knf.gov.pl/Images/regulamin_org_uknf_1_01_2012_tcm75-28977.pdf

⁷²⁸ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, art. 133 ust. 2-4, oraz art. 134 ust 1-2.

bankowego. Aczkolwiek należy wskazać, że pomimo obowiązującego nadal zamkniętego katalogu środków nadzoru, ustawodawca dostrzega potrzebę ich dostosowywania do bieżącej sytuacji rynkowej.

Począwszy od momentu integracji funkcji nadzoru w Polsce i skupieniu jej w Komisji Nadzoru Finansowego, możemy zaobserwować wyjątkową intensyfikację działań nadzorczych⁷²⁹, przede wszystkim w postaci liczby podejmowanych uchwał oraz opracowywanych, aktualizowanych i wydawanych rekomendacji nadzorczych. Wraz z wejściem w życie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Komisja rozpoczęła nowelizowanie lub wprowadzanie nowych szczegółowych regulacji i wytycznych dla sektora bankowego. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, iż w przypadku wprowadzania przez KNF nowej regulacji w miejsce już wcześniej istniejącej, nowe wytyczne Komisji są znacznie bardziej szczegółowe. Zakres merytoryczny wprowadzanych regulacji sektorowych znacznie wykracza, w wielu wypadkach poza pełnienie zwykłej funkcji nadzoru ostrożnościowego.

Integracja europejska stanowiła jeden z kluczowych elementów zmian nadzoru bankowego w Polsce. Pierwotnie postawione cele nadzoru bankowego stanowiącego na poziomie Wspólnoty Europejskiej obejmowały unormowanie działalności banków na szczeblu międzynarodowym. Pierwsze regulacje w zakresie obrotu kapitałowego miały na celu utworzenie wspólnego rynku wewnętrznego oraz zapewnienie równomiernego rozwoju gospodarczego poszczególnych państw członkowskich⁷³⁰. Określenie wspólnej polityki gospodarczej i wprowadzenie unii walutowej oraz Europejskiego Systemu Banków Centralnych wpłynęło na model organizacji i formę sprawowania nadzoru bankowego. Kolejne zmiany regulacji wynikały z przemian gospodarczych, ekonomicznych i politycznych⁷³¹.

Wprowadzane regulacje określały zasady funkcjonowania instytucji kredytowych na terenie wspólnego rynku wewnętrznego (początkowo w zakresie instytucji kredytowych działających poza granicami kraju macierzystego). Określono też na nowo cele nadzoru, w tym: zapewnienie legalności banków i ochronę depozytariuszy, minimalizację ograniczeń (dotyczących między innymi: lokalizacji siedziby, świadczenia usług, czy transferu kapitałów), zapewnienie uczciwej konkurencji oraz stabilności międzynarodowego systemu bankowego⁷³².

⁷²⁹ Bujak B., *Modele organizacji nadzoru bankowego – przekształcenia w wybranych krajach europejskich*, Journal of Modern Science, 2016, s. 369-387.

⁷³⁰ Baranowski P., *Efekty oczekiwanego i nieoczekiwanego zacieśnienia polityki pieniężnej w świetle hybrydowego modelu DSGE dla gospodarki Polski*, Ekonomista, nr 3, 2011.

⁷³¹ Baranowski P., *Reguła polityki pieniężnej dla Polski – porównanie wyników różnych wariantów specyfikacji*, Oeconomia Copernicana, nr 3, 2011.

⁷³² Mueller W. A., *Bankenaufsicht und Gläubigerschutz, Eine Analyse von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften für Kreditinstitute*, Studien zum Bank- und Börsenrecht, herausgegeben von Ulrich Immenga, Band 6, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden Baden 1981, s. 55.

Harmonizacja rynków Wspólnoty Europejskiej oraz zapewnienie rozwoju i stabilności lokalnych gospodarek, stanowiły wyzwanie dla tworzącego się wspólnego systemu bankowego. Wyzwaniem postawionym przed krajowymi nadzorcami było zagadnienie znoszenia ograniczeń swobody funkcjonowania podmiotów zagranicznych.

Wpływ kryzysu na europejski rynek finansowy był impulsem rozpoczynającym szeroką dyskusję o przyszłym modelu organizacyjnym nadzoru bankowego w Europie. Powołanie Europejskich Urzędów Nadzoru Finansowego (w tym Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), a następnie uruchomienie inicjatywy utworzenia europejskiej unii bankowej wydaje się jednoznacznym sygnałem, obrazującym dążenie państw członkowskich do większej harmonizacji rynku finansowego. Fakt korelacji funkcji nadzoru bankowego z Europejskim Bankiem Centralnym ukazuje także dążenie Unii Europejskiej do wzmocnienia roli banków centralnych⁷³³.

7.3. Model nadzoru finansowego funkcjonujący w Wielkiej Brytanii

Do 1997 r. Bank Anglii sprawował w Wielkiej Brytanii nadzór bankowy, korzystając z Rady Nadzoru Bankowego (*Council on Banking Supervision*), będącej wyodrębnioną jednostką organizacyjną⁷³⁴. Podstawową regulacją dotyczącą funkcji sprawowania nadzoru bankowego była ustawa z dnia 15 maja 1987 r. prawo bankowe. W przypadku prowadzenia działalności bankowej przez towarzystwa budowlane nadzór był sprawowany przez Komisję Towarzystw Budowlanych (*Building Societies Commission*), na podstawie ustawy o towarzystwach budowlanych. Model organizacji nadzoru bankowego przedstawiono na rysunku 54. Bank centralny zajmował się udzielaniem, modyfikowaniem lub cofaniem zezwoleń na podejmowanie i prowadzenie działalności bankowej, sprawowaniem kontroli nad podmiotami nadzorowanymi, a także zagadnieniami własnościowymi i kapitałowymi banku⁷³⁵.

W 1998 r. dokonano pierwszej integracji funkcji nadzoru bankowego, umiejscawiając go w Urzędzie Nadzoru Finansowego (*Financial Services Authority – FSA*). W wyniku przyjęcia ustawy z czerwca 2000 r. o rynkach i usługach bankowych, począwszy od dnia 1 grudnia 2001 r. Urząd Nadzoru Finansowego został niezależnym i pozarządowym organem zintegrowanego nadzoru dla instytucji prowadzących działalność we wszystkich segmentach ryn-

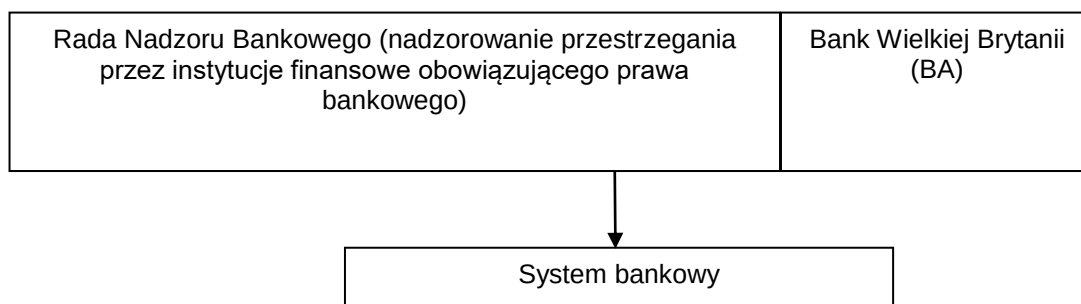
⁷³³ Alińska A., Pietrzak B., Wasiak K., *Ewolucja zmian i zadania dla banków centralnych w świetle doświadczeń kryzysu finansowego*, [w:] Zaleska M., (red.), *Bankowość. Sieć bezpieczeństwa i otoczenie banków*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego, Studia i Prace, nr 3 tom 1 (23), 2015, s. 35-49.

⁷³⁴ Góral L., *Nadzór bankowy...*, s. 77.

⁷³⁵ Building Societies Act of 1986 c. 53, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/53/contents>

ku finansowego Wielkiej Brytanii (banków, kas budowlanych, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, instytucji rynku papierów wartościowych i instrumentów pochodnych)⁷³⁶.

Rysunek 54. Model nadzoru finansowego w Wielkiej Brytanii przed 1998 r.



Źródło: Opracowanie własne.

Do głównych zadań FSA należało:

- licencjonowanie działalności finansowej,
- określanie standardów i sprawowanie nadzoru ostrożnościowego nad bankami, towarzystwami budowlanymi, firmami inwestycyjnymi, towarzystwami ubezpieczeniowymi oraz innymi instytucjami finansowymi,
- pełnienie nadzoru nad rynkiem finansowym,
- pełnienie nadzoru nad systemami rozliczeniowymi i płatniczymi,
- podejmowanie działań zaradczych w przypadku wystąpienia w instytucji finansowej problemów o charakterze systemowym,
- egzekwowanie prawa regulującego funkcjonowanie sektora finansowego,
- zwalczanie nieuczciwych praktyk na rynku i procedury prania brudnych pieniędzy,
- podejmowanie działań dyscyplinujących w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w działalności instytucji finansowych,
- pełnienie funkcji trybunału w rozpatrywaniu spraw dotyczących sektora finansowego⁷³⁷.

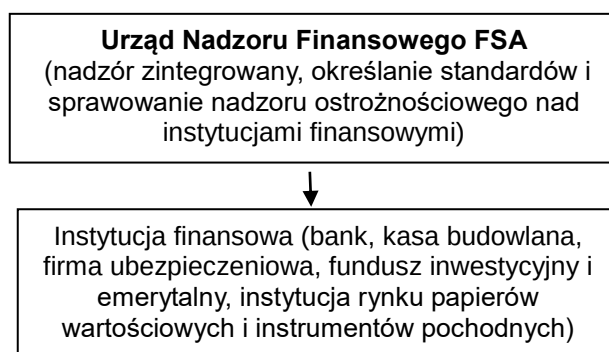
Celem reorganizacji i wprowadzenia zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w Wielkiej Brytanii było zapewnienie wysokiego zaufania rynku do systemu finansowego, ochrona konsumentów oraz obniżenie poziomu liczby przestępstw w sektorze⁷³⁸ (rys. 55).

⁷³⁶ *Financial Services and Markets Act 2000* c. 8, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>

⁷³⁷ Bujak B., *Model organizacji nadzoru bankowego...*, s. 146.

⁷³⁸ Athey S., Atkeson A., Kehoe P., *The optimal degree of discretion in monetary policy*, *Econometrica*, vol. 73, no. 5, 2005.

Rysunek 55. Model nadzoru finansowego w Wielkiej Brytanii – 1998-2013



Źródło: Opracowanie własne.

Wrzesień 2007 r. zapoczątkował kryzys gospodarczy w Wielkiej Brytanii. W początkowym okresie Bank Anglii podjął działania mające na celu utrzymanie płynności banków i zapewnienie stabilności systemu finansowego⁷³⁹. Coraz gorsza sytuacja na rynku finansowym wymusiła wprowadzenie w kwietniu 2008 r. programu *Special Liquidity Scheme*, mającego na celu wsparcie płynności w sektorze. Dodatkowo zwiększono uprawnienia Urzędu Nadzoru Finansowego (FSA) oraz rolę banku centralnego. Urząd Nadzoru wprowadził zakaz szybkiej sprzedaży nieruchomości kredytobiorców zalegających ze spłatą kredytów hipotecznych. W październiku tego samego roku został wprowadzony plan pomocy dla banków: Abeby, Barclays, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland oraz Standard Charter oraz dwa kolejne programy⁷⁴⁰.

Sytuacja sektora bankowego w następstwie kryzysu finansowego zainicjowała powszechną krytykę FSA. Podjęte działania ustawodawcze prowadziły do zasadniczej zmiany organizacji systemu nadzoru finansowego w Wielkiej Brytanii, przywracającej stan sprzed reformy z 1997 r.⁷⁴¹

W nowym, obowiązującym od 2 kwietnia 2013 r., systemie nadzoru finansowego, kompetencje są podzielone pomiędzy Bank Anglii (poprzez działania Komitetu Polityki Finansowej) oraz nowe dwie agencje nadzorcze uzupełniające się kompetencjami zgodnie z ustawą o usługach finansowych⁷⁴², tj.: Urząd Regulacji Ostrożnościowej (*Prudential Regulation Authority - PRA*) mający na celu ochronę stabilności firm na rynku usług finansowych oraz Urząd Regulacji Rynków Finansowych (*Financial Conduct Authority – FCA*), którego zadaniem jest

⁷³⁹ Lechowicz T., *Wpływ decyzji nadzoru bankowego i banku centralnego w Wielkiej Brytanii na rynek nieruchomości mieszkaniowych w latach 2001-2012*, s. 283.

⁷⁴⁰ Tang M.K., *Twin Global Shocks Dent United Kingdom Outlook*, IMF Survey Magazine, International Monetary Fund, September 2008, Vol. 37, No. 9, London, s. 144-145.

⁷⁴¹ *Bank of England Act 1998*, Chapter 11, <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf>

⁷⁴² *Financial Services Act 2012*, c.21, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>

nadzorowanie przeprowadzanych przez instytucje finansowe operacji w celu właściwej ochrony klientów⁷⁴³.

Ideą nowej organizacji systemu nadzoru jest rozdzielenie nadzoru nad kondycją instytucji finansowych oraz oceny ich stabilności finansowej od kwestii działalności banków skłonnych do podejmowania nadmiernego ryzyka w celu maksymalizowania zysków. Bezpośredni nadzór nad utworzonymi urzędami sprawuje Komitet Polityki Finansowej (*Financial Policy Committee – FPC*) Banku Anglii, mający na celu przyczynianie się do realizacji zadań banku centralnego w zakresie ochrony i wzmocnienia odporności brytyjskiego systemu finansowego. Drugim komitetem wspierającym sprawowanie nadzoru jest Komitet Polityki Monetarnej (*Monetary Policy Committee – MPC*). Komitety funkcjonują niezależnie, chociaż są zlokalizowane w strukturach Banku Anglii⁷⁴⁴.

W składzie Komitetu Polityki Finansowej znajduje się 11 członków, w tym sześciu z kierownictwa banku centralnego. Jednym z członków jest także przedstawiciel Ministerstwa Finansów i Gospodarki. W przypadku Komitetu Polityki Monetarnej skład obejmuje Prezesa banku centralnego, jego dwóch zastępców, głównego ekonomistę banku, dyrektora wykonawczego operacji rynkowych oraz czterech członków wyznaczonych przez Ministra Skarbu. Komitet Polityki Monetarnej ustala wysokość stóp procentowych, natomiast Komitet Polityki Finansowej ma na celu monitorowanie i w razie potrzeby ograniczanie ryzyka systemowego⁷⁴⁵. W realizacji tego celu może korzystać z przyznanych mu narzędzi makroostrożnościowych jak: określanie wymogów kapitałowych, ustalanie wymogów płynnościowych banków, czy monitorowanie zmian w gospodarce w ujęciu makroekonomicznym i finansowym. Działania Komitetu prowadzące do zapewnienia stabilności finansowej są nakierowane na wzmocnienie odporności systemu finansowego (przez identyfikację jego słabości i ryzyk zagrażających jego stabilności) oraz wzmocnienie stabilności makroekonomicznej (przez zastosowanie polityki adekwatnej do istniejącej w systemie finansowym nierównowagi).

W strukturze banku centralnego funkcjonuje Komitet Stabilności Finansowej (*Financial Stability Committee – FSC*), który ma za zadanie: przygotowywanie rekomendacji dla Kolegium Dyrektorów, uwzględniających relacje pomiędzy strategią banku a celem stabilności finansowej, wspieranie banku centralnego w podejmowaniu decyzji w przypadku zdarzeń mogących mieć wpływ na utrzymanie stabilności finansowej, monitorowanie wykorzystania

⁷⁴³ Blinder A.S., *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, Hoover Institution, 2014.

⁷⁴⁴ Żywiecka H., *Stabilność finansowa, jako...*, s. 63.

⁷⁴⁵ Ferran E., *The new mandate for the supervision of financial services conduct*, Current Legal Problems, Vol. 65, 2017.

instrumentów przywracania stabilności finansowej, kontrolowania międzybankowego systemu płatniczego⁷⁴⁶.

Z kolei Urząd Regulacji Ostrożnościowej (PRA) umiejscowiony został w strukturach organizacyjnych banku centralnego, jednakże w zakresie nadzoru ma on zapewnioną operacyjną niezależność. Zadaniem Urzędu jest zapewnienie bezpieczeństwa i stabilność nadzorowanych instytucji oraz systemu finansowego, jako całości. W tym celu sprawuje on nadzór mikroostrożnościowy nad sytuacją finansową i stabilnością banków, firm inwestycyjnych, towarzystw kredytowych i budowlanych oraz firm ubezpieczeniowych⁷⁴⁷.

Urząd ten pełni funkcję wykonawczą dla regulacji tworzonych przez Komitet ds. Polityki Finansowej. PRA udziela zezwoleń na prowadzenie działalności bankowej, inwestycyjnej czy ubezpieczeniowej, prowadzi kontrolę działalności instytucji finansowych oraz ma prawo stosowania sankcji (włącznie z cofnięciem zezwolenia). Urząd ma prawo określać poziom dopuszczalnego zaangażowania kapitału banków w operacje giełdowe. Kryteria podejmowania decyzji o zbyt wysokim i tym samym zbyt ryzykownym zaangażowaniu są uznaniowe i dopuszczają elastyczność działania Urzędu. W efekcie może to prowadzić do arbitralnych decyzji, co może wpłynąć na poziom ryzyka operacji⁷⁴⁸.

Drugi z organów to Urząd Regulacji Rynków Finansowych (FCA). Jego działalność jest w pełni finansowana przez instytucje nadzorowane. Urząd ten odpowiada za ochronę konsumentów oraz pełnienie nadzoru nad produktami, operacjami i praktykami na rynku usług finansowych. Kompetencje Urzędu obejmują: podnoszenie i umacnianie konkurencji w sektorze usług finansowych (w celu zwiększenia efektywności), zapewnianie odpowiedniego poziomu ochrony konsumentów, ochronę i wzmocnienie integralności systemu finansowego, zapewnienie rzetelności i uczciwości oraz promowanie konkurencyjności rynków finansowych⁷⁴⁹. Do istotnych uprawnień FCA należy prawo do interwencji na poziomie konkretnego produktu finansowego (kredytu mieszkaniowego) oferowanego przez nadzorowany podmiot, w tym w szczególności prawo wprowadzenia zakazu jego sprzedaży w ogóle lub do konkretnej grupy klientów. Urząd może także nakazać wprowadzenie dodatkowych lub wycofanie niektórych cech produktu finansowego, czy ograniczyć kanały lub sposoby jego sprzedaży w zależności od klienta docelowego. W celu ograniczenia tego typu interwencji wdrażane są ściśle standardy dotyczące wymogów stawianych wprowadzanym na rynek produktom oraz

⁷⁴⁶ Bujak B., *Model organizacji nadzoru bankowego...*, s. 148.

⁷⁴⁷ Wellerdt A., *Organisation of Banking Regulation*, Springer, 2015.

⁷⁴⁸ Bujak B., *Model organizacji nadzoru bankowego...*, s. 149.

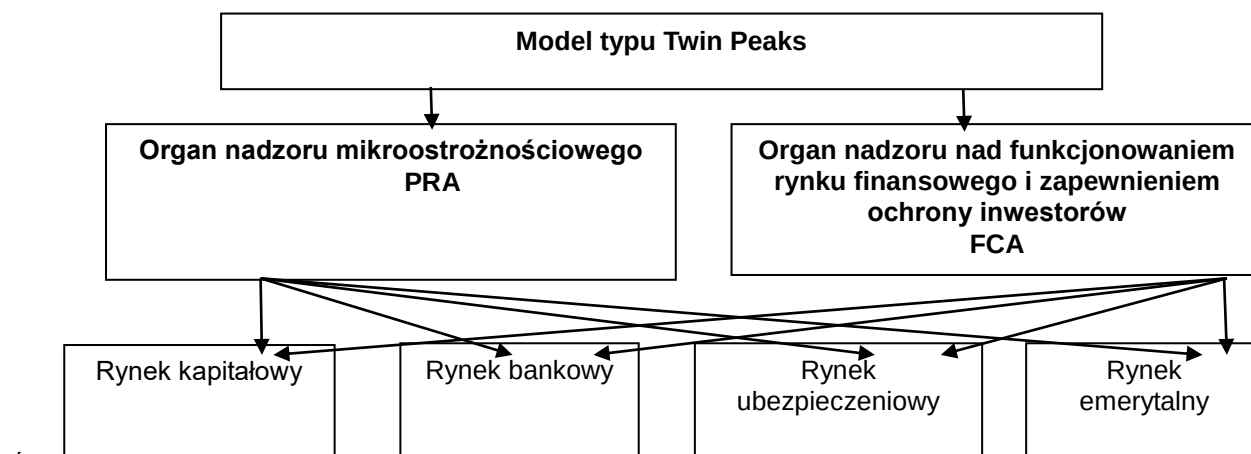
⁷⁴⁹ Cade E.C., *Managing Banking Risks: Reducing Uncertainty to Improve Bank Performance*, Taylor & Francis Group, Routledge, New York 2013.

metod sprawowania nad nimi kontroli⁷⁵⁰. W wyniku tego działania Bank Anglii może efektywnie realizować cele polityki monetarnej przy zapewnianiu stabilności finansowej. W ramach nadzoru makroostrożnościowego dokonywana jest identyfikacja i (w razie potrzeby) ograniczanie ryzyka systemowego (mogącego wywołać poważne negatywne skutki dla realnej sfery działania gospodarki narodowej) oraz innych rodzajów ryzyka związanych z polityką kredytową⁷⁵¹. Natomiast sprawowanie nadzoru mikroostrożnościowego pozwala na odpowiednio wczesne oddziaływanie na stabilność poszczególnych instytucji finansowych (będącego podstawą stabilności systemu finansowego). Uzupełnieniem systemu nadzoru jest powierzenie nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych agencji konsumenta usług finansowych (*Consumer Protection and Markets Authority – CPMA*)⁷⁵².

„Twin Peaks” zakłada utworzenie dwóch odrębnych instytucji nadzorczych odpowiedzialnych za różne aspekty nadzoru finansowego:

- Jedna instytucja jest odpowiedzialna za nadzór ostrożnościowy nad wszystkimi instytucjami finansowymi (ang. *prudential supervision – PRA*). W ramach tego modelu nadzór ostrożnościowy z reguły ulokowany jest w banku centralnym;
- Druga instytucja kontroluje prawne aspekty operacji finansowych (ang. *conduct-of-business supervision – FCA*) i odpowiada za ochronę konsumentów⁷⁵³.

Rysunek 56. Nadzór nad rynkiem finansowym, model horyzontalny typu Twin Peaks w Wielkiej Brytanii



Źródło: Opracowanie własne.

⁷⁵⁰ Babuška E.W., *Model kanadyjski i modele brytyjskie kontroli wewnętrznej*, Zeszyty Naukowe UE w Krakowie, Finanse, Wyd. UE w Krakowie, Kraków 2013.

⁷⁵¹ <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/approach-to-consumers.pdf>

⁷⁵² Mikłaszewska E., *Pokryzysowa reregulacja europejskiego rynku bankowego. Skutki dla Polski*, Zeszyty Naukowe, PTE, Nr 11, Kraków 2011, s. 51.

⁷⁵³ Carmichael J., Fleming A., Llewellyn D., *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, World Bank Institute 2014.

Model nadzoru w Wielkiej Brytanii i w Polsce opiera się na organizacji instytucji nadzorczej skoncentrowanej wokół realizowanych głównych funkcji nadzorczych, tj. autoryzacji, bieżącego nadzoru, interwencji i sankcji, bez względu na charakter nadzorowanych instytucji⁷⁵⁴.

Tabela 57. Umiejscowienie mikroostrościowego nadzoru bankowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Umiejscowienie mikroostrościowego nadzoru bankowego	Polska	Wielka Brytania
	Przed 2007 r. w NBP Komisja Nadzoru Bankowego	1998-2013 Nadzór zintegrowany FSA
	Po roku 2007 Nadzór zintegrowany. Komisja Nadzoru Finansowego	Od 2 kwietnia 2013 Nadzór w obrębie BA: PRA FCA

Źródło: Opracowanie własne.

Wdrożenie zintegrowanego nadzoru w Wielkiej Brytanii było odpowiedzią na narastające od początku lat 90. XX wieku problemy na brytyjskim rynku finansowym, głównie w sektorze bankowym, spośród których najbardziej znanymi było zamknięcie w lipcu 1991 r. banku *BCCI* (*Bank of Credit and Commerce International*) oraz upadek w 1995 r. Banku *Baring's*⁷⁵⁵. Należy również zwrócić uwagę na czynniki polityczne, które odegrały dużą rolę w wyborze struktury nadzoru. Otóż w maju 1997 r. wybory wygrała Partia Pracy, która winą za niedawne problemy w sektorze bankowym obarczyła Bank Anglii. Następnie, w wyniku jednej z pierwszych decyzji swojego rządu, Partia Pracy utworzyła *Financial Services Authority* (*FSA*) i Bank Anglii został pozbawiony funkcji nadzoru nad bankami.

Jest zasadnicza różnica ze względu na liczbę instytucji nadzoru wyspecjalizowanego w poszczególnych krajach, które zostały zastąpione przez „meganadzorcę”; w Polsce były to 4 urzędy, zaś w Wielkiej aż 9 instytucji, przy czym w Wielkiej Brytanii nadzór emerytalny nie podlegał integracji i w dalszym ciągu jest sprawowany przez wyspecjalizowaną instytucję *The Pensions Regulator*⁷⁵⁶. Ustawa *The Financial Services and Markets Act 2000* formalnie połączyła dziewięć różnych organów regulacyjnych, tworząc *FSA*. Po przyjęciu tej ustawy *FSA* stała się jednym z najpotężniejszych regulatorów usług finansowych na świecie pod względem zakresu, uprawnień. Nowe działania *FSA* obejmowały nadzór nad udzielaniem kredytów hipotecznych, bezpośredni nadzór prawny i księgowy nad całym systemem finansowym Wielkiej Brytanii. Ustawa dała *FSA* cztery cele:

⁷⁵⁴ Dhama S., Taylor J., Proctor C., *The reform of financial regulation in the United Kingdom after the crisis*, Oxford University Press, Oxford/ New York 2016.

⁷⁵⁵ Hawkesby Ch., *Central Banks and Supervisors...*, s.121.

⁷⁵⁶ Kierska-Woźny E. M., *Porównanie i ocena funkcjonowania...*, s. 114-129.

- 1) dbanie o zaufanie rynku – utrzymanie zaufania w brytyjskim systemie finansowym;
- 2) stabilność finansowa – przyczyniająca się do ochrony i poprawy stabilności systemu finansowego w Wielkiej Brytanii;
- 3) ochrona konsumenta – zapewnienie odpowiedniego stopnia ochrony konsumentów;
- 4) ograniczenie przestępczości finansowej⁷⁵⁷.

Organ nadzorczy (FSA) był zobowiązany do działania zgodnie z rynkiem. Nie było zatem jego rolą silna, restrykcyjna regulacja rynku, a raczej karanie zachowań uczestników rynku niezgodnych z normami i standardami lub ochroną konsumenta i dobrymi obyczajami⁷⁵⁸.

W ten sposób można zinterpretować pozorną sprzeczność między orientacją prorynkową w Wielkiej Brytanii a istnieniem silnego organu nadzorczego. W porównaniu z modelem niemieckim w Wielkiej Brytanii kluczową rolę w stosunku do FSA odgrywał Minister Skarbu, a nie Bank Anglii. Całokształt tej konstrukcji był podporządkowany zapewnieniu konkurencyjności Londynu jako globalnego centrum finansowego. Dlatego ten model regulacji był także określany jako systemowa innowacja⁷⁵⁹.

W latach poprzedzających kryzys finansowy w 2008 r. FSA znalazła się pod wpływem krytyki, że prowadzi zbyt wymagający nadzór nad rynkiem finansowym. W 2005 r. premier Tony Blair zwrócił uwagę, że FSA jest „postrzegana jako bardzo hamująca rozwój rynku finansowego”. Politycy ówczesnej opozycji twierdzili, że FSA zarządza „wymagającym systemem regulacyjnym” i „jest coraz bardziej narzędziem w rękach Ministra Finansów”. Notatka przygotowana przez konserwatywny Zespół *Shadow Treasury* w 2004 roku i który został wydany przez *The Telegraph*, oskarżał FSA o agresywne ataki na sektor usług finansowych⁷⁶⁰.

W opinii wielu ludzi związanych z sektorem finansowym FSA dokonywał szczegółowych kontroli stosunkowo „małych rzeczy”, które nie miałyby dużego wpływu na całość funkcjonowania systemu finansowego. Ryzyko, które było podejmowane przez podmioty sektora finansowego, nie zostało rozpoznane⁷⁶¹.

Raport opracowany przez HBOS na temat nieskutecznej ochrony rynku finansowego przez FSA przed kryzysem finansowym z roku 2008 wykazał, że:

⁷⁵⁷ FSA, *The rationale for a single national financial services regulator*, 1999.

⁷⁵⁸ Gilder G., *Knowledge and Power. The Information Theory of Capitalism and How It Is Revolutionizing Our World* Regnery Publishing, Washington D.C. 2013.

⁷⁵⁹ Kierska-Woźny E. M., *Porównanie i ocena funkcjonowania...*, s. 114-129.

⁷⁶⁰ Ellinger E.P., Lomnicka E., Hare C.V.M., *Ellinger's modern banking law, 5th edition*, Oxford University Press, Oxford/ New York, 2013.

⁷⁶¹ Treasury Select Committee, *Oral evidence taken on 1 March 2011*, 2011.

- niewystarczające zasoby były przeznaczone na regulacje ostrożnościowe dotyczące dużych banków o znaczeniu systemowym;
- nieodpowiedni był nacisk na główne obszary ryzyka ostrożnościowego dotyczące jakości aktywów i płynności poszczególnych instytucji finansowych;
- nie uwzględniono ryzyka strategicznego oraz adekwatności kapitału;
- proces oceny ryzyka był niewystarczający⁷⁶².

Problemy, jakie pojawiły się na rynku brytyjskim po wybuchu kryzysu finansowego, wywołały masową krytykę *Financial Services Authority*. Krytyka ta nasilała się w miarę rozwijania się kryzysu. Sprowadzić można ją do następujących zagadnień:

- niewystarczająca koordynacja decyzji: brak efektywnej komunikacji z Bankiem Anglii co do funkcji nadzorczych;
- luka kompetencyjna istniejąca pomiędzy jakością specjalistów zasilających organy nadzoru a sektorem prywatnym (tj. zasadniczym obiektem nadzoru): związane to jest m.in. z systemem wynagradzania i motywacji;
- pasywność i inercja: zasadniczym celem działania nadzoru powinno być aktywne (tj. uprzedzające zdarzenia) przeciwdziałanie nadużyciom w sektorze finansowym – brytyjska FSA częstokroć oskarżana była o opieszałą reakcję na patologie rozwijające się w tamtejszym sektorze usług finansowych;
- przerost formy nad treścią: FSA była częstokroć krytykowana za zbyt rygorystyczne egzekwowanie litery brytyjskich regulacji, nie zaś ich ducha, co obniżało skuteczność nadzoru – w szczególności w odniesieniu do zjawisk o bezprecedensowej skali lub komplikacji (np. szokowej destabilizacji brytyjskiego systemu finansowego w latach 2007-2009);
- powiązania z rządem i sektorem finansowym oraz brak reprezentacji środowisk konsumenckich (tj. ostatecznych odbiorców produktów i nabywców usług inwestycyjnych)⁷⁶³.

Dość powszechnie jako źródło problemów na brytyjskim rynku finansowym wskazywano aktualną strukturę nadzorczą. Sprawa nadzoru finansowego znalazła istotne miejsce w programie wyborczym Partii Konserwatywnej, która zwyciężyła w wyborach w 2010 r. Brytyjskie środowisko finansowe było zdania, iż likwidacja FSA i przeniesienie nadzoru ostrożnościowego do Banku Anglii będzie jedną z pierwszych decyzji nowego ministra finan-

⁷⁶² FCA / Bank of England, *The failure of HBOS plc* (HBOS), 2015.

⁷⁶³ Turner A., *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, Financial Services Authority (FSA), 2009 r., London s. 1-126.

sów, który już w lipcu 2009 r., jeszcze jako minister finansów w gabinecie cieni, opublikował obszerny dokument programowy, prezentujący planowane zmiany w architekturze nadzorczej w Wielkiej Brytanii. *FCA* jest także odpowiedzialny za zwalczanie przestępstw na rynku finansowym, współdziała w tej mierze z innymi właściwymi organami, m.in. z policją w ramach *Financial Crime Information Network (FIN-NET)*. W określonych sytuacjach *FCA* ma prawo do kontroli aktywów klientów, odpowiada bowiem razem z *PRA (Prudential Regulation Authority)*, za prowadzenie systemu gwarancyjnego *Financial Services Compensation Scheme (FSCS)* oraz za działalność rzecznika interesów klientów, który stanowi pozasądowy system rozstrzygania sporów.

Tabela 58. Główne zadania *FCA*

Ochrona konsumentów	Ochrona rynków finansowych	Promowanie konkurencji
- zapewnienie, że firma stosuje politykę prokonsumencką, - monitorowanie firm, które są na rynku finansowym, - nakładanie kar na instytucję nie przestrzegających norm ostrożnościowych, - zachęcanie konsumentów do zgłaszania skarg na instytucje finansowe do <i>FCA</i>, - działalność informacyjna, mająca na celu podnoszenie świadomości konsumentów na temat działania <i>FCA</i>, - tworzenie listy instytucji finansowych naruszających prawo.	- prowadzenie nadzoru, - wzmocnienie współpracy pomiędzy <i>FCA</i> a instytucjami finansowymi, - dzielenie się wiedzą z instytucjami finansowymi, - omawianie wspólnych problemów. Uprawnienia <i>FCA</i>: - wycofanie instytucji finansowej z rynku, - zakaz prowadzenia działalności instytucjom finansowym, - zawieszanie instytucji finansowych w działalności (w przypadku pewnych naruszeń), - wydawanie kar pieniężnych na instytucje finansowe, które naruszają zasady, - publiczne ogłoszenie instytucji finansowych w przypadku działań dyscyplinarnych (publikowanie szczegółów ostrzeżeń, decyzji), - składanie wniosków do sądów (nakazy restytucji, likwidacja).	- promowanie efektywnej konkurencji wśród instytucji finansowych, - regulowanie usług finansowych, - badanie rynków finansowych, - identyfikacja zagrożenia i podejmowanie odpowiednich kroków mających na celu eliminację tych zagrożeń, - pomoc konsumentom w osiąganiu odpowiednich informacji, podejmowaniu decyzji, - zapewnienia instytucjom finansowych uczciwej konkurencji, - zachęcanie instytucji finansowych do stosowania innowacji finansowych, (W kwietniu 2015 r. wydano <i>FCA</i> uprawnienia do egzekwowania kar przeciwko instytucjom finansowym, które naruszyły prawo konkurencji).

Źródło: <https://www.fca.org.uk>.

7.4. Działania nadzoru finansowego w obszarze kredytów hipotecznych

7.4.1. Instrumenty wykorzystywane w polityce ostrożnościowej w odniesieniu do rynku kredytów mieszkaniowych

Rekomendacje KNF dla banków są wydawane na podstawie art. 137 pkt 5 ustawy Prawo bankowe i stanowią zbiór dobrych praktyk ostrożnego i stabilnego zarządzania bankami. Banki powinny więc spodziewać się kierowania rekomendacjami przy ocenie ich działalności⁷⁶⁴.

Z punktu widzenia wzajemnego oddziaływania narzędzi polityki nadzorczej mikro- i makroostrożnościowej istotne znaczenie ma wyróżnienie dwóch typów narzędzi, które mają wpływ na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Pierwszym są stałe regulacje, niejako automatyczne stabilizatory koniunktury, które nie wymagają każdorazowej interwencji nadzorczy lub regulatora. Drugim są zaś narzędzia polityki dyskrecjonalnej⁷⁶⁵. W przypadku stosowania pierwszych z nich prawdopodobieństwo powstania konfliktu między nadzorem mikro- i makroostrożnościowym lub ryzyko niepodjęcia żadnej decyzji wydaje się mniejsze. Przy takich instrumentach drugorzędne znaczenie ma też fakt, czy jest on zaliczany do polityki mikro- czy makroostrożnościowej. Natomiast przy narzędziach dyskrecjonalnych, wymagających za każdym razem podjęcia odrębnej decyzji, takie ryzyko braku dostatecznej koordynacji lub pojawienia się nieoczekiwanych skutków ubocznych wydaje się dużo większe⁷⁶⁶.

Na znaczenie kredytów hipotecznych, zarówno dla obywateli poszczególnych krajów, jak i dla całej gospodarki europejskiej⁷⁶⁷, zwraca uwagę Komisja Europejska, która zainicjowała kompleksowy przegląd funkcjonowania tych rynków i poziom ich integracji⁷⁶⁸. Według Komisji bardzo ważne jest, by banki udzielające kredytu hipotecznego czyniły to odpowiedzialnie, poprzez sumienną ocenę możliwości spłaty rat przez kredytobiorcę oraz rzetelną ocenę zakresu finansowanej inwestycji⁷⁶⁹. Komisja Europejska zwraca uwagę, aby ocenę kredytobiorcy, banki przeprowadzały na różne sposoby, np. wykorzystując wiarygodne bazy danych. Na podstawie doświadczeń z kryzysu finansowego z 2008 roku, Komisja Europejska

⁷⁶⁴ http://www.knf.gov.pl/regulacje/praktyka/rekomendacje_banki/archiwum.html

⁷⁶⁵ Galati G., Moessner R., *Macroprudential Policy...*, s. 11.

⁷⁶⁶ Zygierewicz M., *Mikro- i makroostrożnościowa polityka nadzorcza...*, s. 212.

⁷⁶⁷ Saldo należności z tytułu kredytu hipotecznego na cele mieszkaniowe według stanu na 2010 r. wynosiło ponad 52% PKB UE. Dla porównania w tym samym okresie wskaźnik ten dla Polski kształtował się na poziomie 19,1%; zob. więcej: HYPOSTAT, 2010, s. 69.

⁷⁶⁸ Komisja Wspólnot Europejskich, *Biała Księga dotycząca integracji rynków kredytu hipotecznego w UE*, Bruksela, 2007.

⁷⁶⁹ Beetsma R. M. W. J., Debrun X., *Fiscal Councils: Rationale and Effectiveness*, IMF Working Paper 16/86, 2016.

stwierdziła, że nieodpowiedzialne udzielanie kredytów przez podmioty finansowe i sprzedaż kredytów hipotecznych bez uwzględniania możliwości finansowych przyszłych kredytobiorców mogą mieć negatywny wpływ nie tylko na kondycję finansową poszczególnych banków, ale również na gospodarkę poszczególnych krajów⁷⁷⁰.

Organy odpowiedzialne za stabilność rynku finansowego mogą zastosować instrumenty makroostrożnościowe bezpośrednio regulujące stopień dostępności do kredytów mieszkaniowych. Jednym z podstawowych wskaźników tego typu jest *DtI* (ang. *debt to income*) wyrażający relację wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych i zobowiązań finansowych innych niż zobowiązania kredytowe do dochodu klienta detalicznego⁷⁷¹.

Niektóre kraje wykorzystują limit *DSTI*, który nakłada ograniczenia na dopuszczalne wydatki odsetkowe w stosunku do dochodu. Różnica między limitem *DSTI* i *DtI* jest taka, że *DSTI* waha się wraz ze stopą procentową. W przypadku stałej stopy procentowej oba wskaźniki są identyczne. Jak podkreśla KNF, celem wprowadzenia ewentualnych limitów jest budowa portfela kredytowego charakteryzującego się wysoką jakością.

Mechanizm działania wskaźnika *DtI* polega na niedopuszczeniu do uzyskania kredytu, w tym mieszkaniowego, przez klientów, u których obciążenie z tytułu zobowiązań kredytowych w odniesieniu do uzyskiwanych dochodów przekracza wyznaczony przez nadzór poziom. Wprowadzenie limitu zamyka więc dostęp do kredytu osobom o niskiej wiarygodności kredytowej, co powinno skutkować wzrostem jakości portfela kredytowego i ograniczeniem ryzyka systemowego w wyniku ograniczenia akcji kredytowej banków. Wskaźniki *LtV* i *DtI* mają na celu wzmocnienie odporności finansowej gospodarstw domowych i sektora finansowego oraz zmniejszenie cyklicznej dynamiki na rynku mieszkaniowym. Istnieją dowody na to, że narzędzia te przyniosły efekt w ograniczaniu presji cenowej na rynku mieszkaniowym, szczególnie poprzez kanał oczekiwań⁷⁷². Literatura przedmiotu wskazuje, że wśród instrumentów makroostrożnościowych ukierunkowanych na popytową stronę rynku, obniżenie maksymalnego wskaźnika *LtV* oddziałuje słabiej na ograniczenie wzrostu akcji kredytowej niż obniżenie maksymalnego dopuszczalnego współczynnika *DSTI*. Według Kuttnera i Shina może to wynikać z tego, że podczas fazy boomu mieszkaniowego rosnące ceny zwiększają

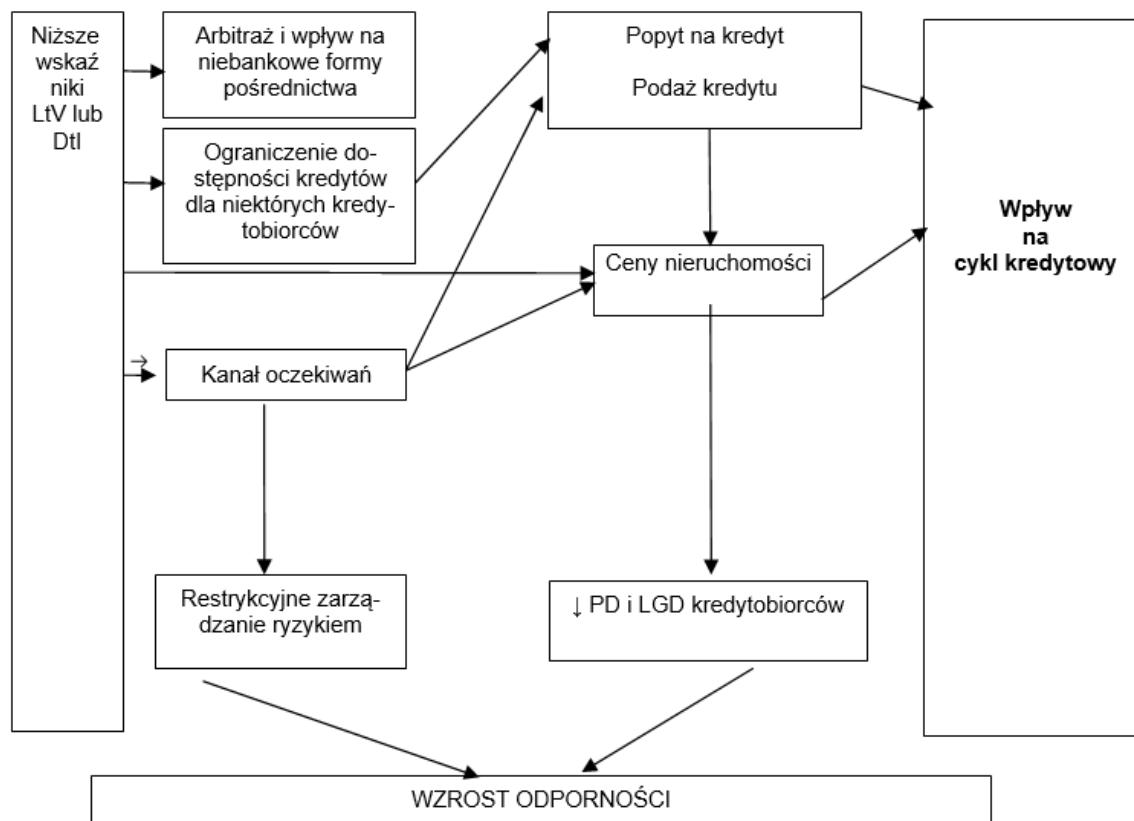
⁷⁷⁰ Bellani L., Bia M., *Intergenerational poverty transmission in Europe: The role of education*, Working Paper Series of the Department of Economics, Uniwersytet w Konstancji, 2016-02.

⁷⁷¹ Lunn P., Ruane F., *Using Evidence to Inform Policy*, Gill & Macmillan Ltd, 2013.

⁷⁷² Financial Sector Assessment Program Technical Note, *Macprudential Policy Framework*, International Monetary Fund, IMF Country Report No.16.

kwotę, którą można pożyczyć, częściowo lub całkowicie kompensując jakiegokolwiek zaostreżenie wskaźnika LtV ⁷⁷³.

Rysunek 57. Mechanizm wpływu zmian we wskaźnikach LtV i DtI na cykl kredytowy i odporność sektora finansowego



Źródło: Olszak M., Światała F., *Antycykliczne instrumenty polityki makroostrożnościowej wpływające na rynek nieruchomości w Unii Europejskiej*, Bezpieczny Bank 4 (61), Warszawa, 2015.

Instrumenty makroostrożnościowe, mające na celu ograniczenie procykliczności rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych, oddziałujące z kolei w sposób bezpośredni na gospodarstwa domowe to omówiony wcześniej limit DtI , a także wskaźnik LtV (opisany poniżej). Mechanizm transmisji polityki makroostrożnościowej na rynek nieruchomości ma w tym przypadku za zadanie ograniczenie ryzyka pogorszenia jakości portfela kredytowego banków. Obowiązujący obecnie w Polsce limit DtI jest co prawda ustalany indywidualnie w każdym banku, w zależności od specyfiki działalności banku i apetytu na ryzyko, ale zobowiązuje banki do szczególnej troski w przypadku walutowych kredytów mieszkaniowych poprzez wzrost przyjmowanych obciążeń z tytułu spłaty kredytu, uwzględniających wzrost kursu wa-

⁷⁷³ Kuttner and Shin, *Can Non-interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies*, BIS Working Papers, 2014.

lutowego⁷⁷⁴. Istotnym wskaźnikiem dotyczącym kredytów mieszkaniowych jest *LtV* – ang. *Loan to Value*. *LtV* to wskaźnik, który określa wysokość udzielanego kredytu lub pożyczki do wartości zabezpieczeń spłaty tego kredytu⁷⁷⁵. Używany przy ocenie ryzyka kredytowego, służy także do oceny wiarygodności banków i stabilności sektora finansowego przez agencje ratingowe, instytucje nadzoru finansowego⁷⁷⁶.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na cztery podstawowe cele wprowadzania regulacji w zakresie maksymalnego dopuszczalnego poziomu wskaźnika *LtV* w segmencie kredytów mieszkaniowych. Przede wszystkim ograniczenie poziomu *LtV* ma na celu wyhamowanie wzrostu kredytów mieszkaniowych, ograniczenie wzrostu cen nieruchomości oraz ograniczenie dźwigni finansowej banków, bez jednoczesnego wpływania na pozostałe sektory gospodarki. Istotnym powodem wprowadzania ograniczeń w maksymalnym poziomie *LtV* jest ograniczenie ryzyka kredytowego oraz zwiększenie wskaźnika odzyskiwania należności⁷⁷⁷. Ten ostatni cel wynika z dużo wyższej wrażliwości kredytów o wysokim wskaźniku *LtV* na zmiany cen na rynku mieszkaniowym, a w przypadku kredytów walutowych dodatkowo na zmiany kursów walutowych⁷⁷⁸.

Szczegółowy mechanizm wpływu zmian we wskaźniku *LtV* (oraz *DtI*) na cykl kredytowy oraz odporność sektora finansowego przedstawiono na rysunku 57. Zgodnie z powyższym schematem, wprowadzenie maksymalnego dopuszczalnego wskaźnika *LtV* prowadzi do ograniczenia dostępności kredytu mieszkaniowego dla części kredytobiorców niemogących wnieść wymaganego wkładu własnego. To z kolei skutkuje poprawą jakości portfela kredytowego poprzez ograniczenie wskaźników *PD*⁷⁷⁹ (ang. *probability of default*) oraz *LGD*⁷⁸⁰ (ang. *loss given default*), a w konsekwencji wzrostem odporności sektora finansowego. Wzrost odporności sektora finansowego może nastąpić także na skutek zaostrzenia warunków

⁷⁷⁴ Olszak M., Światała F., *Antycykliczne instrumenty polityki makroostrożnościowej wpływające na rynek nieruchomości w Unii Europejskiej*, Bezpieczny Bank, 4(61), 2015.

⁷⁷⁵ https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/raport_2016_slownik.pdf, 2018.

⁷⁷⁶ Szpunar P., *Rola polityki makroostrożnościowej...*,

⁷⁷⁷ Awai J., Bowrin D., Majid M., Mooteeram Ch., *Use of loan-to-value ratio as a macroprudential tool in the mitigation of residential property price volatility*, s. 8, *Renewal Series Paper 4*, 2017.

⁷⁷⁸ Kata R., *Kredyty hipoteczne w Polsce w kontekście stabilności finansowej i makroekonomicznej*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku, Nauki Ekonomiczne, t. XXII, 2015.

⁷⁷⁹ *PD* – prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania przez kontrahenta w okresie jednego roku. *PD* mówi o tym, z jakim prawdopodobieństwem (dolny pułap 0,03%) w horyzoncie jednego roku nastąpi strata kredytowa z nim związana.

⁷⁸⁰ *LGD* – to kwota, którą bank lub inna instytucja finansowa traci, gdy pożyczkobiorca nie wywiązuje się z pożyczki, przedstawiona jako procent całkowitej ekspozycji w momencie nie wykonania zobowiązania. Całkowite *LGD* instytucji finansowej jest obliczane po zrewidowaniu wszystkich niespłaconych pożyczek przy użyciu skumulowanych strat i ekspozycji.

kredytowania w zakresie *LtV* wprowadzonych przez banki jako odpowiedź na oczekiwania wobec działań instytucji nadzorczych⁷⁸¹.

Tabela 59. Skuteczność *LtV* i jego ograniczenia

Skuteczność <i>LtV</i>
• pozytywny wpływ limitów <i>LtV</i> na wyhamowanie dynamiki cen na rynku nieruchomości, • wprowadzenie ograniczenia w postaci maksymalnego dopuszczalnego wskaźnika <i>LtV</i> może mieć pozytywny wpływ na jakość portfela kredytów mieszkaniowych w bankach, • skuteczność maksymalnych dopuszczalnych wskaźników <i>LtV</i> w stabilizacji sytuacji na rynku mieszkaniowym zależy od krajowych uwarunkowań regulacyjnych, rynkowych i instytucjonalnych, • wprowadzenie ograniczeń w <i>LtV</i> nie ogranicza sprzężenia zwrotnego pomiędzy rynkiem kredytów mieszkaniowych a cenami nieruchomości mieszkaniowych, • wprowadzanie zróżnicowania wielkości <i>LtV</i> w zależności od celu, na który udzielany jest kredyt mieszkaniowy; np. zaciągany kredyt na mieszkanie kupowane w celu inwestycyjnym musi spełniać <i>LtV</i> w wysokości 70%, a kredyt na pierwsze własne mieszkanie <i>LtV</i> w wysokości 90%. Badania wskazują, co najmniej na dwie przesłanki niższej szkodowości kredytów na pierwsze mieszkanie. Po pierwsze banki dokonują bardziej szczegółowej oceny zdolności kredytowej klientów, którzy po raz pierwszy zaciągają kredyt mieszkaniowy. Po drugie, klienci ci nie traktują często pierwszego mieszkania, jako docelowego, więc dbają o budowę dobrej historii zdolności kredytowej na przyszłość. Z kolei klienci kredytów mieszkaniowych w celach inwestycyjnych mają większy apetyt na ryzyko.
Ograniczenia <i>LtV</i>
• większość firm zajmujących się wyceną nieruchomości mieszkaniowych jest własnością banków. Dlatego wycena nieruchomości mieszkaniowych jest dostosowywana do limitów i możliwości klienta, a nie odzwierciedlała rzeczywistej wartości nieruchomości mieszkaniowych, • ograniczeniem jest sytuacja, gdy spadkowi popytu ze strony osób niespełniających warunku wniesienia minimalnego wkładu własnego będzie towarzyszył wzrost popytu ze strony osób, które taki wkład własny posiadają, • ograniczeniem skuteczności omawianego instrumentu jest pojawienie się znacznego popytu spekulacyjnego na rynku nieruchomości mieszkaniowych, • czynnikiem, który może również zaburzać skuteczność oddziaływania wskaźnika <i>LtV</i>, jest wzrost zakupu nieruchomości mieszkaniowych za gotówkę. Wyższy odsetek osób, które rynek nieruchomości mieszkaniowych traktują jako alternatywę dla nisko oprocentowanych depozytów, może sprawić, że w ujęciu całego rynku nieruchomości spada możliwość oddziaływania <i>LtV</i> na rynek nieruchomości poprzez cykl kredytowy, • funkcje wskaźnika <i>LtV</i>, dotyczące stabilizacji cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych, mogą być zasadniczo zakłócone w sytuacji, gdy znaczący odsetek mieszkań będzie nabywany w systemie gotówkowym, na który nie oddziałuje w żaden sposób wprowadzenie limitów <i>LtV</i>. Wzrost popytu i wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nie będzie mógł być w takim przypadku powstrzymany nałożeniem limitów związanych z <i>LtV</i>, a będzie on jedynie „wypychał” z rynku kredytowego część gospodarstw domowych, które w sytuacji spekulacyjnego wzrostu cen mieszkań nie dysponują wkładem własnym.

Źródło: Raport Heritage Real Estate, *Znaczenie instytucji wkładu własnego dla rynku nieruchomości*, 2018.

Ograniczenie maksymalnego dopuszczalnego wskaźnika *LtV* wpływać może na popyt lub podaż kredytu mieszkaniowego. W przypadku oddziaływania popytowego, limit *LtV* skutkować może zróżnicowaniem ceny kredytu dla kredytobiorców posiadających oraz nieposiadających odpowiedniego wkładu własnego. W rezultacie konieczność ponoszenia wyższych kosztów finansowania przez kredytobiorców nieposiadających wymaganego wkładu własnego może przełożyć się na spadek popytu na kredyt mieszkaniowy. W przypadku oddziaływania podażowego, limity *LtV* wpłyną natomiast na wycofanie się banków z finansowania

⁷⁸¹ Kuttner and Shin, *Can Non-interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies*, BIS Working Papers, 2013.

wania kredytobiorców niespełniających wymogu minimalnego wkładu własnego. W obu przypadkach oczekiwać można zatem spadku presji cenowej na rynku nieruchomości. Zgodnie z powyższym, wpływ wprowadzonych limitów *LtV* rozpatrywać można w aspekcie makro oraz mikro. Wpływ limitów *LtV* w aspekcie makroekonomicznym przejawia się w ograniczeniu zmienności cen na rynku nieruchomości oraz zwiększeniem odporności sektora bankowego na spowolnienie na rynku nieruchomości, poprzez zapewnienie lepszych zabezpieczeń dla posiadanych w portfelu kredytów. W skali mikro, oddziaływanie limitów *LtV* dotyczy indywidualnych kredytobiorców i przejawia się ograniczeniem wzrostu kredytów oraz ograniczeniem ryzyka związanego ze zmiennością cen na rynku nieruchomości⁷⁸².

Literatura przedmiotu wskazuje na możliwość ograniczenia skuteczności limitów *LtV* jako narzędzia wygładzającego cykl na rynku kredytów mieszkaniowych. Sytuacja taka może mieć miejsce, gdy spadkowi popytu ze strony osób niespełniających warunku wniesienia minimalnego wkładu własnego będzie towarzyszył wzrost popytu ze strony osób taki wkład własny posiadających. Drugim czynnikiem, który wpływać może na skuteczność omawianego instrumentu jest znaczenie popytu spekulacyjnego na rynku mieszkaniowym⁷⁸³.

Im wyższa jest wartość *LtV*, tym większe ryzyko ponosi bank. Poziom *LtV*, który jest możliwy do zaakceptowania, może się różnić w zależności od banku⁷⁸⁴. Należy również nadmienić, że wskaźnik ulega zmianie w trakcie czasu spłaty kredytu. Jest to spowodowane spłatą kapitału, a także zmianą wartości nieruchomości mieszkaniowej, będącej zabezpieczeniem kredytu mieszkaniowego. Zgromadzenie wkładu własnego przyczynia się do oszczędności, które ułatwiają późniejszą spłatę kredytu. Umożliwia to również stworzenie marginesu bezpieczeństwa w przypadku niekorzystnej sytuacji finansowej, która zmusiłaby kredytobiorcę do rozwiązania umowy. W takiej sytuacji prawdopodobnie mógłby sprzedać nieruchomość mieszkaniową po cenie, która wystarczylaby na spłatę zobowiązania. W sytuacji, kiedy *LtV* jest równe bądź przekracza 100% wartości nieruchomości mieszkaniowej, nawet w przypadku sprzedaży nieruchomości mieszkaniowej, kredytobiorca nie byłby w stanie spłacić kredytu mieszkaniowego⁷⁸⁵. Działania regulacyjne na rynku kredytowym wymagają realizacji celów, które często są niełatwe do pogodzenia. Ochrona gospodarstwa domowego przed nadużyciami ze strony podmiotów finansowych, przede wszystkim konsumenta, który posiada niską wiedzę finansową, uzasadnia interwencję regulacyjną państwa na rynku kredytów hipotecznych. Efekty zewnętrzne związane z decyzjami kredytowymi (pożyczkobiorca i pożyczko-

⁷⁸² Duffy D., *Irish Housing: A Role for Loan-to-Value Limits?*, Renewal Series Paper 7, ESRI, 2013.

⁷⁸³ Olszak M., Świata F., *Antycykliczne instrumenty polityki...*,

⁷⁸⁴ www.kredyt.ogar.pl, 2017.

⁷⁸⁵ Claessens S., *An Overview of Macroprudential Policy Tools*, IMF Working Paper, WP/14/214, IMF 2014.

dawca nie wyceniają w swoich decyzjach wszystkich kosztów społecznych związanych z zaciąganiem kredytu) uzasadniają interwencję państwa na rynku finansowym a tym samym ingerencję państwa w wielkość akcji kredytowej⁷⁸⁶. Z drugiej strony łatwy dostęp do kredytów dla gospodarstw domowych, powoduje wzrost ich dobrobytu poprzez wzrost inwestycji i konsumpcji.

Tabela 60. Równowagi, które musi osiągnąć polityka regulacyjna – na poziomie mikro, makro.

POZIOM MAKRO Ochrona gospodarki	Zapobieganie nadmiernemu zadłużeniu i ryzyka destabilizacji finansowej	Wspieranie rozwoju systemu finansowego i optymalnego poziomu kredytowania gospodarki
POZIOM MIKRO Ochrona konsumenta	Ochrona osób o niskiej wiedzy finansowej	Zapewnienie dostępu do finansowania osobom, które umieją zarządzać swoimi finansami
Równowaga między innowacją i bezpieczeństwem	Kontrola wpływu innowacji na stabilność gospodarczą i bezpieczeństwo klientów	Zapewnienie warunków do rozwoju innowacji

Zródło: Morawski I., Wieczorek Sz., *Zadłużenie i bezpieczeństwo finansowe Polaków*, Bonnier Business (Polska) sp. z o.o., Warszawa 2019, s. 23.

Badania ekonomiczne często pokazują, że brak wiedzy finansowej jest szeroko rozpowszechnionym zjawiskiem w społeczeństwach państw rozwiniętych i że prowadzi do podejmowania decyzji nieoptymalnych z indywidualnego i społecznego punktu widzenia. Z tego powodu produkty finansowe powinny być jak najbardziej przejrzyste, komunikowane w prostej formie, dopasowane do faktycznych potrzeb konsumenta. Błąd w zakupie produktu kredytowego jest bowiem nieporównywalnie bardziej kosztowny dla konsumenta i społeczeństwa niż błąd w zakupie butów, biletów do kina czy wakacji⁷⁸⁷.

7.4.2. Rekomendacje nadzoru finansowego w sferze kredytów mieszkaniowych w Polsce

Wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych w Polsce rozpoczął się już w 1999 r., jednakże kulminacyjny punkt rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych przypada na lata 2006-2008. Z końcem 2001 roku zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych stanowiło 17,7% zadłużenia gospodarstw domowych ogółem. Pod koniec 2005 roku odsetek ten wzrósł do 37,1%. Znaczny wzrost kredytów na zakup nieruchomości odnotowano także w sektorze przedsiębiorstw. O ile na koniec 2001 roku kredyty na zakup nieruchomości stanowiły niespełna 6%, na koniec 2005 roku udział ten wzrósł do 13,8%⁷⁸⁸. Polski nadzór bankowy (KNB) w 2006 r. podjął próbę uregulowania rynku kredytów zabezpieczonych hipotecznie poprzez wydanie pierwszej z cyklu Rekomendacji S dotyczących dobrych praktyk w

⁷⁸⁶ Turner G., *The Credit Crunch: Housing Bubbles, Globalisation and the Worldwide Economic Crisis*, Pluto Books: London 2012.

⁷⁸⁷ Morawski I., Wieczorek Sz., *Zadłużenie i bezpieczeństwo...*, s. 24.

⁷⁸⁸ Opracowanie własne na podstawie danych z NBP.

analizowanym obszarze. Ryzyko finansowania nieruchomości, w ocenie Komisji pogłębiały dodatkowo takie kwestie, jak:

- niejasna sytuacja prawna wielu nieruchomości (zwłaszcza inwestycji realizowanych przez spółdzielnie mieszkaniowe) i towarzyszący temu niesprawny system ksiąg wieczysto-księgowych;
- niska jakość wycen nieruchomości i brak jasnych wytycznych w tym zakresie;
- brak procedur i standardów prowadzenia egzekucji należności z zabezpieczenia hipotecznego, brak doświadczeń w zakresie sprzedaży wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie;
- brak wypracowanych zasad monitorowania wartości i jakości nieruchomości stanowiących przedmiot zabezpieczenia bankowego⁷⁸⁹.

W kolejnych latach wdrażano Rekomendację S, jak i S (II). Wśród stosowanych na rynku bankowym wskaźników odnoszących się bezpośrednio do rynku nieruchomości i warunkujących możliwości zaciągnięcia zobowiązania przez kredytobiorców wymienić trzeba przede wszystkim wskaźniki *Dtl* oraz *LtV*. Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz.U. z 2017 r., poz. 819)⁷⁹⁰. Postanowienia:

- ustawa o kredycie hipotecznym reguluje m.in.: zasady zawierania umów o kredyt hipoteczny.
- definicja umowy o kredyt hipoteczny wskazuje, iż regulacja odnosi się wyłącznie do kredytów udzielanych konsumentom, zaś umowa powinna odnosić się do kredytu zabezpieczonego hipoteką lub innym prawem związanym z nieruchomością mieszkalną.
- kredyt hipoteczny może być udzielony w walucie lub indeksowany do waluty, w której konsument uzyskuje większość swoich dochodów lub posiada większość oszczędności.
- w ustawie pojawiają się tradycyjne sformułowania odnoszące się do treści reklam kredytu hipotecznego. Otóż muszą być one „jednoznaczne, rzetelne, zrozumiałe.
- ustawa wprowadza zakaz sprzedaży związanej (definicja w art. 4 pkt 20 ustawy) – wyłączając bezpłatny rachunek płatniczy lub oszczędnościowo-rozliczeniowy przeznaczony do spłaty i obsługi kredytu (art. 9 ust. 1 ustawy).
- zakres informacji udostępnianych bezpłatnie konsumentowi – oczywiście „*na trwałym nośniku*” – określa art. 10 ust. 1. Nowością jest jednak obowiązek przekazania

⁷⁸⁹ Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych...*, s. 209.

⁷⁹⁰ Opracowanie własne na podstawie Dz.U. 2017, poz. 819, dalej nazywana: ustawa o kredycie hipotecznym.

indywidualizowanych informacji niezbędnych do porównania kredytów hipotecznych dostępnych na rynku, a także oceny konsekwencji zaciągniętego zobowiązania.

- kredytodawca (pośrednik, agent) ma obowiązek odpowiedzieć na wniosek kredytowy (decyzja kredytowa) w dwudziestym pierwszym dniu po złożeniu wniosku – zastanawiające, że decyzja kredytowa (która jest ofertą w rozumieniu art. 66 kc) może być podjęta wcześniej tylko na zgodę konsumenta.
- kredytodawca, pośrednik i agent mają obowiązek przyjęcia i stosowania „*zasad dobrych praktyk*”, które mogą mieć postać procedur wewnętrznych (art. 16 ustawy);
- ostatecznie w ustawie nie ma postanowień zakazujących wynagradzania pośredników i agentów za świadczone usługi.
- kredytodawca ma obowiązek dokonać oceny zdolności kredytowej konsumenta.
- ustawa wprowadza dość szczegółowe uregulowania w zakresie doradztwa kredytowego – m.in. zakaz stosowania pojęć „doradca” przez kredytodawców, pośredników i agentów.
- treść umowy o kredyt określa art. 29 ust. 1 ustawy oraz art. 69 ust. 2 prawa bankowego.
- ustawa reguluje kwestie związane z opóźnieniami w spłacie rat i restrukturyzacji zadłużenia.
- konsument ma prawo spłacić kredyt przed terminem – w całości lub w części.
- ustawa zastrzega na rzecz konsumenta prawo odstąpienia od zawartej umowy kredytu hipotecznego w terminie 14 dni od jej zawarcia.
- odstąpienie od umowy nie może wiązać się z żadnymi dodatkowymi kosztami dla konsumenta, z wyjątkiem odsetek za okres od dnia wypłaty do dnia spłaty.
- nadzór KNF nad działalnością pośredników kredytu hipotecznego – pośrednik może prowadzić działalność po uzyskaniu zezwolenia i wpisaniu do rejestru pośredników kredytowych.
- zezwolenia nie wymaga pośrednik, który działa wyłącznie na rzecz jednego kredytodawcy, ale i on musi uzyskać wpis do rejestru KNF (art. 57 ustawy);
- udzielanie kredytów przez podmioty niebędące kredytodawcami w rozumieniu ustawy to grzywna do 5 mln zł i do 3 lat pozbawienia wolności; prowadzenie działalności pośrednictwa bez zezwolenia – grzywna do 100 tys. zł i do 2 lat pozbawienia wolności.

Rekomendacja S miała stanowić ramy dla poprawnej identyfikacji, zarządzania i kontroli ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie. W treści rekomendacji wiele miejsca poświęcono zagadnieniom dotyczącym wdrożenia regulacji wewnętrznych, określaniu limitów zaangażowania, z uwzględnieniem specyfiki przedmiotu kredytowania i rodzaju

przyjmowanego zabezpieczenia, oraz tworzeniu baz danych pozwalających na bieżące monitorowanie zmian w generowanym portfelu kredytowym.

Tabela 61. Rekomendacje KNF w zakresie kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017

Nazwa regulacji	Data	Cel, charakter zmian w odniesieniu do rynku kredytów mieszkaniowych
Rekomendacja S* dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie	2006	Regulowanie rynku kredytów zabezpieczonych hipotecznie
Rekomendacja S II dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie	2008	Konieczność edukacji klientów, zobowiązując banki do informowania kredytobiorców, w formie pisemnej, o ryzyku walutowym, ryzyku stopy procentowej oraz wpływie spreadu walutowego na obciążenia z tytułu spłaty kredytu
Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych	2010	Rekomendacja 10 - Rekomenduje się, aby banki przyjmowały obiektywnie bezpieczny poziom obciążenia dochodów klientów detalicznych spłatą zobowiązań kredytowych i finansowych, uwzględniając wpływ warunków makroekonomicznych na ich zdolność kredytową Rekomendacja 10.4 - Maksymalny poziom relacji wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych do średnich dochodów netto osiąganych przez osoby zobowiązane do spłaty zadłużenia nie powinien być wyższy niż 50% dla klientów detalicznych o dochodach netto nieprzekraczających poziomu przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce, w żadnym jednak przypadku nie powinien być wyższy niż 65%
Rekomendacja S III dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie	2011	Poprawa zarządzania ryzykiem związanym z kredytami hipotecznymi wywołanej brakiem należytej samoregulacji ze strony banków oraz prognozowanej sytuacji gospodarczej kraju (spowolnienie gospodarcze, rosnąca inflacja, wzrost stopy bezrobocia)
Rekomendacja T II dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych	2013	Wprowadzono zasadę indywidualnego określania przez banki tego parametru adekwatnie do specyfiki prowadzonej działalności oraz akceptowanego przez bank poziomu ryzyka (zrezygnowano ze „sztywnego” wskaźnika 50/65%) Akceptowalna wartość Dtl powinna być określona w zatwierdzonej przez radę nadzorczą banku strategii zarządzania ryzykiem Rekomendacja 9.2 - W przypadku, gdy klient detaliczny posiada lub wnioskuje o kredyt w walucie obcej, innej niż waluta, w jakiej uzyskuje dochody, maksymalny limit odnoszący się do relacji obciążeń z tytułu obsługi zadłużenia do dochodów klienta detalicznego powinien być ustalony z zachowaniem dodatkowego, odpowiedniego buforu bezpieczeństwa, ustalonego przy uwzględnieniu zmienności kursów walut Bufor ten powinien być zastosowany poprzez wzrost przyjmowanych obciążeń z tytułu spłaty posiadanych i wnioskowanych ekspozycji kredytowych wyrażonych w walucie innej niż waluta dochodów klienta detalicznego o minimum 20%
Rekomendacja S IV dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie	2013	Wyraźne wskazanie konieczności ustalenia poziomu wskaźnika Dtl – analogicznie jak w Rekomendacji T W procesie oceny zdolności kredytowej klientów detalicznych, szczególną uwagę bank powinien zwracać na sytuacje w których, wskaźnik Dtl przekracza 40% dla klientów o dochodach nieprzekraczających przeciętnego poziomu wynagrodzeń w danym regionie zamieszkania oraz 50% dla pozostałych klientów. Wynika to z bardzo długiego okresu spłaty większości ekspozycji zabezpieczonych hipotecznie oraz tego, że w przypadku większości gospodarstw domowych koszty utrzymania przekraczają połowę ich dochodów netto

* Rekomendację S wdrożyła Komisja Nadzoru Bankowego (2006), kolejne Rekomendacje wdrożyła Komisja Nadzoru Finansowego (2008, 2011, 2013). Rekomendację T wdrożyła Komisja Nadzoru Finansowego.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dostępnej literatury.

Część rekomendacji ograniczono podmiotowo do banków posiadających znaczące zaangażowanie w ekspozycje kredytowe zabezpieczone hipotecznie, traktując pod tym pojęciem zaangażowanie powyżej 10% sumy bilansowej lub powyżej 20% portfela kredytowego banku⁷⁹¹.

Rekomendacja S z 2006 roku zwróciła uwagę banków na specyfikę długoterminowego finansowania hipotecznego, wymóg ciągłego monitorowania tego portfela zarówno z punktu widzenia kredytobiorców (spełnienie warunków określonych w umowie), poprawności realizacji inwestycji i wykorzystania środków pochodzących z kredytu, jak i wartości i jakości nieruchomości stanowiącej zabezpieczenie wierzytelności banku⁷⁹².

Wzrastający popyt na nieruchomości mieszkalne, ożywienie gospodarcze i coraz większy optymizm konsumentów, podtrzymywany dodatkowo rosnącymi cenami nieruchomości, zachęcał banki do liberalizacji polityki kredytowej. Z kolei rosnąca konkurencja na rynku bankowym, potęgowała dążenie banków do wzmacniania ich pozycji konkurencyjnej i zwiększenia udziału w rynku kredytów mieszkaniowych. W efekcie zachwiana została równowaga pomiędzy ceną kredytów a ryzykiem wynikającym z jednej strony z nieterminowej obsługi portfela przez kredytobiorców, z drugiej z ryzyka finansowania przede wszystkim portfeli kredytów walutowych.

Nowelizacja Rekomendacji S z 2008 roku miała na celu wdrożenie zasad informowania klientów banków o ryzyku spłaty kredytów walutowych. Banki powinny rzetelnie informować klientów o kursach walut oraz o spreadach walutowych⁷⁹³.

Nadrzędnym celem wprowadzenia Rekomendacji T było przede wszystkim wzmocnienie zarządzania ryzykiem kredytowym oraz powstrzymanie zjawiska prze-kredytowania. Realizacji tak zdefiniowanego celu miały służyć rekomendowane przez KNF działania zmierzające m.in. w kierunku:

- Wprowadzenia maksymalnego poziomu kosztów obsługi zadłużenia, na poziomie odpowiednio 50% lub 65% dochodów netto wnioskodawców (poziom 65% zawężony został wyłącznie do klientów detalicznych o dochodach netto przekraczających poziom przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce).
- Dokonywania rzetelnej oceny zdolności kredytowej, przy wykorzystaniu dostępnych baz danych oraz zapewnienia wiarygodności informacji pozyskiwanych z deklaracji i oświadczeń składanych przez kredytobiorców (zwłaszcza banki zobowiązane zostały do

⁷⁹¹ Ibidem, s. 209.

⁷⁹² https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_S_18_06_2013_34880._34880.pdf.

⁷⁹³ Uchwała nr 391/2008 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 17 grudnia 2008 r. w sprawie wydania Rekomendacji S (II) dotyczącej dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, Dz. Urz. 2008, KNF nr 8, poz. 45.

uwzględniania w analizie zdolności kredytowej kosztów utrzymania i wydatków gospodarstw domowych, opartych na obiektywnych danych).

- Uwzględniania w ocenie zdolności kredytowej wszelkich zobowiązań finansowych, w kwotach rzeczywistych (zalecenie to dotyczyło głównie limitów w kartach kredytowych i limitach w kontach, które wiele banków uwzględniało w wartościach średniego wykorzystania), za których spłatę kredytobiorca jest lub może być odpowiedzialny⁷⁹⁴.
- Zachowania odpowiedniego bufora bezpieczeństwa w stosunku do kredytów wnioskowanych w walutach obcych poprzez przyjęcie w ocenie zdolności kredytowej min. 20% (dla kredytów z okresem spłaty powyżej 5 lat) wzrostu obciążeń z tytułu spłaty kredytów wyrażonych w innej walucie niż waluta dochodów klienta.
- Uwzględniania w ocenie zdolności kredytowej kredytów o zmiennej stopie procentowej możliwości jej zmiany, przy czym wielkość tych zmian banki winny oszacować indywidualnie na podstawie analiz zmienności stóp rynkowych⁷⁹⁵.
- Stałego monitorowania poziomu zabezpieczenia ekspozycji kredytowej, w tym kalkulacji poziomu wskaźnika *LtV* wskazującego na obciążenie przedmiotu zabezpieczenia kwotą udzielonego kredytu. W tym przypadku banki powinny przyjąć bufor bezpieczeństwa dla pokrycia w szczególności skutków nieprzewidzianych zmian kursów walut i ich wpływu na wysokość ekspozycji kredytowych – bufor ten winien zostać określony minimalnie na poziomie 80% *LtV*.
- Odpowiedniego zarządzania ekspozycjami detalicznymi poprzez wprowadzenie wewnętrznych limitów ograniczających ryzyko, odpowiedniej wyceny zabezpieczeń i stress testów (przeprowadzanie testów warunków skrajnych, przy założeniu m.in. wzrostu stóp procentowych o 400 pkt. bazowych oraz wzrostu kursów walut o 30%)⁷⁹⁶.

Trudno się jednak oprzeć wrażeniu, iż wprowadzenie w życie Rekomendacji T, w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, nie przyniosło oczekiwanych rezultatów. Z danych prezentowanych przez Biuro Informacji Kredytowej wynika, że jakość portfela wygenerowanego w roku 2011, zarówno w walucie krajowej, jak i obcej, psuje się dużo szybciej niż portfel roku 2010, naśladując najgorszy z dotychczasowych scenariuszy, nakreślony w 2008 r. Udział kredytów z opóźnieniem w spłacie powyżej 30 dni oscylował na koniec 2011 r. w granicach 2,3%. Dla porównania można dodać, że ten sam wskaźnik dla generacji z lat 2005 i

⁷⁹⁴ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/RekomendacjaT_33586.pdf.

⁷⁹⁵ Tylińska J., *Najważniejsze uwagi ZBP do uchwalonej w dniu 23 lutego 2010 r. przez KNF rekomendacji T dotyczącej dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, www.zbp.pl

⁷⁹⁶ Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych...*, s. 212.

2007 kształtował się w tym okresie na poziomie ok. 2%, a dla roku 2006 przyjmował wartości bliskie 1,7%⁷⁹⁷.

Wśród czynników odpowiedzialnych za powyższą sytuację na rynku kredytów mieszkaniowych wskazuje się m.in.:

- dalsze łągodzenie kluczowych parametrów ryzyka analizowanych kredytów;
- systematyczny spadek cen nieruchomości;
- zmiany w programie „Rodzina na Swoim”, stopniowe wygaszanie do końca 2012 r.;
- utrzymywanie finansowania w walutach obcych przez niektóre banki;
- promowanie finansowania inwestycji z wysokim, przekraczającym 80% wskaźnikiem *LtV*, w szczególności w odniesieniu do kredytobiorców o niższym statusie majątkowym;
- nadmierne wydłużanie okresu kredytowania w celu zapewnienia zdolności kredytowej;
- ustalanie przez niektóre banki minimalnej wysokości kosztów utrzymania gospodarstwa domowego i jego członków na poziomie poniżej progów socjalnych;
- zbyt liberalne podejście do rekomendowanych przez KNF działań i brak pełnego wdrożenia wymagań regulatora⁷⁹⁸.

Rekomendacja T wywołała wiele kontrowersji, a przede wszystkim zapisy dotyczące badania zdolności kredytowej, określające maksymalny poziom relacji wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych do średnich dochodów netto, który nie powinien być wyższy niż 50% w przypadku osób uzyskujących dochody poniżej przeciętnego poziomu wynagrodzenia w gospodarce, a w przypadku osób z wyższymi dochodami poziom tych relacji nie powinien przekroczyć 65%⁷⁹⁹.

Związek Banków Polskich podkreślał, że w przypadku osób o wysokich dochodach, które przekraczają dwukrotność średnich krajowych, bardziej zasadne jest stosowanie dodatkowego limitu długu do dochodów na poziomie 80%, bowiem wśród klientów są tacy, którzy po pokryciu niezbędnych kosztów utrzymania dysponują wyższym poziomem dochodu, w związku z tym banki mogą im zaoferować duży wachlarz produktów. Zdaniem ZBP przyjęte wytyczne z Rekomendacji T mogą przyczynić się do rezygnacji tych osób z usług polskich banków i finansowania się za granicą⁸⁰⁰.

⁷⁹⁷ Topiński A., *Kredyty mieszkaniowe w bazach Biura Informacji Kredytowej. Sprzedaż kredytów, jakość portfeli*, materiały konferencyjne, VIII Międzynarodowy Kongres Finansowania Nieruchomości w Krajach Europy Środkowej, Warszawa 2011, s. 24-25.

⁷⁹⁸ Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych...*, s. 213.

⁷⁹⁹ Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, <http://www.knf.gov.pl>

⁸⁰⁰ Tylińska J., *Najważniejsze uwagi ZBP do uchwalonej...*,

Rekomendacja T została wprowadzona w celu ochrony klientów banków przed udzielaniem im kredytów, których w przyszłości nie będą mogli spłacić, aczkolwiek większość banków samodzielnie zaostrzyła swoje procedury; wprowadzenie dodatkowych ograniczeń przyczynia się często do zmniejszenia liczby udzielanych kredytów, co może uderzyć w gospodarkę, bowiem jeżeli banki dostosują się do rekomendacji, skutki mogą być odczuwalne na przykład przez deweloperów, którzy oferowali sprzedaż ratalną itp⁸⁰¹.

Zgodnie z Rekomendacją T badając zdolność kredytową, należy uwzględniać wszelkie zobowiązania wnioskodawcy, w tym również te, które jeszcze nie zostały udzielone, o które klient wnioskuje. Często jednak, w przypadku kredytów mieszkaniowych, klienci składają kilka wniosków równocześnie. Biorąc pod uwagę wysokość rat takich kredytów, złożenie wniosku w innym banku będzie faktycznie oznaczało brak zdolności kredytowej w obu bankach⁸⁰².

Biorąc pod uwagę powyższe wątpliwości, możliwe jest określenie korzyści i zagrożeń płynących z wprowadzenia Rekomendacji T. Wśród korzyści można wyróżnić:

- jasno określone zasady polityki kredytowej obowiązujące w bankach,
- ograniczone ryzyko funkcjonowania banków,
- uzyskiwanie bieżącej informacji na temat ekspozycji detalicznych,
- ograniczenie ryzyka podejmowania subiektywnych decyzji kredytowych w związku z rozdzieleniem funkcji sprzedawcy i analityka,
- ochrona klientów zwłaszcza tych o najniższych dochodach przed kredytami, których nie będą w stanie spłacić,
- poprawa relacji banków z klientami.

Na przyspieszenie kolejnych działań ze strony regulatora wpływ miały takie okoliczności, jak:

- brak odpowiednich źródeł finansowania portfeli walutowych kredytów mieszkaniowych oraz pogłębiające się niedopasowanie struktury terminowej pasywów i aktywów;
- ograniczenie oddziaływania instrumentów polityki monetarnej i coraz większy wpływ zagranicznych władz monetarnych na kształtowanie ceny części kredytów hipotecznych;
- zachwianie równowagi na rynku nieruchomości, zmniejszenie dostępności mieszkań oraz niekorzystna sytuacja finansowa w branży budowlanej;

⁸⁰¹ Strycharczyk A., *Rekomendacja T – szanse i zagrożenia*, zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2012, s. 552.

⁸⁰² Tylińska J., *Najważniejsze uwagi ZBP do uchwalonej...*

- pogarszająca się jakość kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych;
- pogarszanie się wskaźnika *LtV* kredytów mieszkaniowych;
- brak wiarygodnych baz danych służących bieżącej ocenie wartości portfela zabezpieczeń hipotecznych banków⁸⁰³.

Rekomendowane przez regulatora działania, włączone do kolejnego wydania Rekomendacji S, opublikowanego w styczniu 2011 r., skupiły się zatem przede wszystkim na:

- 1) Dalszym zaostrzaniu oceny zdolności kredytowej; w tym celu:
 - a. przyjmowany do oceny zdolności kredytowej okres spłaty kredytu określono maksymalnie na 25 lat;
 - b. dochody kredytobiorców uwzględniane w ocenie zdolności kredytowej winny ujmować prawdopodobną zmianę poziomu dochodów kredytobiorców z chwilą nabycia przez nich uprawnień emerytalnych;
 - c. poziomu relacji wydatków związanych ze spłatą zobowiązań kredytowych do średnich dochodów netto w odniesieniu do kredytów walutowych i denominowanych nie powinien przekraczać 42%.
- 2) Uzależnieniu dopuszczalnego wskaźnika *LtV* od własnych danych empirycznych lub obiektywnych analiz zewnętrznych, wskazujących na przewidywany poziom odzysku z zabezpieczenia. Przy braku wystarczającej analizy, finansowanie nie powinno przekraczać poziomu *LtV* równego 80%⁸⁰⁴.

Najważniejsze, z punktu widzenia kredytobiorców, zmiany wprowadzane przez zmienianą Rekomendację T w 2013 roku, są następujące:

- możliwość uproszczonej procedury weryfikacji kredytowej klientów;
- odejście od sztywnego wskaźnika długu do dochodu (tzw. *DtI* – *Debt to Income*). Wskaźnik ten narzucony odgórnie i obecnie wynosi nawet 65% dla klientów o dochodach w wysokości nieprzekraczającej średniego wynagrodzenia w gospodarce. Ma on być zastąpiony wskaźnikami zatwierdzanymi przez władze poszczególnych banków (rady nadzorcze a dalej zarządy) zgodnie ze strategią funkcjonowania poszczególnych instytucji finansowych;
- bezwzględny wymóg korzystania przez banki oraz inne instytucje, w trakcie oceny badania zdolności i wiarygodności kredytowej klientów, z zewnętrznych baz danych, co powinno z dużym prawdopodobieństwem zwiększyć skuteczność i właściwą ocenę

⁸⁰³ Kwaśniak W., *Poprawa bezpieczeństwa rynku kredytów mieszkaniowych w aspekcie polityki nadzorczej*, Materiały konferencyjne, VIII Międzynarodowy Kongres Finansowania Nieruchomości w Krajach Europy Środkowo-wschodniej, Warszawa 2011.

⁸⁰⁴ Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych...*, s. 214.

klienta ubiegającego się o pożyczkę – zatem nie będzie już można posiłkować się wyłącznie raportem co do tego, jak dany klient zachowywał się z produktami kredytowymi w danym banku⁸⁰⁵.

W wyniku nowelizacji Rekomendacji T w 2013 r. KNF odszedł od sztywnego regulowania wskaźnika *DtI* – chociaż podtrzymał ograniczenie dostępu do kredytów udzielanych według uproszczonych zasad, ograniczając ich wysokość i wiążąc ją z okresem wcześniejszej współpracy konsumenta z bankiem.

Banki przy ocenie zdolności kredytowej przyjmują zbyt niskie bufony bezpieczeństwa, co oznacza niedoszacowanie ryzyka stopy procentowej w długiej perspektywie. Dlatego KNF wydał zalecenie, aby minimalna wielkość bufora była nie niższa niż 2.5 p.p.⁸⁰⁶.

W oparciu o dane Komisji Nadzoru Finansowego z lat 2014-2017 można przeanalizować poziom współczynnika *DtI* w momencie udzielania kredytu mieszkaniowego. Po pierwsze należy wskazać, że w okresie 2014-2017 miało miejsce nieznaczne ograniczenie skali udzielanych kredytów o bardzo wysokim poziomie *DtI* (powyżej 60%) z 3,8% w 2014 roku do 3,4% w 2017 roku. Wyraźniejszą poprawę w zakresie bezpieczeństwa portfela kredytów mieszkaniowych pod kątem wielkości *DtI* widać w ujęciu ilościowym. Liczba kredytów o poziomie *DtI* powyższej 60% spadła z 6,3 tys. szt. w 2014 roku do 5,3 tys. szt. w 2017 roku. Generalnie jednak odsetek kredytów charakteryzujących się relacją zobowiązań kredytowych do dochodów netto na poziomie powyżej 50% nieznacznie wzrósł – z 14% w 2014 roku poprzez 15,7% w 2015 roku, do 15,9% w 2017 roku. Wskazuje to jednak, że znaczna część akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych (ok. 75%) znajduje się na bezpiecznych poziomach pod kątem wartości *DtI* i nie stanowi zagrożenia dla stabilności sektora finansowego. Można również wskazać, że brak wyznaczonych „twardych” limitów *DtI* sprzyja elastycznemu prowadzeniu polityki kredytowej w bankach, nie dopuszczając jednocześnie do wzrostu ryzyka związanego z pogorszeniem jakości portfela⁸⁰⁷.

Banki zastrzały warunki udzielania kredytów mieszkaniowych w zakresie wymaganego udziału własnego. Było to obserwowane szczególnie w I kwartałach lat 2014-2016, czyli w tych kwartałach, w których w życie wchodziły kolejne etapy obowiązywania limitów *LtV* nałożone przez Rekomendację S. Dodać należy, że istotnego zaostżenia polityki kredytowej w zakresie wymaganego wkładu własnego nie odnotowano natomiast w I kwartale 2017 roku, kiedy w życie wchodził docelowy maksymalny dopuszczalny wskaźnik *LtV*. Może to wyni-

⁸⁰⁵ KNF, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, Warszawa, 2013.

⁸⁰⁶ KNF, *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Warszawa 2016.

⁸⁰⁷ KNF, *Raport o sytuacji banków 2017, 2016, 2015*, Warszawa 2018.

kać z jednej strony z wcześniejszego dostosowania banków do nowych wymogów. Z drugiej natomiast jest wynikiem pozostawienia przez regulatora możliwości ubezpieczenia lub zabezpieczenia części brakującego wkładu własnego, co oznacza, że poziom *LtV* zwiększony może być do 90%.

Tabela 62. Maksymalny poziom wskaźnika *LtV* według Rekomendacji S (czerwiec 2013 r.) dla nieruchomości mieszkaniowych

Okres obowiązywania	Maksymalne poziomy wskaźnika <i>LtV</i>
Do 31 grudnia 2014	Max. <i>LtV</i> = 95%
01.01.2015-31.12.2015	Max. <i>LtV</i> -90%
01.01.2016-31.12.2016	Max. <i>LtV</i> = 85% lub Max. <i>LtV</i> -90%, gdy część ekspozycji przekraczająca 90% jest odpowiednio ubezpieczona bądź zabezpieczona ⁸⁰⁸
Od 01.01.2017	Max. <i>LtV</i> = 80% lub Max. <i>LtV</i> = 90% w przypadku, gdy część ekspozycji przekraczająca 80% jest odpowiednio ubezpieczona bądź zabezpieczona

Źródło: KNF, *Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie*, czerwiec 2013.

Wraz ze zmianą polityki kredytowej banków, będącej wynikiem zaostrzania regulacji w zakresie wymaganego wkładu własnego (wprowadzeniem tzw. twardych limitów *LtV*), zmiana uległa również struktura nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych. Dane KNF wskazują na nieznaczny spadek nowo udzielonych kredytów o *LtV* powyżej 80% w stosunku do okresu sprzed wprowadzenia znowelizowanej Rekomendacji S⁸⁰⁹.

Tabela 63. Struktura kredytów mieszkaniowych udzielonych w Polsce według wskaźnika *LtV* (%) w latach 2003-2017

Rok	Struktura kredytów według wskaźnika <i>LtV</i>			
	<i>LtV</i> < 0-30%	<i>LtV</i> od 30-50%	<i>LtV</i> od 50-80%	<i>LtV</i> > .80%
2003	9,45	18,67	48,57	23,31
2004	9,18	18,97	48,34	23,51
2005	8,91	18,37	47,95	24,77
2006	8,77	18,23	47,18	25,82
2007	8,43	17,98	46,89	26,7
2008	8,30	17,81	46,34	27,55
2009	7,74	17,35	44,1	30,60
2010	4,70	11,75	32,52	51,03
2011	4,82	11,12	34,39	49,67
2012	4,58	10,12	33,23	52,07
2013	3,29	7,41	28,01	61,29
2014	4,07	8,75	38,28	48,90
2015	8,31	6,78	35,31	49,60
2016	8,77	6,76	35,36	49,11
2017	6,57	7,43	36,8	49,2

Źródło: *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości*, Raport nr 29, Raport AMRON-SARFiN 3/2016, listopad 2017, Związek Banków Polskich, Warszawa 2017, s. 5.

⁸⁰⁸ Zgodnie z zapisami Rekomendacji S przez odpowiednie zabezpieczenie rozumie się blokadę środków na rachunku bankowym lub zastaw na dłużnych papierach wartościowych Skarbu Państwa lub NBP.

⁸⁰⁹ Ibidem, s. 37.

W Polsce i w Wielkiej Brytanii banki udzielają mieszkaniowych kredytów hipotecznych o *LtV* niższym niż 100%. Niemniej Polski i Wielkiej Brytanii – w przypadku struktury wskaźnika *LtV* dla nowo udzielonych kredytów – nie da się łatwo porównać, ze względu na różne skale procentowe stosowane w statystyce bankowej. W Polsce kredyty ujmowane są w przedziale wartości *LtV* od 0-30%, 30-50%, 50-80% i pow. 80%. W Wielkiej Brytanii z kolei występują następujące skale procentowe: poniżej 75%, 75-90%, 90-95% i powyżej 95%.

W 2017 roku kredyty o *LtV* przekraczającym 80% stanowiły 49,2% nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych. Dla porównania w 2013 roku, tj. przed wejściem w życie pierwszych ograniczeń ponad 61% nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych charakteryzowało się *LtV* powyżej 80%. Oczywiście uwzględnić należy, że tak wysoki odsetek kredytów o *LtV* przekraczającym 80% w 2013 roku był wynikiem wysokiego popytu ze strony kredytobiorców spowodowanym niepokojem przed zaostrzeniem warunków udzielania kredytów. Niemniej jednak, w kolejnych latach 2010-2012 około połowę kredytów stanowiły te o wysokim wskaźniku *LtV*. W latach 2014-2017 udział kredytów o *LtV* przekraczającym 80% spadł natomiast poniżej 50%.

Dokonując analizy wpływu ograniczenia w maksymalnym dopuszczalnym poziomie wskaźnika *LtV*, powyższe dane posiadają jedną istotną wadę. Mowa tu o łącznym klasyfikowaniu nowo udzielonych kredytów o *LtV* powyżej 80%. Przypomnijmy, że kolejne etapy implementacji zapisów znowelizowanej Rekomendacji S (z 2013 roku), stopniowo ograniczały maksymalny poziom *LtV* z 95% w 2014 roku do 80% w roku 2017. W powyższym zestawieniu dane te znajdują się nadal w tej samej kategorii, tj. kredytów o *LtV* powyżej 80%. Lepszy obraz zmian dają w tym zakresie dane publikowane przez Komisję Nadzoru Finansowego, które pozwalają na wyszczególnienie czterech dodatkowych pod segmentów kredytów o wysokim poziomie *LtV*: 80-90%, 90-95%, 95-100% oraz powyżej 100%⁸¹⁰.

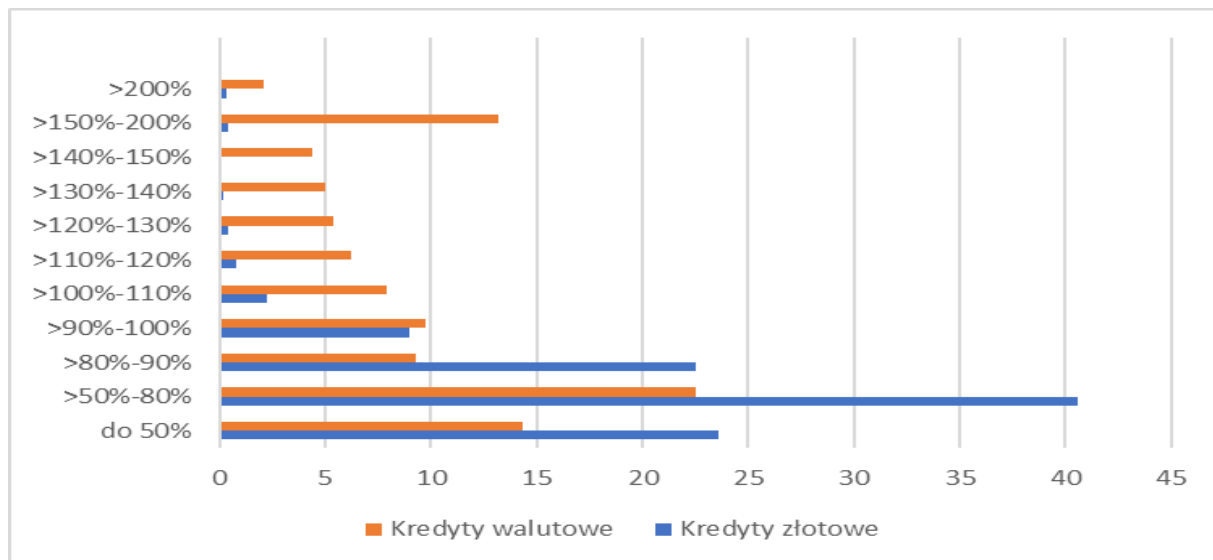
Pierwsza istotna zmiana pod wpływem Rekomendacji S widoczna jest w 2014 roku, kiedy to maksymalny dopuszczalny poziom wskaźnika *LtV* obniżony został do 95%. W rezultacie udział kredytów o *LtV* powyżej 100% obniżył się z ok. 3% w roku 2013 do praktycznie 0% w roku 2014. Spadek zanotowano także w przypadku kredytów o *LtV* znajdującym się w przedziale 95-100%. W 2013 roku stanowiły one 21,9% nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, w I kwartale 2014 roku 12%, a w II kwartale 2014 roku już tylko 0,5%. Analogiczna sytuacja wystąpiła na początku 2015 roku. Po wprowadzeniu kolejnego etapu obniżania maksymalnego dopuszczalnego wskaźnika *LtV* odsetek nowo udzielonych kredytów o *LtV*

⁸¹⁰ Heritage Real Estate, *Znaczenie instytucji wkładu...*, s. 38.

znajdującym się w przedziale 90-95% obniżył się z 19,3% w IV kwartale 2014 roku do 9,2% w I kwartale 2015 oraz do 0,6% w II kwartale 2015 roku. Tak istotnych zmian nie odnotowano natomiast na początku 2016 roku. Pomimo wejścia w życie kolejnego ograniczenia dotyczącego maksymalnego poziomu wskaźnika *LtV* (85%), regulator pozostawił bowiem możliwość częściowego ubezpieczenia lub zabezpieczenia brakującego wkładu własnego. Tym samym wartość wkładu własnego koniecznego do wniesienia w gotówce pozostała de facto na niezmienionym poziomie (10%). Istotnych informacji na temat skuteczności regulacji dotyczących maksymalnego dopuszczalnego wskaźnika *LtV*, dostarcza analiza relacji ekspozycji kredytowej do wartości zabezpieczeń dla całego portfela kredytów mieszkaniowych.

Dane KNF wskazują na ciągle znaczny udział kredytów o *LtV* przekraczającym 100%. O ile pod względem ilościowym na koniec 2017 roku stanowiły one około 10%, pod względem wartościowym przekraczały 20%. Wynikać to może z kumulacji dwóch czynników. Po pierwsze w portfelach kredytowych banków nadal obecne są kredyty walutowe, w przypadku których silna deprecjacja złotego wpłynęła na znaczne zwiększenie wolumenu zadłużenia. Po drugie, wpływ na poziom wskaźnika *LtV* dla portfela kredytów mieszkaniowych miał w analizowanym okresie odnotowany spadek wartości nieruchomości stanowiących zabezpieczenie mieszkaniowych ekspozycji kredytowych.

Rysunek 58. Porównanie struktury portfela kredytów złotych i denominowanych w walutach obcych w Polsce ze względu na bieżący wskaźnik *LtV* (%) (wg stanu na koniec 2017 roku)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie dostępnych danych KNF, 2018.

W przypadku kredytów złotych, na koniec 2017 roku, kredyty o *LtV* przekraczającym 80% stanowiły około 36%. W portfelu walutowych kredytów mieszkaniowych odsetek kredytów o *LtV* przekraczającym 80% wyniósł natomiast w analogicznym okresie około 63%.

Co więcej, w portfelu kredytów walutowych, około 15% wolumenu stanowią kredyty o *LtV* przekraczającym 150%. Dokonując podsumowania, można stwierdzić, że kwestie związane z uregulowaniem maksymalnego dopuszczalnego wskaźnika *LtV* na polskim rynku kredytów hipotecznych podejmowane są od blisko 10 lat⁸¹¹.

Należy odnotować fakt, że nie zmieniły tego wprowadzane w ramach programu Rekomendacji S wytyczne w sprawie konieczności ustanowienia przez banki własnych limitów *LtV*. Dopiero wprowadzenie twardych uregulowań maksymalnego dopuszczalnego poziomu wskaźnika *LtV*, w znowelizowanej Rekomendacji S w 2013 roku przyniosło wyraźny spadek kredytów o wysokim poziomie *LtV* w strukturze nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych⁸¹².

Negatywne konsekwencje udzielania kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych widoczne są w porównaniu struktury portfela kredytów złotych i walutowych pod względem wskaźnika *LtV*. Wysoki odsetek kredytów mieszkaniowych walutowych w strukturze nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych w okresie poprzedzającym kryzys finansowy w połączeniu z silną deprecjacją waluty krajowej wywołanej kryzysem skutkuje istotnym zróżnicowaniem *LtV* w analizowanych grupach kredytów (rys. 58). W 2017 roku ciągle w portfelu banków znajdują się kredyty walutowe. Kredyty indeksowane oraz denominowane do walut obcych były udzielane w Polsce osobom nieosiągającym dochodów w walucie obcej, w okresie od 2000 roku do 2013 roku.

Sytuacja, w której bez większych formalności można było zaciągnąć kredyt hipoteczny denominowany w walucie obcej, spowodowała ogromny wzrost liczby transakcji na rynku nieruchomości, a tym samym wzrost cen na tym rynku, aż do jego przeszacowania. Klienci banków bardzo chętnie zaciągali łatwo dostępne kredyty. Większość z nich nie przewidywała pogorszenia sytuacji i nie zastanawiała się, co będzie, gdy nie będzie ich już stać na spłacanie kredytu⁸¹³.

Trudno jest natomiast wskazać, na ile wpływ na ceny nieruchomości mieszkaniowych miało ograniczenie wskaźnika *LtV* w segmencie kredytów mieszkaniowych. Ze względną stabilizacją mamy bowiem do czynienia już od 2012 roku. Powyższe dane nie wskazują natomiast na istotne zmiany w okresach wprowadzania kolejnych ograniczeń dla maksymalnego poziomu wskaźnika *LtV* wprowadzanego przez Rekomendację S. Co więcej, wprowadzeniu

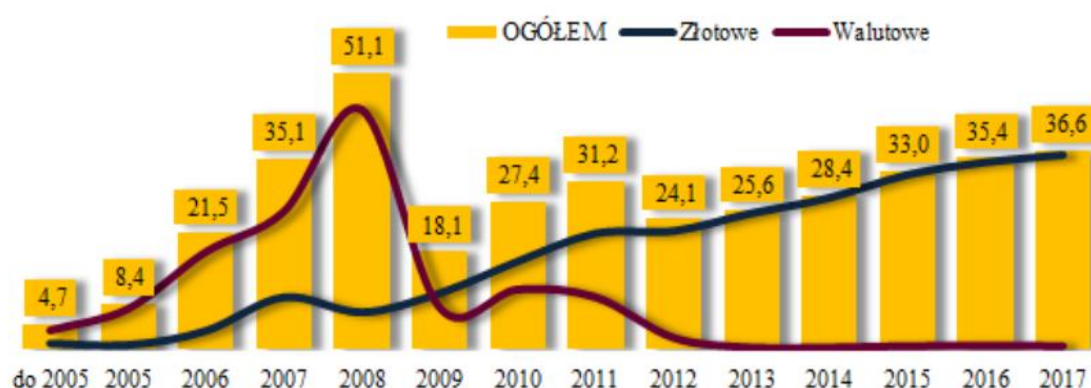
⁸¹¹Augustyniak H., Olszewski K., Łaszek J., Waszczuk J., Widłak M., *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2016r.*, NBP, Warszawa, 2017.

⁸¹²Dąbrowska A., Byłok F., Janoś-Kresło M., Kielczewski D., Ozimek I., *Kompetencje konsumentów*, PWE, Warszawa, 2015.

⁸¹³Szelągowska A., *Współczesna bankowość...*, s. 22.

limitów *LtV* (początkowo tzw. miękkich, a następnie „twardych”), towarzyszyła implementacja innych instrumentów polityki mikroostrożnościowej mających wpływ na popyt na kredyt mieszkaniowy, a pośrednio również na kształtowanie się popytu na rynku mieszkaniowym (np. wskaźnik *DTI*)⁸¹⁴.

Rysunek 59. Struktura portfela kredytowego ze względu na rok udzielenia (mld)



Źródło: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Kredyty_Mieszkaniowe_i_Konsumpcyjne_2017.pdf

W strukturze walutowej portfela kredytów mieszkaniowych obserwowano dalsze zmniejszenie udziału kredytów walutowych, co wynika z działań nadzoru podjętych w minionych okresach skutkujących marginalizacją sprzedaży kredytów walutowych (w ostatnich kwartałach sprzedaż kredytów walutowych nie przekracza 1-2% ogółu sprzedaży kredytów). Jednocześnie utrzymujące się rekordowo niskie stopy procentowe instrumentów walutowych sprzyjają relatywnie szybkiemu obniżaniu stanu zadłużenia w walucie oryginalnej (zadłużenie z tytułu kredytów CHF zmniejszyło się z 32,6 mld CHF na koniec 2016 do 31,4 mld CHF na koniec czerwca 2017)⁸¹⁵.

7.4.3. Rekomendacje brytyjskiego nadzoru finansowego w zakresie kredytów mieszkaniowych

Z danych zaprezentowanych w tabeli 65 wynika, że najstarsze rekomendacje z analizowanego okresu odnosiły się do zasad definiowania umów dotyczących kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii (MCOB 13). Dalsze regulacje w tym zakresie poczyniono w roku 2009 rekomendacją MCOB 2.6A. Jednocześnie od roku 2013 *FCA* uregulowała kwestie składania wniosków kredytowych przy pomocy Internetu (rekomendacja MCOB 2.7A).

⁸¹⁴ Raport Heritage Real Estate, *Znaczenie instytucji...*, s. 47.

⁸¹⁵ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/RAPORT_O_SYTUACJI_BANKOW_2017_06_59842.pdf

Tabela 64. Rekomendacje (standardy) Urzędu Nadzoru Finansowego (FSA/FCA) w zakresie kredytów mieszkaniowych w latach 2003-2017

Nazwa regulacji w jęz. ang. (w jęz. pol.)	Charakter zmian
31.10.2004 MCOB 13 Regulowanie umowy o kredyt hipoteczny i plany zakupu domu	Regulacja treści umów o kredyt hipoteczny, zarządzania planem zakupu domu i zarządzania niedoborem sprzedaży. Administrowanie zawartymi umowami
6.04.2007 MCOB 2.3 Zachęty: regulowane umowy o kredyt hipoteczny, plany zmiany domu oraz regulowane umowy sprzedaży i dzierżawy	Zakaz wpływania przez banki na działania niezależnych pośredników finansowych
1.07.2009 MCOB 2.4 Sprzedaż pod presją: regulowane umowy o kredyt hipoteczny, plany zmiany domu oraz regulowane umowy sprzedaży i zwrotu czynszu	Zakaz wywierania przez banki presji na klientach w związku z udzieleniem kredytów hipotecznych
1.07.2009 MCOB 2.6A Ochrona interesów klienta: regulowane umowy o kredyt hipoteczny, plany zakupu domu, plany zmiany domu oraz regulowane umowy sprzedaży i dzierżawy	Definiowanie treści umów kredytu hipotecznego
1.05.2013 MCOB 2.7A.2 Informacje o firmie i jej produktach lub usługach	Zdefiniowanie wymagań informacyjnych w przypadku sprzedaży produktu przez infolinie i Internet
1.04.2004 MCOB 2.8. Prowadzenie dokumentacji	Opis w bazach kredytów mieszkaniowych musi odpowiadać dokumentacji tradycyjnej (w bazie cyfrowej muszą się znajdować wszelkie informacje o kredytach mieszkaniowych)
24.04.2014 MCOB 2.6A Ochrona interesów klienta: regulowane umowy o kredyt hipoteczny, plany zakupu domu, plany zmiany domu oraz regulowane umowy sprzedaży i dzierżawy	Dopuszczono zmianę oprocentowania z rat stałych na zmienne. Wyłączenie odpowiedzialności kredytodawcy może nastąpić tylko na korzyść kredytobiorcy
31.10.2004 MCOB 4.9 Pożyczki dla przedsiębiorstw i pożyczki dla klientów hipotecznych o wysokiej wartości netto	Zabezpieczanie kredytu hipotecznego przez klienta biznesowego rezerwami finansowymi
26.04.2014 MCOB 5.7 Pożyczki dla przedsiębiorstw i pożyczki dla klientów hipotecznych o wysokiej wartości netto: rezerwy dostosowane	Dostarczenie informacji o rezerwach na spłatę kredytu hipotecznego przez klienta biznesowego
26.04.2014 MCOB 6.4.6 Kredyty hipoteczne: treść dokumentu ofertowego	Zdefiniowanie w jasny sposób dla kredytobiorcy jego zobowiązań
26.04.2014 MCOB 13.4 Zaległości: udzielanie informacji klientowi o regulowanej umowie o kredyt hipoteczny	Zakres udzielanych informacji klientowi
21.03.2016 MCOB 6A.3 MCD Hipoteki: wiążąca oferta, treść dokumentu ofertowego i okres refleksji	Oferta firmy w dokumencie ofertowym musi być oparta na informacjach zawartych w ESIS dotyczących tej oferty
21.03.2016 MCOB 11A.2 Zakaz anulowania lub zmiany umowy o kredyt hipoteczny regulowany MCD ze względu na zdolność kredytową	Kredytodawca nie może anulować lub dokonać zmiany warunków umowy o kredyt hipoteczny na niekorzyść konsumenta ze względu, że ocena została nieprawidłowo przeprowadzona lub informacja była niepełna. Nie dotyczy to jednak sytuacji, gdy pożyczkobiorca działał świadomie na niekorzyść kredytodawcy hipotecznego
21.03.2016 MCOB 2.8.5 Prowadzenie dokumentacji. Dostępność zapisów	Umożliwienie jednostce kontrolującej dostęp do danych z zakresu sprzedaży kredytów mieszkaniowych. Kredytodawca musi zapewnić możliwość składania skarg przez kredytobiorcę i musi archiwizować te informacje
21.03.2016 MCOB 2A.1 Wynagrodzenie: kontrakty hipoteczne regulowane MCD	Wynagradzanie pracowników dokonujących sprzedaży produktów hipotecznych (w tym w zakresie udzielanego doradztwa)
21.03.2016 MCOB 2A.2 Praktyki	Pośrednik kredytu hipotecznego nie może angażować się w żadną praktykę sprzedaży wiązanej. W tym produktów dodatkowych czy ubezpieczeń.
21.03.2016 MCOB 2A.3 Pożyczki w walutach obcych	Prawo przewalutowania kredytu w walucie obcej na funty szterlingi. Zwiększenie kontroli ryzyka kursowego
21.03.2016 MCOB 2A.4 Wcześniejsza spłata	Umowa kredytu musi uwzględniać prawo do jego wcześniejszej spłaty, bez nakładania dodatkowych opłat

21.03.2016 MCOB 2A.5 Kredyty o zmiennym oprocentowaniu	Jeżeli stopa oprocentowania kredytu na podstawie umowy o kredyt hipoteczny jest zmienna, to kredytodawca zapewnia, by wszelkie dane zastosowane do obliczenia tej stopy były jasne, dostępne, obiektywne i możliwe do zweryfikowania przez kredytobiorcę
21.03.2016 MCOB 2A.6 Informacje bezpłatne	Wszelkie informacje o kredycie kredytobiorca musi otrzymywać bezpłatnie
21.03.2016 MCOB 5.4 Informacje o regulowanych umowach hipotecznych	Konieczność przekazywanie danych przez pośrednika kredytowego kredytobiorcy
21.03.2016 MCOB 5A.2-3 Składanie wniosku o umowę o kredyt hipoteczny regulowany MCD	Obowiązek zapewnienia informowania konsumentów w sposób transparentny, w szczególności na poziomie rodzaju stopy procentowej i jej wpływu na spłatę kredytu w różnych wariantach symulacji
1.04.2016 MCOB 2.9 Ograniczenia w marketingu lub oferowanie produktu opcjonalnego, za który należy uiścić opłatę	Ograniczenie sprzedaży produktów dodatkowych (płatnych) w powiązaniu z kredytem mieszkaniowym
26.04.2016 MCOB 7.4 Hipoteki: ujawnienie na początku umowy	Informacje, o których klient musi zostać poinformowany na konkretnych stronach umowy
16.07.2016 MCOB 6.5.6 Kredyty hipoteczne: informacje, jakie należy podać w dokumencie oferty lub w osobny sposób	Przesyłanie klientowi taryfy opłat, z którym zawarto umowę na odległość
23.09.2016 MCOB 4A.1 Dodatkowe ujawnienie informacji przez pośredników kredytu hipotecznego MCD	Konieczność przekazywanie danych przez doradcę kredytowego kredytobiorcy
15.12.2016 MCOB 2.1A Regulowane umowy o kredyt hipoteczny: wytyczne dotyczące znaczenia „nie poboru płatności”	Zmiana harmonogramu spłat tzw. nie poboru płatności (kwoty pozostałej) w przypadku nadpłaty

Źródło: Financial Conduct Authority, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MCOB/>

W Wielkiej Brytanii zdolność kredytową gospodarstw domowych wylicza każdy bank na podstawie innego algorytmu i zależy on od wielu czynników, takich jak:

- historia kredytowa kredytobiorcy,
- wysokość osiąganych dochodów kredytobiorcy,
- wysokość innych zobowiązań kredytobiorcy, takich jak: kredyty, pożyczki, zadłużenie w kartach kredytowych i rachunkach oszczędnościowo-rozliczeniowych, poręczone kredyty,
- długość okresu kredytowania,
- rodzaj zadeklarowanych we wniosku kredytowym rat,
- waluta kredytu⁸¹⁶.

Banki od 2004 roku – co dokładniej uregulowano w roku 2013 rekomendacją MCOB 2.8 – zdefiniowały wymagania prezentacji danych dotyczących zawieranych umów o kredyt hipoteczny w systemach baz cyfrowych. Działania w tym kierunku miały na celu przede wszystkim ułatwienie jednostce kontrolującej dostęp do danych z zakresu sprzedaży kredytów mieszkaniowych (zob. rekomendacja MCOB 2.8.5). W tej rekomendacji uregulowano to, że

⁸¹⁶ Albouy D., Ehrlich G., Liu Y., *Housing demand, cost-of-living inequality, and the affordability crisis*, NBER Working Paper Series, 01 July 2019.

kredytodawca musi zapewnić możliwość składania skarg przez kredytobiorcę i musi archiwizować te informacje⁸¹⁷.

W 2007 roku wprowadzono do praktyki banków zakaz korzystania ze współpracy z niezależnymi doradcami. Wydanie rekomendacji MCOB 2.3 spowodowało, że banki miały zaprzestać takim praktykom, co miało zwiększyć zaufanie klientów do instytucji pośrednictwa finansowego i zmotywować gospodarstwa domowe do zaciągania kredytów hipotecznych⁸¹⁸.

Dodatkowo w 2009 roku wydano rekomendację MCOB 2.4, której celem było zakazanie wywierania presji przez banki na klientów, którym udziela się, bądź udzielono kredytu mieszkaniowego. W roku 2016 wydano dalsze rekomendacje w tym zakresie, na mocy których pośrednik kredytu hipotecznego nie może angażować się w żadną praktykę sprzedaży wiązanej, w tym produktów dodatkowych czy ubezpieczeń (zob. rek. MCOB 2A.2)⁸¹⁹.

Ważną rekomendacją z zakresu kredytów mieszkaniowych była MCOB 2.6A, na mocy której dopuszczono zmianę oprocentowania kredytów z rat stałych na zmienne (malejące). Dodatkowo zastrzeżono, że wyłączenie odpowiedzialności kredytodawcy może nastąpić tylko na korzyść kredytobiorcy. W zmianie tej rekomendacji (2A.5) zagwarantowano, że jeżeli stopa oprocentowania kredytu na podstawie umowy o kredyt hipoteczny jest zmienna, kredytodawca zapewnia, by wszelkie dane zastosowane do obliczenia tej stopy były jasne, dostępne, obiektywne i możliwe do zweryfikowania przez kredytobiorcę⁸²⁰.

W 2014 roku Bank Anglii wydał zalecenie, aby przy badaniu zdolności kredytowej banki sprawdzały, czy klient jest w stanie spłacać kredyt przy oprocentowaniu o 3 p.p. wyższym niż aktualne. To ważne na brytyjskim rynku mieszkaniowym, na którym oprocentowanie kredytów hipotecznych jest zmienne, a poziom stóp procentowych jest obecnie na historycznie niskim poziomie. Sytuacja taka kreuje wysokie ryzyko kredytowe dla kredytobiorców i banków w przyszłości. Kolejną nieprawidłowością w procesie oceny zdolności kredytowej w Wielkiej Brytanii w szczególności przed kryzysem finansowym w 2008 roku było przyjmowanie kosztów utrzymania na zbyt niskim poziomie, nieadekwatnym do kosztów faktycznie ponoszonych przez kredytobiorców⁸²¹.

⁸¹⁷ Case K., Quigley J., Shiller R., *Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market*, *Advances in Macroeconomics* 5(1), 2008.

⁸¹⁸ Green R., Malpezzi S., Mayo S., Harding J., Rosenthal S., Sirmans C., *Depreciation of housing capital, maintenance, and house price inflation: Estimates from a repeat sales model*, *Journal of Urban Economics* 61(2), 2010.

⁸¹⁹ Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularick, Taylor, *The Rate of Return on Everything*, NBER Discussion Paper 24112, December 2017.

⁸²⁰ Joyce R., Mitchell M., Norris Keiller A., *The cost of housing for low-income renters*, The Institute for Fiscal Studies, 01 July 2019.

⁸²¹ LBC Warranty, *What is the average house size in the UK?*, 1 June 2019.

W rekomendacjach 2A.3 i 2A.4 z roku 2016 zapewniono kredytobiorcom prawo przewalutowania kredytu w walucie obcej na funty szterlingi oraz prawo do wcześniejszej spłaty kredytu bez dodatkowych opłat. Zmiany w tym zakresie poprawiły pozycję kredytobiorcy jako strony umowy kredytu mieszkaniowego, zapewniając większą ochronę jego interesów i zapewniając mu większy wpływ na kształt umowy kredytu mieszkaniowego⁸²².

W dniu 21 marca 2016 roku wprowadzono rekomendację MCOB 11A.2, która mówi, że kredytodawca nie może anulować lub dokonać zmiany warunków umowy o kredyt hipoteczny na niekorzyść konsumenta ze względu na fakt, że ocena została nieprawidłowo przeprowadzona lub informacja była niepełna. Nie dotyczy to jednak sytuacji, gdy pożyczkobiorca działał świadomie na niekorzyść kredytodawcy hipotecznego. Wdrożono także rekomendację mającą na celu uproszczenie zapisów w umowach kredytów mieszkaniowych, tak by zapisane w niej postanowienia były bardziej jasne dla klienta indywidualnych (rek. MCOB 6.4)⁸²³.

Motywacje kredytobiorcy do ukrywania informacji mogą być różne. Mogą one wynikać z chęci ochrony prywatności, ale też z pragnienia zdobycia pieniędzy za wszelką cenę. Jednak bez względu na powody takich zachowań zatajanie informacji podnosi ryzyko podjęcia złej decyzji przez kredytobiorcę. Oczywiście nie oznacza to, że w każdym przypadku kredytobiorca postępuje nieracjonalnie. Jeżeli np. może liczyć na pomoc rodziny albo osiąga dochody nierejestrowane, to jego sytuacja finansowa jest naprawdę inna (lepszą) niż ta, którą może przedstawić w oficjalnych dokumentach. Jednak taka sytuacja nakłada na kredytobiorcę obowiązki dużo większej ostrożności, ponieważ całe ryzyko podjęcia złej decyzji spada na niego. W takim przypadku kredytobiorca powinien posiadać cechy profesjonalisty⁸²⁴. Relację między konsumentem a bankiem można rozpatrywać przez pryzmat teorii gier. Zasadne jest przyjęcie założenia, że w grze o kredyt stroną słabszą jest kredytobiorca. Skoro tak, wynik gry będzie dla niego lepszy, jeśli będzie współpracował, a nie konfrontował się z bankiem. W procesie oceny zdolności kredytowej duże znaczenie ma nastawienie kredytobiorcy do banku. Jeżeli konsument traktuje bank jak przeciwnika, to będzie starał się tego przeciwnika ograć, aby wszelkimi sposobami zdobyć kredyt. Z takiego podejścia nie wyniknie dla kredytobiorcy nic dobrego – nawet jeśli uda mu się zdobyć kredyt to wpędzi go on w kłopoty finansowe związane z jego spłatą⁸²⁵. Jeżeli kredytobiorca będzie starał się być sprytniejszy od banku, to po-

⁸²² Ministry of Housing, *Communities and Local Government*, House building; new build dwellings, England: December Quarter 2017, 02 April 2019.

⁸²³ National Audit Office, *Housing in England: overview*, 11 March 2019.

⁸²⁴ Malpezzi, S., Wachter, S.M., *Housing Demand*, International Encyclopedia of Housing and Home, London 2012.

⁸²⁵ Muellbauer J., and Murphy, A., *Booms and Bust in the UK Housing Market*, The Economic Journal, 107(445), 2001.

niesie klęskę, ponieważ rozsądnie rzecz biorąc, jest stroną słabszą i w konfrontacji z bankiem (profesjonalistą) nie ma szans. Natomiast jeżeli będzie traktował bank jak partnera, to będzie współpracował z bankiem w celu znalezienia rozwiązania najlepiej dopasowanego do jego potrzeb. Wtedy istnieje szansa, że warunki kredytu będą do przyjęcia przez obie strony i obie strony na transakcji skorzystają. Sposób postrzegania drugiej strony transakcji ma znaczenie i wpływa na wynik gry. Dla kredytobiorców lepiej jest, gdy traktują bank jak partnera, a nie przeciwnika. Interesy banku i kredytobiorcy nie są tożsame. Kryteria oceny zdolności kredytowej stosowane przez banki w Wielkiej Brytanii przed 2008 roku były dla kredytobiorcy zbyt liberalne. Konsekwencje złej decyzji nie mają dla banku tak dużego znaczenia, jak dla kredytobiorcy. Banki są silniejsze, dlatego mogą sobie pozwolić na większe ryzyko w konkretnej transakcji. Dlatego w procesie podejmowania decyzji kredytobiorca powinien stosować znacznie niższe progi ostrożnościowe niż bank (dopuszczalny wskaźnik *DTI*)⁸²⁶.

Także proces podejmowania decyzji kredytowych powinien ulec zasadniczej racjonalizacji. Badania wykazują, że duża liczba kredytobiorców nigdy nie czyta umowy kredytu przed jej podpisaniem. Oczywiście w tym kontekście rzetelność oceny zdolności kredytowej zależy od świadomości i kompetencji konsumentów. Poprawa w tym zakresie wymaga przede wszystkim edukacji kredytobiorców⁸²⁷.

Przed kryzysem finansowym w 2008 roku banki w Wielkiej Brytanii realizowały model biznesowy nastawiony na agresywną sprzedaż bez rzetelnej oceny sytuacji ekonomicznej klienta i jego potrzeb. W ocenie zdolności kredytowej utrzymywały zbyt niskie bufony bezpieczeństwa dla stopy procentowej i zaniżone koszty utrzymania. Nadmiernie wydłużały okres kredytowania i obciążały klientów nadmiernie wysokimi kosztami kredytu⁸²⁸. Banki brytyjskie nie prowadziły należytej kontroli pośredników finansowych i w zbyt dużym stopniu tolerowały zachowania naruszające prawa i interesy kredytobiorców. Osoby pracujące w bankach nie miały odpowiedniego przygotowania merytorycznego, co utrudniało rzetelną ocenę zdolności kredytowej klientów. Z drugiej strony postawy i zachowania gospodarstw domowych wykazywały spory deficyt. Potencjalni kredytobiorcy cechowali się wysokim stopniem niefrasobliwości, ignorancji i brakiem należytej staranności. W warunkach obustronnej asymetrii informacji kredytobiorca jako słabsza strona transakcji powinna wykazy-

⁸²⁶ Dixit A. K., Nalebuff B. J., *Sztuka strategii. Teoria gier w biznesie i życiu prywatnym*, MT Biznes, Warszawa, 2009, s. 86-124.

⁸²⁷ Dąbrowska A., Byłok F., Janoś-Kresło M., Kielczewski D., Ozimek I., *Kompetencje konsumentów*, PWE, Warszawa 2015, s. 185.

⁸²⁸ OECD, *The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD Countries*, 28 March 2019.

wać więcej rozważań i ostrożności w podejmowaniu decyzji. Wpływałoby to dyscyplinująco na banki i powstrzymywało ich przed stosowaniem nieuczciwych praktyk⁸²⁹.

Ocena zdolności kredytowej pozwala określić maksymalną kwotę kredytu, która w opinii kredytodawcy jest bezpieczna. Prawidłowo przeprowadzona ocena hamuje nadmierny apetyt na kredyt ze strony kredytobiorcy. Chroni go przed nadmiernym zadłużeniem, które definiowane jest jako „przewaga bieżących i przyszłych obciążeń finansowych podmiotu gospodarczego nad jego przychodami do dyspozycji oraz niedoborem aktywów kredytobiorcy, które mogłyby zostać spieniężone celem spłaty długów”⁸³⁰.

Wyraźny wzrost liczby kredytów hipotecznych w latach 2011-2017 sugeruje, powrót do okresu z lat 2003-2007, kiedy liczba udzielonych kredytów hipotecznych była bardzo wysoka⁸³¹. Chociaż bardzo niskie stopy procentowe wspierają rynek mieszkaniowy, obawy związane z *Brexitem* były czynnikiem spowalniającym wzrost cen nieruchomości i słabą absorpcję kredytów hipotecznych od referendum w 2016 r. do lutego 2017. Wzrost liczby zatwierdzonych kredytów hipotecznych po 2017 roku był dla analityków zaskoczeniem. Jednocześnie w wyniku wydanych rekomendacji sprawiono, że kredyty stały się bardziej atrakcyjne dla kredytobiorców indywidualnych, co przełożyło się na ożywienie na brytyjskim rynku kredytów mieszkaniowych. W latach 2003-2017 wskaźnik Dtl dla kredytobiorcy, którego wniosek kredytowy został zaakceptowany, wynosił ok. 50-65%, przy czym, taki wynik nie dawał gwarancji otrzymania kredytu. Brytyjskie banki w latach 2003-2017 brały pod uwagę analizę scoringową, ale nie uzależniały od niej decyzji kredytowej⁸³². Dodatkowo obserwuje się, że w Wielkiej Brytanii wydłużył się w latach 2003-2017 średni okres umowy o kredyt mieszkaniowy. W efekcie przy wymaganej coraz wyższej zdolności kredytowej, niskich stopach procentowych, wydawane rekomendacje sprawiły, że rynek kredytów mieszkaniowych się rozrastał. Rekomendacje z lat 2003-2017 wpłynęły znacząco na relację kredytobiorców z bankami oraz na relację na linii kredytobiorcy – pośrednicy – banki. Należy uznać je za korzystne.

W Wielkiej Brytanii wiek kredytobiorcy w dniu spłaty ostatniej raty kredytu nie może przekroczyć 80 lat. Zazwyczaj kredyty udzielane są na okres od 20 do 35 lat. Zdolność kredytowa określana jest na podstawie kredytowej (scoringowej).

⁸²⁹ Peachey, K., *Typical council tax in England will rise by 4.7% in April*, British Broadcasting Corporation, 2019.

⁸³⁰ Gębski Ł., *Nadmierne zadłużenie gospodarstw domowych – problem finansowo-prawny czy społeczny?*, Gospodarka Narodowa, nr 4(260), Warszawa 2013, s. 83-108.

⁸³¹ Seely A., Keep M., *Stamp duty land tax on residential property*, House of Commons Library Briefing Paper no. 7050. London, House of Commons Library, 2018.

⁸³² HM Revenue & Customs, *UK Stamp Tax statistics 2018 to 2019*, MRC collate statistics on stamp taxes, 2019.

W literaturze przedmiotu można się spotkać z wieloma różnymi określeniami credit scoringu. Credit scoring jest określany między innymi jako „termin stosowany w celu opisanie tradycyjnych metod statystycznych używanych do klasyfikacji aplikantów na grupy o małym i dużym ryzyku kredytowym”⁸³³. Takie metody stają się coraz bardziej istotne w związku z gwałtownym rozwojem kredytów konsumpcyjnych w ostatnich latach. Credit scoring przynosi wiele korzyści, co doprowadziło do jego szerokiego zastosowania w procesie oceny zdolności kredytowej. Po pierwsze, redukuje czas potrzebny w procesie podejmowania decyzji kredytowej. Oszczędność czasu oznacza dla banku oszczędność kosztów, poprawę jego reputacji, ale również i korzyści dla klienta. Korzyścią jest również obiektywność w procesie przyznawania kredytu. Zapewnia ona kredytobiorcom poczucie, że bank stosuje te same kryteria przy ubieganiu się o kredyt dla wszystkich kredytobiorców⁸³⁴.

W 2013 roku zwiększono uprawnienia Urzędu Nadzoru Finansowego (FCA). Urząd nadzoru wprowadził zakaz szybkiej sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych kredytobiorców zalegających ze spłatą kredytów hipotecznych⁸³⁵, aby nie doprowadzić do spadku cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

W 2013 r. Parlament brytyjski nałożył na FCA obowiązek sprawdzania opłat nakładanych przez banki na kredytobiorców. Wprowadzono również surowsze przepisy dotyczące braku należytej kontroli dochodów kredytobiorców ze strony banków⁸³⁶.

Oprócz regulacji nałożonych na poszczególnych kredytodawców zarówno przez PRA, jak i FCA, kredytodawcy muszą mieć na uwadze dodatkowe regulacje makroostrożnościowe w formie wskazówek i zaleceń Komisji Polityki Finansowej (FPC)⁸³⁷.

Parlament zatwierdził przepisy przyznające FPC uprawnienia w zakresie monitorowania rynku mieszkaniowego, a w szczególności ograniczenia dotyczące kredytów hipotecznych przeznaczanych na cele mieszkaniowe. Do tych narzędzi można zaliczyć wskaźnik wartości kredytu do wartości nieruchomości (*LtV*) oraz wskaźnik wartości kredytu do wartości dochodu (*DtI*). Ustawa weszła w życie w dniu 6 kwietnia 2015 r.⁸³⁸.

⁸³³ Hand D. J., Henley W., *Statistical Classification Methods in Consumer Credit Scoring: a Review*, Journal of the Royal Statistical Society 1997, Part 3, s. 522

⁸³⁴ Mcster L. J., *What's the Point of Credit Scoring?* Business Review, September/October 1997, Federal Reserve Bank of Philadelphia, s. 8-9

⁸³⁵ Tang M. K., *Twin Global Shocks Dent United Kingdom Outlook*, IMF Survey Magazine, International Monetary Fund, 2008, Vol. 37, No. 9, s. 144-145.

⁸³⁶ FSA, *Policy statement 14/16, Detailed rules for the price cap on high-cost short-term credit*. Including feedback on CP14/10 and final rules, London, 2014.

⁸³⁷ CIOT press notice, *It's 'goodbye cliff edges' as banks pay for house tax shake-up*, 3 December 2017.

⁸³⁸ FSA, *Policy statement 17/21, Detailed rules for the price cap on high-cost short-term credit*. Including feedback on CP17/14 and final rules, London 2016.

Najnowszym przedsięwzięciem regulacyjnym jest europejska dyrektywa w sprawie kredytów hipotecznych dla konsumentów, która ma wpływ na zasady obowiązujące w Wielkiej Brytanii. *FCA* wprowadziła pewne zmiany w przepisach, które weszły w życie 21 marca 2016 r., aby zapewnić, że przepisy brytyjskie są w pełni zgodne z tą dyrektywą. Dyrektywa w sprawie kredytów hipotecznych *Mortgage Credit Directive (MCD)* to europejskie prawodawstwo mające na celu wspieranie jednolitego rynku kredytów hipotecznych i ochronę konsumentów⁸³⁹. Komisja Europejska opublikowała ostateczny tekst *MCD* w lutym 2014 r.

Mortgage Credit Directive (MCD) został wdrożony w Wielkiej Brytanii za pomocą zasad określonych przez *Financial Conduct Authority (FCA)*. *FCA* uważa, że wdrożenie *MCD* oferuje niewiele lub nie ma żadnych szczególnych dodatkowych korzyści dla konsumentów poza istniejącymi ramami regulacyjnymi w Wielkiej Brytanii⁸⁴⁰.

Główne zmiany w kredytowaniu hipotecznym wynikające z *MCD* to:

- kredyty hipoteczne typu *buy-to-let (BtL)*⁸⁴¹ zostaną uregulowane przez *FCA*⁸⁴²,
- proces sprzedaży kredytów hipotecznych i ich dokumentacja muszą być weryfikowane przez banki pod kątem zgodności i wiarygodności,
- wymogi dotyczące kredytów walutowych ulegną zaostrzeniu⁸⁴³.

Nadzór finansowy nakazuje szczegółowo weryfikować każdego klienta, jego historię kredytową oraz jego zarobki.

Urząd *FCA* w 2018 roku dokonał przeglądu rynku kredytów hipotecznych i wskazuje, że około 150 tys. klientów można określić mianem „uwięzionych w hipotekach”. Problem dotyczy posiadaczy kredytów hipotecznych typu „*interest-only*”. To osoby, które po zmianie regulacji prawnych zaostrzających kryteria finansowania nie są w stanie refinansować swojego zobowiązania – obecnie nie posiadają zdolności do skorzystania z kredytu na nowych warunkach. Część z nich jest zatem skazana na spłacanie obecnego zobowiązania, często zaciągniętego na warunkach sporo gorszych niż rynkowe⁸⁴⁴.

Gospodarstwa domowe, które zaciągały kredyty pierwszy raz w Wielkiej Brytanii, ciągle odczuwają skutki kryzysu finansowego, ale w ostatnim dziesięcioleciu wpływ na dostęp-

⁸³⁹ FSA, *Policy statement 19/25, Detailed rules for the price cap on high-cost short-term credit*. Including feedback on CP19/18 and final rules, London 2017.

⁸⁴⁰ The prime London property tax, *Financial Times*, 2017.

⁸⁴¹ *Buy to Let* – zakup nieruchomości mieszkaniowej z przeznaczeniem na wynajem.

⁸⁴² HM Treasury zdecydowało się nie stosować przepisów *MCD* do kredytów hipotecznych *BTL* w Wielkiej Brytanii, ale zamiast tego stworzyło własne ramy prawne. HM Treasury nie zaproponowano żadnych zasad zaostrzających kryteria udzielania kredytów *BTL*.

⁸⁴³ Council of Mortgage Lenders, *Mortgage Credit Directive*, 2016.

⁸⁴⁴ Ibidem.

ność kredytu hipotecznego i na ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych miały również emigracja oraz zmiany demograficzne⁸⁴⁵.

Tematy te zostały omówione we wspólnym raporcie badawczym opublikowanym przez *UK Finance* oraz *Banking and Payments Federation Ireland (BPFI)* – *UK and Irish Housing Markets*. Możemy w nim przeczytać, że kryzys finansowy wywołał niekorzystne skutki na rynku nieruchomości mieszkaniowych i rynku kredytów hipotecznych. Rząd oraz *FCA* w Wielkiej Brytanii muszą wspierać gospodarstwa domowe nowymi programami pomocowymi, tworzyć nowe regulacje ostrożnościowe⁸⁴⁶. Najważniejsze wnioski *UK Finance* i *BPFI*, dotyczące działań Banku Centralnego oraz *FCA* i ich wpływu na rynek kredytów hipotecznych to:

- średni okres kredytowania wydłużył się z 25 lat i wynosi 35 lat,
- banki nie udzielają kredytów bez wpłaty własnej, jest niewielki procent kredytów powyżej 90% *LtV* oraz 95% *LtV*⁸⁴⁷.

W Wielkiej Brytanii, kredyty o *LtV* powyżej 95% praktycznie nie występują, podobnie jak kredyty o *LtV* od 90% do 95%, co jest konsekwencją ograniczenia udzielania takich kredytów przez nadzór finansowy. Od kredytobiorców wymaga się wkładu własnego, jako zabezpieczenie przed brakiem spłaty kredytu mieszkaniowego oraz utraty wartości nieruchomości mieszkaniowej. Dlatego udzielane są kredyty o *LtV* poniżej 75% oraz od 75% do 90% (rys. 60).

Po kryzysie finansowym nadzór finansowy w Wielkiej Brytanii, wprowadzając normy minimalnego wkładu własnego kredytobiorcy przy udzielaniu kredytów mieszkaniowych przez banki, miał na celu zmniejszenie ryzyka i kosztów kredytobiorcy oraz zmniejszenie ryzyka banku. Przed kryzysem dobra sytuacja gospodarcza kraju, relatywnie niskie stopy procentowe, niski poziom bezrobocia oraz dynamicznie rosnący rynek nieruchomości mieszkaniowych prowadził do tego, że klienci bardzo chętnie zaciągali kredyty mieszkaniowe, a wiele banków było skłonnych akceptować umowy kredytowe przy wkładzie własnym sięgającym zaledwie 5%, albo wręcz bez wkładu własnego⁸⁴⁸. Wybuch kryzysu finansowego i zaostrzenie norm nadzorczych spowodowały odwrócenie się banków od tego typu praktyki. Od roku 2012 w Wielkiej Brytanii kredyty mieszkaniowe o *LtV* powyżej 95% w strukturze kredytów mieszkaniowych praktycznie nie były udzielane (ich udział wynosił średnio 0,3% w latach

⁸⁴⁵ Van Nieuwerburgh S., Weill P., *Why has house price dispersion gone up?*, *The Review of Economic Studies*, 77(4), 2015.

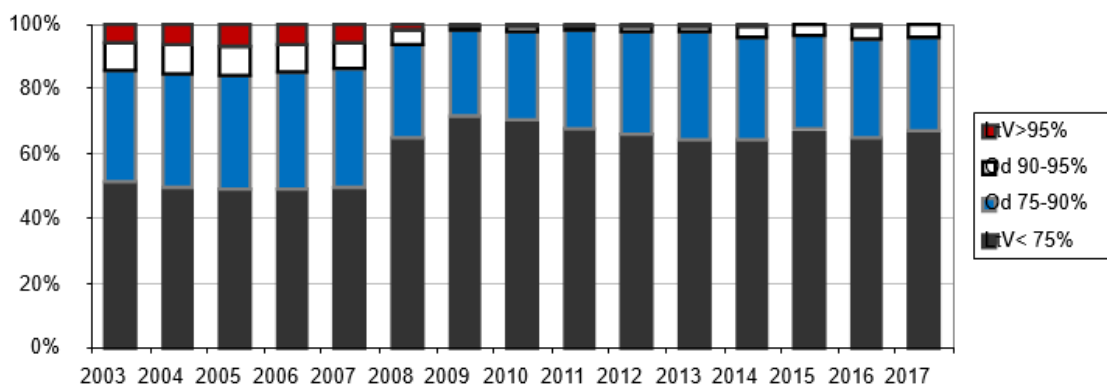
⁸⁴⁶ Whitehead, C.M.E., *Using projections of household numbers – tensions between planning and economics*, in *Town and Country Planning*, London 2018.

⁸⁴⁷ Knight F., *Residential Research: Global House Price Index*, Frank Knight: London 2018.

⁸⁴⁸ Tunstall B., *Relative housing space inequality in England and Wales, and its recent rapid resurgence*, in *International Journal of Housing Policy*, London 2016.

2012-2017), natomiast udział kredytów mieszkaniowych o *LtV* od 90% do 95% był bardzo niski, tj. wynosił 2,9% (rys. 60). W okresie przedkryzysowym (2003-2007) udział kredytów mieszkaniowych o *LtV* przekraczającym 90% wynosił przeciętnie 13,9%. Po kryzysie banki wymagały od kredytobiorców wkładu własnego na poziomie 15-25% wartości nieruchomości mieszkaniowych. Udział kredytów mieszkaniowych o *LtV* poniżej 75% wzrósł pomiędzy rokiem 2003 a 2017 o 19,1 p.p., tj. z 48,1% do 67,2% (rys. 60).

Rysunek 60. Struktura kredytów mieszkaniowych udzielonych w Wielkiej Brytanii według wskaźnika *LtV* w latach 2003-2017 (%)



Źródło: Financial Conduct Authority, 2018.

Banki w Polsce stosują znacznie bardziej liberalne zasady kredytowania aniżeli w Wielkiej Brytanii, gdzie maksymalna kwota kredytu nie może przekraczać 4,5 krotności łącznych rocznych dochodów kredytobiorcy⁸⁴⁹.

Analizując zmiany, jakie zaszły w brytyjskich rekomendacjach zwraca się uwagę na fakt, że nie tylko poprawiono pozycję kredytobiorcy indywidualnego w przypadku zawarcia umowy kredytu mieszkaniowego, ale także zwiększono transparentność zawierania umów tego rodzaju, co miało wpływ na łatwiejszą kontrolę brytyjskich banków. Jednocześnie o ile poprawiono pozycję klienta indywidualnego, to zaostrzano wymagania wobec klienta biznesowego, który powinien zapewniać coraz wyższe rezerwy na spłatę kredytu. Takie działania miały zabezpieczyć banki przed ewentualnymi bankructwami przedsiębiorstw z branży mieszkaniowej.

⁸⁴⁹ KNF, *Raport o sytuacji banków w 2015 r., 2016*, Warszawa, https://www.knf.gov.pl/Images/RAPORT_O_SYTUACJI_BANKOW_2015_tcm75-47215.pdf

7.5. Wyzwania w zakresie regulacji rynku kredytów mieszkaniowych

W Polsce, jak i w Wielkiej Brytanii ważnym wyzwaniem jest tworzenie rynku finansowego, na którym gospodarstwa domowe będą poruszać się bezpiecznie. Polski i brytyjski konsument (przede wszystkim po kryzysie finansowym z 2008 roku) ma przeważnie niskie zaufanie do podmiotów finansowych. Posiada małe doświadczenie w kontakcie z podmiotami finansowymi, a tym samym nie potrafi właściwie oceniać produkty finansowe. Rynek kredytowy przez gospodarstwa domowe jest gorzej oceniany aniżeli rynek inwestycyjny, pomimo że gospodarstwa domowe mają większy kontakt z rynkiem kredytowym⁸⁵⁰.

Istotnym wyzwaniem dla polityki regulacyjnej będzie ewaluacja efektów fali regulacji, która pojawiła się w minionych latach (po światowym kryzysie finansowym). Zyskowność sektora finansowego zmalała istotnie w Polsce i teraz znajduje się poniżej średniej dla UE i średniej dla regionu Europy Środkowej. Spadek zyskowności sektora nie musi być zły sam w sobie, ale w kontekście delewarowania gospodarstw domowych uzasadnione jest pytanie, czy zdolność sektora do zapewnienia odpowiedniego poziomu kredytowania gospodarki nie została nadmiernie ograniczona? Pytanie jest o tyle istotne, że wiele problemów istotnych z punktu widzenia ochrony konsumentów nie jest rozwiązanych. Nie można wykluczyć, że sektor finansowy jest nadmiernie dociskany regulacyjnie bez osiągnięcia istotnej poprawy w jakości świadczonych usług finansowych⁸⁵¹.

Ściśle związana z problemem dociskania regulacyjnego sektora finansowego będzie sprawa kredytów frankowych, wisząca nad sektorem już od kilku lat. Na razie pomysły wymuszonej restrukturyzacji są odłożone na legislacyjną półkę, m.in. dzięki poprawiającym się notowaniom złotego i napięciom politycznym. Ale nie można wykluczyć, że przy gorszych notowaniach polskiej waluty i w wirze walki wyborczej pomysły powróci. Instytucje regulacyjne powinny mieć przygotowane scenariusze reagowania⁸⁵².

Według mikroekonomicznego podejścia bardzo ważne jest kontrolowanie i monitorowanie zarówno kredytobiorców, jak i instytucji finansowych udzielających kredytów hipotecznych. W Polsce, jak i w Wielkiej Brytanii stopy procentowe są na niskim poziomie. Ewentualne dostosowania kosztu pieniądza (wzrost stóp procentowych) po długim okresie

⁸⁵⁰ Kemp P. A., Kofner S., *Contrasting Varieties of Private Renting: England and Germany*, in *International Journal of Housing Policy*, 2014.

⁸⁵¹ Morawski I., Wieczorek Sz., *Zadłużenie i bezpieczeństwo...*, s. 25.

⁸⁵² Ibidem.

utrzymywania go na niskim poziomie może być szokiem nie tylko dla kredytobiorców, ale także dla całego systemu finansowego⁸⁵³.

System bankowy od wielu lat ulega systematycznym przemianom, które na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat nabrały dynamicznego przyspieszenia. Wpływ na te zmiany miały zmieniające się warunki gospodarcze, globalizacja rynków, nowa technologia. Te czynniki miały wpływ na standardy świadczonych usług bankowych oraz tworzenie coraz bardziej niebezpiecznych produktów finansowych. Dlatego nie mogło to pozostawać bez wpływu zarówno na stabilność, jak i bezpieczeństwo całego systemu bankowego oraz rynku nieruchomości mieszkaniowych⁸⁵⁴.

Ostatni kryzys w Wielkiej Brytanii pokazał, iż niewłaściwe zachowanie podmiotów rynku wpływa negatywnie na system finansowy, niosąc poważne konsekwencje zarówno społeczne (z punktu widzenia poszczególnych gospodarstw domowych), jak i gospodarcze, nie tylko dla systemu bankowego, ale również dla rynku nieruchomości mieszkaniowych. Kryzys finansowy z 2008 roku ujawnił nie tylko niewłaściwe zachowanie banków i pośredników finansowych, którzy sprzedawali kredyty bez należytej kontroli informacji źródłowych i stosowali zbyt łagodną politykę odnośnie do zdolności kredytowej⁸⁵⁵. Należy również przyjrzeć się działaniom gospodarstw domowych, którzy zaciągali kredyty hipoteczne (w Polsce kredyty walutowe, czyli denominowane w walucie obcej) w celu otrzymania niższej stopy procentowej. Niskie stopy procentowe zarówno w Polsce, jak i w Wielkiej Brytanii pozwalały zaciągać wyższe kwoty kredytów, jednak gospodarstwa domowe nie rozumiały konsekwencji podejmowanego ryzyka. Komisja Europejska podkreśla, że problemy te wynikają z jednej strony z nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku finansowego i uchybień regulacyjnych, ale także można się ich doszukiwać w innych czynnikach o charakterze gospodarczym, jak również w niskim poziomie wiedzy finansowej samych kredytobiorców⁸⁵⁶.

Zagwarantowanie stabilności finansowej poszczególnym instytucjom i rynkom finansowym, a tym samym i rynkowi nieruchomości mieszkaniowych jest ważną kwestią dla instytucji kontrolujących funkcjonowanie tych rynków oraz rządów poszczególnych krajów.

Aby ograniczyć pojawianie się kryzysów bankowych, należy ograniczyć w przyszłości takie czynniki, jak:

⁸⁵³ Duca J., Muellbauer J., Murphy A., *House prices and credit constraints: making sense of the US experience*, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 1103, 2014.

⁸⁵⁴ Meen G., *Homeownership for Future Generations in the UK*, Urban Studies, London 2013.

⁸⁵⁵ Giglio S., Maggiori M., Stroebel J., *Very Long-Run Discount Rates*, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, No. 182, 2015.

⁸⁵⁶ *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi*, 2011/0062 (COD), Bruksela 2011.

- złe zarządzanie bankiem,
- nieodpowiednie regulacje ostrożnościowe i sprawowanie kontroli nad bankami,
- nieprzemyślane deregulacje⁸⁵⁷.

Jak dowodzi J. Wasilewski, to nie szturm na banki i utrata płynności są najczęstszym powodem upadłości banków, ale zła polityka kredytowa, nieodpowiedzialność i niskie kompetencje kadry zarządzającej oraz brak odpowiednich regulacji nadzorczych. Potwierdzeniem tej tezy może być chociażby ostatni kryzys subprime w Stanach Zjednoczonych⁸⁵⁸.

Nie ulega wątpliwości, iż prawidłowa identyfikacja i pomiar ryzyka oraz określenie jego akceptowalnego poziomu stanowią podstawę zarządzania ryzykiem kredytowym zarówno w banku, jak i w całym systemie bankowym. Nic zatem dziwnego, że w wyniku wciąż niedostatecznych, powolnych zmian w praktykach i procesach kredytowych poszczególnych banków, nadzór finansowy został zmuszony do podjęcia stanowczych działań zmierzających do ujednolicenia podejścia banków do oceny zdolności kredytowej i stabilności sytuacji finansowej klientów oraz ograniczenia ekspozycji na ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej portfeli kredytów mieszkaniowych. Należy jednak również zwrócić uwagę na fakt, iż obok konsekwencji we wdrażaniu nowych rekomendacji należy jednocześnie skutecznie egzekwować wprowadzane zmiany⁸⁵⁹.

Nadzór finansowy tworząc nowe rekomendacje w przyszłości, musi mieć na uwadze, że właściwe funkcjonowanie banków jest oparte na zaufaniu. Dlatego należy wypracować skuteczne regulacje ostrożnościowe i podejmować odpowiednie decyzje, które będą minimalizować skutki oraz skalę rażenia kryzysu, a jednocześnie zapewniać stabilny rozwój nie tylko sektora bankowego, ale również rynku nieruchomości mieszkaniowych⁸⁶⁰.

Po kryzysie finansowym z 2008 roku wprowadzono w Polsce i w Wielkiej Brytanii szereg regulacji, których celem było zwiększenie bezpieczeństwa konsumenta oraz całego systemu finansowego. Te regulacje można podzielić na trzy grupy.

Po pierwsze, są to regulacje, które odpowiadają na problem braku wiedzy finansowej większości konsumentów i zmierzają do obniżenia asymetrii informacji między kredytodawcą a kredytobiorcą. W niektórych przypadkach są to regulacje „miękkie”, nakładające na instytucje finansowe obowiązki informacyjne, w innych przypadkach – regulacje „twarde”,

⁸⁵⁷ Iwanicz-Drozdowska M., *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, BFG/PWE, Warszawa 2002, s. 197.

⁸⁵⁸ Wasilewski J., *Determinanty kryzysów...*, s. 8.

⁸⁵⁹ Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych...*, s. 222.

⁸⁶⁰ Andrews D., Snachez A., *The Evolution of Homeownership Rates in Selected OECD Countries: Demographic and Public Policy Influences*, OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2011/1, 2011.

które nakładają ograniczenia na wysokość kosztów kredytu czy możliwość sprzedawania kredytów.

Po drugie, są to regulacje, które chronią klientów instytucji finansowych przed nieoczekiwanymi wahaniami koniunktury, zmuszając instytucje finansowe (głównie banki w tym przypadku), aby odpowiednio badały odporność klientów na zmiany ich dochodów.

Po trzecie wreszcie, są to regulacje chroniące bezpieczeństwo systemu finansowego, poprzez wprowadzanie wymogów odnośnie do poziomów kapitałów, struktury pasywów i aktywów, zarządzania płynnością, polityki ryzyka, czy zwiększonych płatności na system gwarancji depozytów itp.⁸⁶¹.

Ważnym zagadnieniem, nad którym w przyszłości powinien pracować nadzór finansowy, jest problematyka innowacji finansowych i ich wpływ na rynek mieszkaniowy. Bardzo trudno oddzielić innowacje technologiczne i finansowe. W praktyce wszelkie innowacje finansowe są wspierane przez nowoczesne technologie. Regulację można traktować w kategoriach czynnika produkcji (tak jak pracę, ziemię czy kapitał), ponieważ prawo może stymulować lub ograniczać działalność gospodarczą.

Innowacje finansowe mogą dotyczyć nowych technologii, instytucji lub rynków. Mogą zatem mieć charakter procesowy, instytucjonalny, a także produktowy. Innowacje produktowe to np. derywaty, a także ich poszczególne rodzaje, sekurytyzowane aktywa, produkty strukturyzowane, kredyty hipoteczne denominowane w obcych walutach itp. Instytucje nadzoru makro i mikroostrożnościowego powinny być przygotowane do nadzoru i regulacji rynków finansowych, na których pojawiają się coraz to bardziej zróżnicowane i złożone innowacje finansowe.

W przyszłości nadzór finansowy powinien uważać, aby w innowacjach finansowych odróżnić krzyżujące się cele – pożądane (zabezpieczenie się przed ryzykiem, rozpraszanie czy przenoszenie ryzyka) oraz niepożądane (spekulacja). W Polsce przykładem takiego uwikłania celów stały się tzw. opcje walutowe, które w zasadzie miały służyć zabezpieczeniu się przed ryzykiem, ale wiele firm skłoniły do spekulacji – czego skutkiem stało się poniesienie przez nie bardzo wysokich strat. Częstym motywem innowacji finansowych jest także arbitraż regulacyjny, a zwłaszcza podatkowy (w konsekwencji braku takich innowacji finansowych występuje alternatywne rozwiązanie – konkurencja regulacyjna, czyli szukanie optymalnej jurysdykcji, np. na rejestrację spółki czy rezydencję podatkową)⁸⁶².

⁸⁶¹ Morawski I., Wieczorek Sz., *Zadłużenie i bezpieczeństwo finansowe Polaków*, Bonnier Business, Warszawa 2019, s. 17.

⁸⁶² Szpringer W., *Instytucje nadzoru w sektorze...*, s. 28.

Rozdział 8.

WPLYW POLITYKI MONETARNEJ I NADZORU FINANSOWEGO NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

8.1. Determinanty decyzji o pobraniu kredytu mieszkaniowego oraz relacje z bankiem w świetle badań ankietowych kredytobiorców

8.1.1. Społeczno-demograficzna charakterystyka kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Tematyka badań ankietowych koncentrowała się na zagadnieniu wpływu stopy procentowej oraz rekomendacji nadzorczych na decyzje gospodarstw domowych odnośnie kredytów hipotecznych. W badaniach własnych odwołano się do informacji pozyskanych bezpośrednio od gospodarstw domowych. Głównym celem badania przeprowadzonego w 2017 roku była odpowiedź na pytanie, jakie czynniki i w jakim stopniu wpływają na zachowania kredytobiorców. Zachowania kredytobiorców zostały także przeanalizowane pod względem demograficznych cech.

Badanie zostało zrealizowane metodą ankietową z wykorzystaniem autorskiego kwestionariusza ankiety, przeznaczonego do samodzielnego wypełnienia. Wybór takiej metody podyktowany był przede wszystkim drażliwością poruszanego zagadnienia. Główną zaletą zastosowanej metody było uniknięcie wpływu ankieterskiego, zmniejszenia ryzyka wystąpienia błędu stronnictwa, którego źródłem mogły być zróżnicowane cechy i umiejętności ankietowanych⁸⁶³. Rozwiązanie takie wydawało się nadto bardziej sprzyjać zapewnieniu respondentom poczucia anonimowości i poufności przekazywanych informacji. Atutem wybranej metody był również relatywnie niski koszt realizacji badania. Za mankament zastosowanej metody – rezygnacji z udziału ankietera – uznać natomiast należy brak osoby, która może wyjaśnić treść poszczególnych pytań i zaznaczając odpowiedzi w formularzu, zmniejsza ryzyko popełnienia błędu przez respondenta.

⁸⁶³ Kaniewska-Sęba A., Leszczyński G., Pilarczyk B., *Badania marketingowe na rynku business-to-business*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 12.

W części merytorycznej ankiety w szczególności zawarto pytania dotyczące wykorzystania i znaczenia kredytów hipotecznych przy zakupie nieruchomości przez badanych kredytobiorców, ich zachowań w aspekcie podejmowanych decyzji pod wpływem polityki stóp procentowych oraz regulacji nadzorczych.

Ankieta zawiera metryczkę dotyczącą pytań o demograficzne cechy respondentów. Pytania kwestionariusza miały charakter zamknięty lub półotwarty. Część z nich przedstawiono w formie tabelarycznej (zob. Załącznik).

W badaniu zastosowano nieprobabilistyczne techniki doboru próby⁸⁶⁴, co podyktowane było przede wszystkim drażliwością podejmowanego tematu. Autor rozprawy ma świadomość ograniczeń wybranego rozwiązania, polegającego na niemożności stosowania we wnioskowaniu pojęcia prawdopodobieństwa (przynajmniej w jego klasycznej i częstościowej interpretacji) i w konsekwencji teorii wnioskowania statystycznego⁸⁶⁵, a zatem niemożności uogólniania prawidłowości zaobserwowanych w próbie na całą populację. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę podane wyżej argumenty uznano, że największe szanse powodzenia ma przeprowadzenie badań przy próbie dobranej w sposób nieprobabilistyczny.

Czynniki społeczno-osobowe (demograficzne) i behawioralne mają znaczenie w decyzjach dotyczących zakupu mieszkania i zaciągnięcia na ten cel kredytu bankowego. Czynniki demograficzne można określić jako podstawowe zmienne charakteryzujące kredytobiorcę i jego gospodarstwo domowe oraz zaliczyć do grupy obiektywnych determinant kształtujących jego zachowania, w tym zachowania na rynku kredytów mieszkaniowych. Uwarunkowania demograficzne przede wszystkim różnicują potrzeby kredytobiorców, stanowią bodźce lub hamulce określonych zachowań rynkowych oraz decydują o warunkach, w których te zachowania mają miejsce. O ich znaczeniu przesądza również fakt, że determinanty te, jako relatywnie łatwe do identyfikacji, stanowią jedno z podstawowych kryteriów typologii i segmentacji rynku⁸⁶⁶.

Ważnym czynnikiem wśród społeczno-osobowych cech kredytobiorców jest ich wykształcenie. Wykształcenie kredytobiorców wpływa na poziom i strukturę konsumpcji na dwa sposoby – z jednej strony kreuje potrzeby, z drugiej natomiast umożliwia ich zaspokajanie. Poziom wykształcenia oddziałuje na hierarchię i wielkość potrzeb, które rosną i rozwijają się

⁸⁶⁴ Techniki nieprobabilistyczne to techniki wyboru oparte głównie na subiektywnej ocenie badacza lub na wyborze „na chybił trafił”, a zatem takie, w których nie korzysta się z procedur losowania gwarantujących taką samą szansę wyboru każdej jednostce (Szreder M., *Metody i techniki sondażowych badań opinii*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 45,103).

⁸⁶⁵ Szreder M., *Losowe i nielosowe próby w badaniach statystycznych*, Przegląd Statystyczny, 2010, R.LVII, Zeszyt 4, s. 171.

⁸⁶⁶ Kieźel E. (red.), *Konsument i jego zachowania na rynku europejskim*, PWE, Warszawa 2010, s. 128.

w miarę wzrostu świadomości i wiedzy kredytobiorców. Osoby lepiej wykształcone na ogół w większym stopniu odczuwają potrzeby wyższego rzędu i dążą do ich zaspokojenia oraz dysponują też większym zasobem informacji o rynku, które potrafią krytycznie analizować⁸⁶⁷. Świadczy to o wpływie wykształcenia kredytobiorców na ich cechy osobowościowe, postrzeganie rzeczywistości, postawy oraz odczuwane potrzeby, czyli na elementy, które zaliczane są do uwarunkowań psychologicznych. Poziom wykształcenia może też warunkować możliwości finansowe zaspokojenia potrzeb, gdyż wyższe wykształcenie wiąże się z wyższymi kwalifikacjami zawodowymi, a co za tym idzie – z reguły z większymi możliwościami zarabkowania i w efekcie lepszymi dochodami, które umożliwiają pełniejsze zaspokojenie potrzeb kredytobiorców (świadczy to o powiązaniu wykształcenia z uwarunkowaniami ekonomicznymi i psychologicznymi)⁸⁶⁸. Ten aspekt jest istotny zwłaszcza w rozważaniach dotyczących rynku nieruchomości mieszkaniowych

Warto dodać, że kredytobiorcy, którzy są lepiej wykształceni, mają też większe wymagania w stosunku do produktów – istotna jest dla nich nie tylko podstawowa użyteczność, lecz także funkcje dodatkowe, na które składają się między innymi usługi dodatkowe, estetyka czy wygoda użycia, co jest bardzo ważne w przypadku zakupu mieszkania (czynniki marketingowe)⁸⁶⁹.

W Polsce kredytobiorcy charakteryzują się wykształceniem wyższym oraz średnim, grupy te stanowią odpowiednio 62,6% oraz 30,1%. W przypadku Wielkiej Brytanii, kredytobiorcy mieszkaniowi posiadają najczęściej wykształcenie zawodowe, które występuje u 47,2% badanej grupy, a wykształcenie średnie oraz podstawowe odpowiednio 28,7% i 19,4% (tab. 65).

Tabela 65. Wykształcenie respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Kraj (j.m.)		Wykształcenie			
		Podstawowe	Zawodowe	Średnie	Wyższe
Polska	%	-	7,3	30,1	62,6
Wielka Brytania	%	19,4	47,2	28,7	4,7

Źródło: Badania ankietowe

Bardzo ważną cechą kredytobiorcy w kontekście zaciągania kredytu mieszkaniowego jest jego wiek. Dla banku wiek kredytobiorcy stanowi podstawowe kryterium długości kredytowania i wiąże się ze zdolnością kredytową. Dla kredytobiorcy jest ważnym elementem ekonomicznego cyklu życia.

⁸⁶⁷ Żelazna K., Kowalczyk I., Mikuta B., *Ekonomika konsumpcji...*, s. 100.

⁸⁶⁸ Kieźel E. (red.), *Konsument i jego zachowania na rynku...*, s. 134.

⁸⁶⁹ Ibidem, s. 135.

Wiek kredytobiorcy ma istotne znaczenie wśród zmiennych kształtujących zachowania kredytobiorców, gdyż wraz z wiekiem zmieniają się potrzeby a także przeobrażeniom ulega sposób dokonywania wyborów rynkowych oraz role kredytobiorców w procesie zakupu. Wiek stanowi zmienną, na podstawie której często ustala się aktualne i przewiduje przyszłe potrzeby konsumentów (świadczy to o powiązaniu czynników demograficznych z psychologicznymi). Popyt na różne dobra, jak np. niektóre artykuły żywnościowe, mieszkanie, meble czy samochody, wyraźnie inaczej kształtuje się w poszczególnych etapach życia konsumenta, a w skali globalnej – w okresach wyżów i niżów demograficznych⁸⁷⁰.

W cyklu życia kredytobiorcy istnieją przełomowe momenty, w których przyjmuje się zwykle nowe priorytety. Tego rodzaju doświadczenia wywołują zmiany, które dotyczą również zachowań kredytobiorców na rynku dóbr trwałego użytku, w tym mieszkań. Ponadto, w gospodarstwach prowadzonych przez dwudziestoparolatków wydatki są zdecydowanie mniejsze niż w gospodarstwach osób starszych, ponieważ na ogół dochody tej grupy są niższe⁸⁷¹.

Konsumenci wraz z wiekiem osiągają zazwyczaj coraz to wyższe dochody (do momentu przejścia na emeryturę), z czasem mogą więc pozwolić sobie na zwiększenie wydatków na dobra luksusowe, wyższej klasy wyposażenie domów, usługi, wyżywienie, co wiąże się z innym charakterem decyzji oraz innym sposobem ich podejmowania – zjawiska te potwierdzają uzależnienie czynników ekonomicznych od faz cyklu życia rodziny⁸⁷².

Średni wiek ankietowanych kredytobiorców w Polsce wynosił 36 lat, zaś w Wielkiej Brytanii 35,5 roku. Biorąc pod uwagę parametry statystyczne rozkładu tej cechy (zwłaszcza wartość odchylenia standardowego) można stwierdzić, że zarówno w Polsce, jak i w Wielkiej Brytanii wiek kredytobiorców mieszkaniowych jest podobny i około 2/3 z nich mieści się w przedziale 29-43 lat w Polsce i 29-42 lata w Wielkiej Brytanii.

Wyniki badań wskazują, że minimalny wiek, w którym kredytobiorcy zaciągają kredyt na zakup nieruchomości mieszkaniowych w Polsce to około 25 lat, a w Wielkiej Brytanii to 24 lata. Są to osoby, które podejmują ważne decyzje życiowe, kończą swoją edukację, podejmują zatrudnienie oraz decydują się na usamodzielnienie finansowe, a niejednokrotnie także o wyprowadzce z domu rodzinnego. Są to osoby w większości posiadające wyższe wykształcenie co wynika z panującego w społeczeństwie przekonania o konieczności zdobycia

⁸⁷⁰ Kuß A., Tomczak T., *Käuferverhalten. Eine marketingorientierte Einführung*, UTB, Stuttgart 2007.

⁸⁷¹ de Bigot J.Y., *The Economic Influence of Young People in France. Children and Young People*, Marketing and Social Research, ESOMAR, Baden-Near-Vienne, 1980.

⁸⁷² Evans M., Jamal A., Foxall G., *Consumer Behaviour*, John Wiley & Sons, Hoboken 2006.

wyższego wykształcenia w celu zdobycia dobrze płatnej posady⁸⁷³. Przy czym jak wskazują badania pęd do wyższego wykształcenia jest większy w Polsce, niż w Wielkiej Brytanii. Wykształcenie wyższe lub co najmniej średnie, jako cecha decydująca o dostępie do kredytu bankowego, jest również w Polsce znacznie bardziej istotne niż w Wielkiej Brytanii (tab. 65).

Wśród determinant społeczno-kulturowych warunkujących zachowania kredytobiorców istotna jest też aktywność zawodowa. Czynniki te, podobnie jak wyżej omówiony poziom wykształcenia, oddziałuje w sposób pośredni na zachowania kredytobiorców, decydując o wysokości dochodów. Fakt posiadania pracy przez kredytobiorców wpływa nie tylko na wzrost poziomu ich funduszu nabywczego, ale też na możliwości konsumpcyjne jednostki i gospodarstwa domowego (czynniki ekonomiczne)⁸⁷⁴.

Z aktywnością zawodową konsumenta związana jest jego pozycja zawodowa. Jest ona zazwyczaj podstawowym wyróżnikiem statusu społecznego danego gospodarstwa oraz przynależności do grup społecznych jego członków i niekiedy wyrażającym się w charakterystycznych dla danego zawodu standardach konsumpcji. Stanowią one również bardzo często ważne kryterium stratyfikacji społecznej. Pozycja zawodowa konsumenta (wykonywany zawód i zajmowane stanowisko, z reguły uwarunkowane poziomem wykształcenia) ma ścisły związek z jego sytuacją ekonomiczną i określa zasadniczo wielkość i strukturę konsumpcji. Co ważne, im wyższe wykształcenie ma konsument i wyższa jest jego pozycja społeczna, tym posiada on wyższy i bardziej rozwinięty system potrzeb (czynnik psychologiczny) oraz możliwości ich zaspokajania⁸⁷⁵.

Wyniki badań wskazują, że kredytobiorcy mieszkaniowi w Polsce wykazują większe zróżnicowanie w zakresie rodzaju wykonywanej pracy zawodowej, tym samym źródła dochodów, w porównaniu do kredytobiorców w Wielkiej Brytanii (tab. 66).

Praca zarobkowa (najemna) jest źródłem dochodów dla 91,1% kredytobiorców mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii. Jedynie 6,2% kredytobiorców prowadzi własną działalność gospodarczą, zaś niespełna 1% łączy prowadzenie gospodarstwa rolnego z pracą zarobkową (tab. 66). Struktura kredytobiorców w Polsce pod względem pracy zawodowej jest nieco inna. Pracę zarobkową jako źródło dochodów wykazało 81,3% badanych respondentów, a prowadzenie własnej działalności gospodarczej 12,2%. Jednocześnie pracę zarobkową oraz prowadzenie gospodarstwa rolnego deklarowało 4,9% badanych. Jedynie w przypadku responden-

⁸⁷³ Catte P., Girouard N., Price R.W., André C., *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, OECD Economics Department Working Papers, No. 394, 2009.

⁸⁷⁴ Woźny D., *Uwarunkowania zachowań młodych konsumentów na rynku mebli*, UE w Poznaniu, Poznań 2012, s. 35.

⁸⁷⁵ Janoś-Kresło M., Mróz B. (red.), *Konsument i konsumpcja we współczesnej gospodarce*, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 132.

tów w Polsce kredytobiorcami były także osoby będące na emeryturze/rencie. Stanowią one jednak niewielką grupę respondentów i byli to kredytobiorcy z kilkuletnim stażem, czyli otrzymali kredyt mieszkaniowy będąc jeszcze osobami aktywnymi zawodowo (1,63%).

Tabela 66. Struktura kredytobiorców mieszkaniowych według dominującego źródła dochodów gospodarstwa domowego (w %)

Kraj	Rodzaj pracy zawodowej				
	Praca zarobkowa	Gospodarstwo rolne/ praca zarobkowa	Własna działalność gosp.	Emerytura /renta	Gospodarstwo rolne
Polska	81,3	4,9	12,2	1,6	-
Wielka Brytania	91,1	0,9	6,2	-	1,8

Źródło: Badania ankietowe.

Umowa o pracę to forma zatrudnienia najbardziej preferowana przez pracowników w Polsce i w Wielkiej Brytanii ze względu na stabilność zatrudnienia. Jest to także najkorzystniej postrzegana forma zatrudnienia w procesie badania zdolności kredytowej⁸⁷⁶.

Należy wspomnieć, iż specyficzną grupą odniesienia jest rodzina, która kształtuje preferencje i postawy kredytobiorcy. Wiele decyzji podejmuje on w środowisku rodzinnym, więc na ostateczną decyzję mają wpływ również potrzeby i opinie innych członków rodziny⁸⁷⁷.

Duży wpływ na zachowania kredytobiorców mają również liderzy opinii, czyli osoby, które nieformalnie, świadomie lub nieświadomie, wpływają na motywy nabywcze innych ludzi⁸⁷⁸. Kredytobiorcy, którzy są podatni na oddziaływanie liderów, naśladują ich zachowania konsumpcyjne, stan posiadania, styl życia itp., co przejawia się w kupowaniu mieszkań o podobnym standardzie lub nabywaniu nieruchomości mieszkaniowych w określonych miejscach. Naśladownictwo ma szczególne znaczenie dla produktów, które świadczą o prestiżu społecznym i na których wybór istotny wpływ ma moda i opinie liderów⁸⁷⁹.

Interesującym, a zarazem nowym czynnikiem w procesie decyzyjnym konsumentów w ostatnich czasach jest ekologizacja (inaczej ekologiczność)⁸⁸⁰. Jest to w dużej mierze efekt

⁸⁷⁶ Cuerpo C., Kalantaryan S., Pontuch P., *Rental Market Regulation in the European Union*, European Economy, Economic Papers, No. 515, 2014.

⁸⁷⁷ Kotler P., Keller K.L., Bliemel F., *Marketing-Management. Strategien für wertschaffendes Handeln*, 12. Aufl., München 2007, s. 271.

⁸⁷⁸ Do liderów opinii zaliczyć można np. piosenkarzy, sportowców, aktorów, dziennikarzy, osoby z tej samej grupy społecznej co konsument, ale mające silną pozycję w grupie. Smyczek S., Sowa I., *Konsument na rynku. Zachowania, modele, aplikacje*, Difin, Warszawa 2005, s. 109.

⁸⁷⁹ Woźny D., *Uwarunkowania zachowań młodych konsumentów...*, s. 39.

⁸⁸⁰ Współcześni kredytobiorcy w coraz większym stopniu dbają zarówno o środowisko naturalne, jak i o własne zdrowie i kondycję organizmu (ekologizacja życia), co wpływa na strukturę ich konsumpcji i zachowania

rozwijania się idei zrównoważonego rozwoju. Rosnąca świadomość ekologiczna kredytobiorców powoduje, iż coraz częściej zwracają oni uwagę na kwestię pochodzenia wyrobów (dotyczy to zarówno produktów częstego zakupu, jak i okresowego oraz epizodycznego zakupu dóbr trwałych, w tym nieruchomości mieszkaniowych), rodzaju materiału z jakiego są one zrobione, ich składników, wyposażenie mieszkania w instalację w odnawialne źródła energii, rozwiązania ekologiczne i energooszczędne itp.⁸⁸¹.

8.1.2. Charakterystyka pobranych kredytów mieszkaniowych

Wyniki badań ankietowych w aspekcie celu pobranego kredytu hipotecznego wskazują, że w Polsce 48% respondentów przeznaczyło zaciągnięty kredyt na zakup mieszkania, zaś 42,3% respondentów przeznaczyło go na zakup lub budowę domu. Pozostałe 9,7% respondentów przeznaczyło pozyskany kredyt na inne cele (np. gruntowny remont mieszkania, dokończenie budowy domu). W przypadku kredytobiorców w Wielkiej Brytanii wszyscy respondenci przeznaczyli kredyt na zakupu mieszkania lub domu. Różnica w tej kwestii wynika z faktu, iż w Polsce wciąż wiele osób buduje domy systemem inwestorskim (gospodarczym), natomiast w Wielkiej Brytanii kupuje się domy już wybudowane. Budowa domu w Wielkiej Brytanii wiąże się z wieloma trudnościami. Przed realizacją inwestycji potrzebne są pozwolenia na planowanie zabudowy. Jednak pozwolenie takie nie oznacza, że będzie można działkę zabudować. Grunt z takim pozwoleniem często ma restrykcyjne wymogi, które utrudniają budowę domu.

Jednym z najważniejszych kryteriów przy wyborze konkretnej oferty kredytowej banku jest wysokość miesięcznej raty kredytowej. Na jej poziom w sposób pośredni ma wpływ waluta kredytu. W przypadku kredytów wyrażonych w walucie zagranicznej przy ustalaniu wysokości miesięcznej raty należy uwzględniać zmiany kursu walutowego⁸⁸².

W przypadku w Wielkiej Brytanii – o czym była już mowa - kredyty mieszkaniowe niemal w 100% są udzielane w funtach. W związku z tym w przypadku badanej zbiorowości kredytobiorców wszyscy zaciągnęli kredyt w walucie krajowej. Natomiast wśród kredytów mieszkaniowych pobranych przez respondentów w Polsce dominowały kredyty złotowe. Kredyty takie stanowiły 76,2% w strukturze pobranych kredytów mieszkaniowych. Wśród ankietowanych kredy-

rynkowe. Zjawisko to nosi nazwę ekologizacji konsumpcji, które można też określić jako ekokonsumpcję lub zieloną konsumpcję – nabywanie nieruchomości mieszkaniowych jak i ich wyposażenia wyprodukowanych z materiałów ekologicznych. Woś J., Rachocka J., Kasperek-Hoppe M., *Zachowania konsumentów – teoria i praktyka*, Wyd. UE w Poznaniu 2011, s. 163-165.

⁸⁸¹ Woźny D., *Uwarunkowania zachowań młodych konsumentów...*, s. 45.

⁸⁸² Gyourko J., *Housing Supply*, Annual Review of Economics, 2009, s. 295-318.

tobiorców w Polsce na kredyt we franku szwajcarskim zdecydowało się 19,8% badanych, a na kredyt w euro 4,1% respondentów.

Duży udział kredytów udzielanych w walucie narodowej (w Polsce i w Wielkiej Brytanii) wynika z różnych przyczyn. W Wielkiej Brytanii w głównej mierze z faktu, iż tego typu kredyty są niemal wyłącznie w ofercie banków lub innych instytucji oferujących kredyty hipoteczne. Potencjalni kredytobiorcy decydując się na kredyt w krajowej walucie, znają wysokość miesięcznych rat w całym okresie kredytowania, przy zachowaniu innych parametrów wpływających na jej wysokość na niezmiennym poziomie⁸⁸³. Natomiast w Polsce kredyty denominowane w walutach obcych, zwłaszcza w CHF, były bardzo popularne wśród kredytobiorców i chętnie udzielane przez banki w latach 2003-2011. Zawirowania na rynkach międzynarodowych (kryzys finansowy), znalazły swoje odzwierciedlenie w dynamicznych zmianach kursów walut. Spowodowało to – o czym była też mowa w poprzednim rozdziale – określone rekomendacje ze strony KNF, które w praktyce od roku 2012 skutkowały niemal całkowitym zaniechaniem udzielania tego typu kredytów. W szczególności dotyczyło to kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich. Niemniej w portfelach kredytowych banków znajdowała się znaczna kwota należności z tytułu takich kredytów udzielonych przez rok 2012.

Przypomnijmy, że na koniec 2017 r. w Polsce w portfelach badanych banków znajdowało się 2,1 mln kredytów mieszkaniowych udzielonych gospodarstwom domowym o łącznej wartości 380,7 mld zł. Większość kredytów została udzielona w złotych (72,3% w ujęciu ilościowym, 65,4% w ujęciu wartościowym).

W Polsce obecnie zgodnie z art. 6 ust. 1 ustawy o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami kredyt hipoteczny⁸⁸⁴ może zostać udzielony wyłącznie w walucie lub indeksowany do waluty, w której konsument uzyskuje większość swoich dochodów lub posiada większość środków finansowych lub innych aktywów wycenianych w walucie udzielenia kredytu hipotecznego lub walucie, do której kredyt hipoteczny jest indeksowany.

Z najnowszych statystyk opublikowanych przez Bank Anglii wynika, że już 15,7% wszystkich kredytów hipotecznych zaciąganych jest na co najmniej 35 lat. Jeszcze w 2005 roku odsetek takich kredytów stanowił zaledwie 2,7% rynku. Rosnąca tendencja w liczbie kredytów zaciąganych na ponad 35 lat utrzymuje się w Wielkiej Brytanii nieprzerwanie od 12 lat. Według danych z Banku Anglii wynika że, okres spłaty co trzeciego kredytu hipotecznego wynosi obecnie co naj-

⁸⁸³ Girouard N., Kennedy M., van den Noord P., André C., *Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals*, OECD Economics Department Working Papers, No. 475, 2009.

⁸⁸⁴ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz. U. 2017, poz. 819).

mniej 25 lat. W odpowiedzi na zapotrzebowanie rynku niektóre z banków zdecydowały się w ostatnich miesiącach na wydłużenie maksymalnego wieku kredytobiorcy w momencie zakończenia spłaty kredytu nawet do 85 lat⁸⁸⁵.

Na podstawie danych z Banku Anglii wynika, że decydując się na wydłużenie okresu spłaty hipoteki z 25 na 35 lat koszt kredytu wzrasta średnio o 20 procent. Pożyczając w 2017 roku 250 000 funtów na zakup nieruchomości, po 25 latach zwrócimy około 417 350 funtów (rata 1 390 funtów). Ten sam kredyt hipoteczny zaciągnięty na 35 lat to łączny koszt nawet 497 400 funtów (rata 1 183 funtów). Niższa rata oraz większa zdolność kredytowa to zdaniem ekonomistów najczęstsza przyczyna podjęcia decyzji o maksymalnym wydłużeniu okresu spłaty kredytu przez mieszkańców Wysp Brytyjskich⁸⁸⁶.

Okres kredytowania istotnie dłuższy jest w przypadku respondentów w Wielkiej Brytanii, średnio jest dłuższy o około 2 lata, a dla mediany – o 5 lat. Uzyskane dla poniższej charakterystyki porównania jednoznacznie wskazują na występujące różnice między analizowanymi zbiorowościami (tab. 67).

Tabela 67. Cechy kredytów mieszkaniowych pobranych przez ankietowanych w Polsce i w Wielkiej Brytanii

Parametr	Kraj (j.m.)	$\bar{x}$	Współczynnik V (%)	Maks.
Kwota kredytu	Polska (tys. zł)	143,7	50	380,0
	Wielka Brytania (tys. £)	148,9	40	380,0
Okres kredytowania (lata)	Polska	21,7	29	32
	Wielka Brytania	24	26	35
Wysokość miesięcznej raty	Polska (zł)	913,1	44	2 850
	Wielka Brytania (£)	632,3	43	1 500
Stosunek wysokości raty do miesięcznego dochodu	Polska (%)	27,1	41	50
	Wielka Brytania (%)	38,9	28	55
Procentowy stan spłaty kredytu	Polska (%)	28,4	85	100
	Wielka Brytania (%)	36,7	44	60
Poziom obecnego zadłużenia do jego zabezpieczenia	Polska (%)	60,6	38	100
	Wielka Brytania (%)	52,5	32	100

Źródło: Badania ankietowe.

Poziom obciążenia z tytułu kredytu (wysokość raty kredytowej) wynika głównie z dochodów uzyskiwanych przez kredytobiorców (gospodarstwo domowe) oraz przyjmowanych przez banki zasad ustalania kosztów utrzymania w gospodarstwie domowym. W ten sposób bank określa poziom zdolności kredytowej, w stosunku do którego ustalana jest rata kredytu. Jak to było opisane w rozdziale 5, zasady szacowania przez banki kosztów utrzymania rodzi-

⁸⁸⁵ Bank of England warns lenders of risk posed by longer mortgage terms bit.ly/2thz3HZ

⁸⁸⁶ Ibidem.

ny (gospodarstwa domowego) są indywidualnie przyjmowane przez banki, ale podlegają różnym rekomendacjom nadzoru finansowego. Średni poziom raty kredytu wynosi dla Polski 913,1 zł, natomiast dla Wielkiej Brytanii 632,3 funtów (tab. 67).

Przeciętny poziom zadłużenia respondentów z tytułu kredytu mieszkaniowego (w momencie przeprowadzenia badań) w stosunku do jego zabezpieczenia, czyli aktualny LtV, wynosił w przypadku kredytobiorców w Polsce 60,6% zaś w przypadku kredytobiorców w Wielkiej Brytanii 52,5%. Nieco wyższy przeciętny poziom LtV spłacanych kredytów w Polsce może być pochodną tego, że blisko 1/4 kredytów jest denominowana w walucie obcej i silne osłabienie złotego, które miało miejsce w badanym okresie, spowodowało wzrost LtV kredytów walutowych. Zróżnicowanie badanych zbiorowości kredytobiorców pod względem poziomu LtV jest nieco wyższe w Polsce (V-38%), niż w Wielkiej Brytanii (V-32%).

Zróżnicowanie pod względem poziomu spłaty kredytów w zbiorowości kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce jest znacznie wyższe (V-85%), niż w zbiorowości kredytobiorców w Wielkiej Brytanii (V-44%).

Jednym z podstawowych czynników mikroekonomicznych jest poziom dochodów kredytobiorców, na który wpływ ma koniunktura w gospodarce (recesja, wzrost gospodarczy), który określa możliwości zaspokojenia ich potrzeb⁸⁸⁷. Wysokość dochodów pieniężnych wyznacza możliwości nabywcze kredytobiorcy (ograniczając lub zachęcając do nabycia nieruchomości mieszkaniowej). Można uznać, że dochód jest czynnikiem pierwotnym w stosunku do pozostałych mikroekonomicznych uwarunkowań zachowań kredytobiorców⁸⁸⁸. Poziom dochodów kredytobiorców determinuje ich np. styl życia i postawy – zatem można mówić o powiązaniu tego czynnika ekonomicznego z uwarunkowaniami społeczno-kulturowymi oraz psychologicznymi. Ponadto należy dodać, że dochody kredytobiorców wpływają na wydatki konsumentów, ich oszczędności, możliwość skorzystania z kredytów, a także na posiadane zasoby dóbr trwałego użytku (nieruchomości mieszkaniowe), co świadczy o relacjach zachodzących pomiędzy czynnikami należącymi do kategorii uwarunkowań ekonomicznych⁸⁸⁹.

Z kategorią dochodu związane są pojęcia wydatków oraz oszczędności. Wraz ze wzrostem dochodów konsumentów zwiększają się ich wydatki, przy czym wzrost dochodów konsumentów ubogich powoduje zwiększenie wydatków na zakup dóbr zaspokajających najbardziej pilne, podstawowe potrzeby (np. żywność, odzież), natomiast w przypadku wzrostu do-

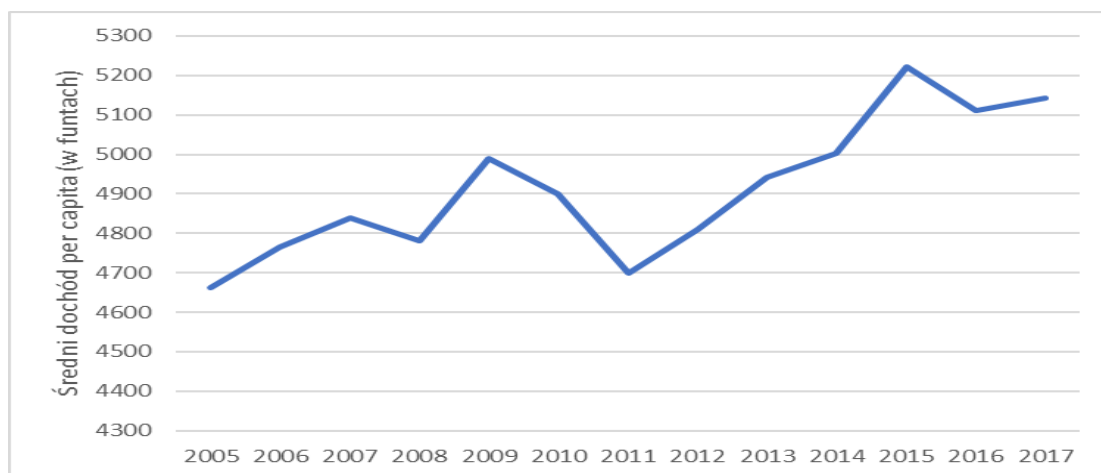
⁸⁸⁷ Rudnicki L., *Determinanty zachowań konsumentów na rynku*, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Nowym Sączu, Nowy Sącz 2015, s. 140.

⁸⁸⁸ Carletti E., Cerasi S., *Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring*, Journal of Financial Intermediation, 2007.

⁸⁸⁹ Castelli A., Dwyer G.P., Hasan I., *Bank Relationships and Firms' Financial Performance: The Italian Experience*, European Financial Management, 2014.

chodów konsumentów bogatych, mających już zaspokojone potrzeby podstawowe, można zauważyć głównie wzrost wydatków na zakup różnych dóbr trwałych, w tym nieruchomości mieszkaniowych⁸⁹⁰.

Rysunek 61. Poziom przeciętnych miesięcznych dochodów na 1 osobę w gospodarstwach domowych (w funtach) w Wielkiej Brytanii w latach 2005-2017



Źródło: <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/timeseries/crsf/ukea>

W Wielkiej Brytanii wciąż istnieją duże nierówności w poziomie zarobków między poszczególnymi rejonami kraju. Według danych ONS średni dochód Londyńczyków jest aż o 8 000 funtów wyższy niż dochód przeciętnego Brytyjczyka. Dodatkowo, aż 6 z 10 obszarów, w których dochód netto jest najwyższy, znajduje się w stolicy kraju⁸⁹¹.

Ponadto, raport opublikowany przez Institute for Fiscal Studies wskazał, że średnie tygodniowe zarobki wśród pracowników pełnoetatowych w Londynie były o jedną trzecią wyższe niż średnia w całej Wielkiej Brytanii i prawie o dwie trzecie wyższe niż średnia w północno-wschodniej Anglii⁸⁹².

Dochody netto osiąmane w gospodarstwie domowym respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii różnią się między sobą. W przypadku Wielkiej Brytanii, dochody osiąmane przez gospodarstwa domowe są często wspierane przez pomoc państwa – tak zwane benefity przyznawane na dzieci. Taka pomoc państwa zwiększa zdolność kredytową gospodarstwa domowego ubiegającego się o kredyt hipoteczny.

W przypadku ankietowanych w Polsce występuje większy odsetek osób w pierwszym (1 800-2 400 zł) i drugim przedziale dochodowym (2 401-3 000 zł). Są to grupy respondentów o najniższych dochodach netto, co może świadczyć, że znacząca część kredytobiorców

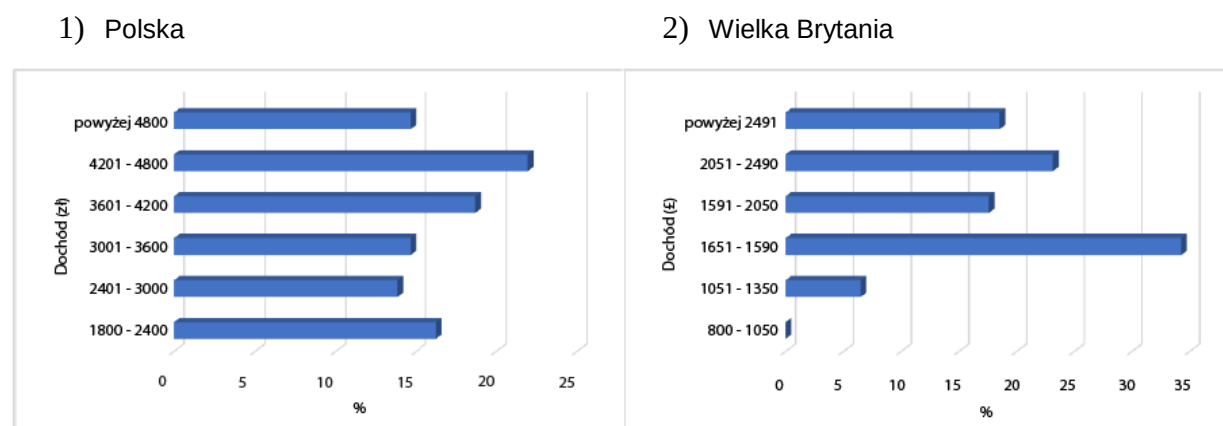
⁸⁹⁰ Rudnicki L., *Zachowania rynkowe nabywców. Mechanizmy i uwarunkowania*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 67.

⁸⁹¹ ONS, *Real net households adjusted disposable income per capita CVM SA*, 2018

⁸⁹² Hood A., *Income inequality, Living Standards, Poverty and Inequality in the UK*, 2018.

znajduje się w trudnej sytuacji materialnej. Również wysoki odsetek kredytobiorców w Polsce osiąga dochody netto w czwartym (3 601-4 200 zł) oraz piątym przedziale dochodowym (4 201-4 800 zł) (rys. 62). Wśród respondentów w Wielkiej Brytanii, występuje wyższy odsetek osób w trzecim (1 351£-1 590£) oraz piątym (powyżej 2 491£) przedziale dochodu netto (rys. 62).

Rysunek 62. Struktura dochodów netto osiągniętych przez respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii



Źródło: Badania ankietowe.

8.1.3. Ocena relacji z bankiem i warunków kredytu mieszkaniowego

Determinanty zachowań kredytobiorców na rynku nieruchomości mieszkaniowych, na ogół wzajemnie na siebie oddziałują. Ich siła oddziaływań na proces decyzyjny kredytobiorcy jest różna w zależności od wpływu pozostałych czynników na jego zachowanie⁸⁹³. Każda z grup czynników uzależniona jest od pozostałych kategorii uwarunkowań, i tak np. sytuacja ekonomiczna gospodarstwa domowego determinuje jego lokalizację, styl życia i potrzeby jego członków oraz akceptację ceny nabywanych mieszkań⁸⁹⁴. Ocena poszczególnych aspektów działalności banku, który był kredytodawcą mieszkaniowym jest istotna dla relacji klienta z tym bankiem zarówno na etapie ubiegania się o kredyt, jak i na etapie jego spłaty. Wyniki badań wskazują, że kredytobiorcy w Polsce i w Wielkiej Brytanii spośród różnych aspektów działalności banku, najwyżej oceniali uprzejmość personelu, kwalifikacje kadry, szybkość obsługi i jakość informacji, dostępność banku przez tradycyjne placówki (bliskość placówek, godziny otwarcia) i nowoczesne kanały, warunki lokalowe (tab. 69). Znacznie niżej oceniane były te aspekty, któ-

⁸⁹³ Berger A.N., Goldberg L.G., White L.J., *The Effects of Dynamic Changes in Bank Competition on the Supply of Small Business Credit*, European Finance Review, 2001.

⁸⁹⁴ Berger A.N., Udell G.F., *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance*, Journal of Business, 2007.

re dotyczyły ceny (atrakcyjności) usług bankowych, tj. oprocentowanie depozytów, kredytów, wysokość opłat i prowizji bankowych, przyjazności procedur bankowych itd. Są to „twarde” aspekty decydujące o koszcie kredytu, czy też mające wpływ na możliwości kształtowania (modyfikacji) warunków spłaty kredytu.

Tabela 68. Ocena* wybranych aspektów działalności banku, w którym pobrano kredyt mieszkaniowy dokonana przez kredytobiorców w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Aspekt działalności	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia ocena	Wsp. V	Średnia ocena	Wsp. V
Uprzejmość personelu	2,71	18,1	2,56	20,7
Kwalifikacje kadry	2,35	26,8	2,27	30,0
Szybkość obsługi	2,28	32,0	2,24	29,9
Różnorodność ofert	2,28	28,5	2,25	33,8
Dostęp poprzez nowoczesne kanały	2,24	31,7	2,31	26,4
Dostępność banku - godziny otwarcia	2,24	28,6	2,39	28,0
Jakość informacji	2,17	32,3	2,20	28,2
Pomoc konsultingowa	2,11	29,9	2,24	28,6
Elastyczność ofert	2,11	34,6	2,16	29,2
Zróżnicowanie asortymentu	2,11	32,2	2,08	30,8
Ogólna ocena działalności	2,11	28,0	2,16	29,2
Sieć placówek	2,08	27,4	2,20	26,8
Warunki lokalowe, parking	2,04	34,3	2,38	26,1
Możliwość korzystania ze specyficznych usług	2,02	30,7	2,14	29,4
Przyjazne procedury banku	2,01	32,8	2,28	28,1
Promocje i upusty	2,01	33,8	2,22	27,0
Oprocentowanie kredytów	2,01	34,3	2,31	29,9
Opłaty i prowizję za usługi bankowe	1,98	31,3	2,31	28,6
Oprocentowanie depozytów	1,94	37,6	2,19	30,6

*Ocena w skali od 1-3 pkt, gdzie 3 pkt to najwyższa ocena

Źródło: Badania ankietowe.

Znaczenie takich cech jak oprocentowanie kredytów, oprocentowanie depozytów oraz opłaty i prowizję za usługi bankowe są istotnie lepiej sklasyfikowane przez respondentów w Wielkiej Brytanii w porównaniu do respondentów w Polsce. Średnie różnice w ocenie w tym zakresie wyniosły około po 0,3 punktu w każdym z przypadków.

Dla pozostałych parametrów nie wykazano występowania istotnych statystycznie różnic, można jednak zauważyć nieznaczną przewagę wyższych ocen punktowych w przypadku respondentów w Wielkiej Brytanii. W większości przypadków wartości współczynnika zmienności V wskazują, że zróżnicowanie pod względem oceny aspektów działalności banku kredytodawcy mieszkaniowego w zbiorowości ankietowanych w Polsce jest nieco wyższe, niż w zbiorowości kredytobiorców w Wielkiej Brytanii (tab. 68).

Przy podejmowaniu decyzji o wyborze konkretnej oferty kredytowej, znaczenie ma wiele cech kredytu, wśród których można wymienić karencję, okres spłaty, wysokość prowi-

zji bankowej, wysokość oprocentowania, łączne koszty kredytu. Znaczenie wymienionych czynników dla badanych kredytobiorców zestawiono w tabeli 69. Zastosowano skalę porządkową w zakresie punktacji od 1 do 3. Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że oceny tych parametrów kredytów ze strony respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii są podobne. W subiektywnej ocenie respondentów wszystkie wymienione czynniki mają duże znaczenie dla potencjalnych klientów. Badania pokazały, że wśród respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii istnieje wiedza, że na koszty kredytu składa się nie tylko oprocentowanie, ale także inne dodatkowe koszty.

Tabela 69. Ocena elementów pobranego kredytu hipotecznego przez badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska			Wielka Brytania		
	Średnia	Mediana	Odch.	Średnia	Mediana	Odch.
Okres spłaty	2,15	2,00	0,57	2,13	2,00	0,49
Wysokość oprocentowania kredytu	2,03	2,00	0,71	2,56	3,00	0,70
Wysokość prowizji bankowej	1,96	2,00	0,62	2,13	2,00	0,49
Łączne koszty kredytu	1,92	2,00	0,71	2,06	2,00	0,57
Karencja	1,66	2,00	0,73	1,54	1,00	0,63

Źródło: Badania ankietowe.

Zabezpieczenie kredytu służy zagwarantowaniu bankowi ściągальności należności z tytułu kredytu. Dlatego też potencjalni kredytodawcy są zainteresowani ustanowieniem na ich rzecz zabezpieczeń z różnych tytułów, o łącznej wartości przewyższającej należności z tytułu kredytu. Dla kredytobiorców oznacza to ryzyko związane z posiadaniem odpowiedniego poziomu zabezpieczeń kredytowych. Duża liczba respondentów obawia się, że nie dysponuje wystarczającymi zabezpieczeniami kredytowymi. Konieczność pozyskania dodatkowych zabezpieczeń może stanowić dla nich znaczne utrudnienie w uzyskaniu kredytu i przesunąć w czasie zakup nieruchomości mieszkaniowej⁸⁹⁵.

Udzielone odpowiedzi respondentów w Polsce w stosunku do odpowiedzi respondentów w Wielkiej Brytanii, wskazują na wystąpienie istotnej statystycznie różnicy między porównywanymi grupami odnośnie do zabezpieczenia kredytu (tab. 70). Uzyskane rezultaty w przypadku respondentów w Polsce wskazują na znacznie większą zmienność udzielanych odpowiedzi. W przypadku respondentów udzielana odpowiedź głównie wskazywała, że zabezpieczenie kredytu jest wygodne (77,78% osób w Wielkiej Brytanii vs 38,21% w Polsce).

⁸⁹⁵ Sila I., Ebrahimpour M., *Critical Linkages among TQM Factors and Business Results*, International Journal of Operations & Production Management, 2005, nr 11.

Tabela 70. Ocena zabezpieczenia kredytu w opinii kredytobiorców (struktura wskazań w %)

Kraj (j.m.)		Zabezpieczenie kredytu				
		Właściwe	Wygodne	Zbyt wysoka kwota	Kosztowne	Uciążliwe w procedurze
Polska	%	25,20	38,21	18,70	12,20	5,69
Wielka Brytania	%	6,48	77,78	14,81	0,93	-

Źródło: Badania ankietowe.

Tabela 71. Ocena wcześniejszej spłaty kredytu przez badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Kraj (j.m.)		Możliwość wcześniejszej spłaty kredytu			
		Pełna	Ograniczona co do kwoty	Wiążąca się z poniesieniem części kosztów kredytu	Brak
Polska	%	30,89	40,65	23,58	4,88
Wielka Brytania	%	2,78	79,63	13,89	3,70

Źródło: Badania ankietowe.

Wyniki badań zaprezentowane w tabeli 71 wskazują, że dla 30,9% kredytobiorców w Polsce i tylko 2,8% w Wielkiej Brytanii banki gwarantują pełną, bez kosztową możliwość wcześniejszej spłaty kredytu mieszkaniowego. W przypadku 40,6% kredytobiorców w Polsce i blisko 80% w Wielkiej Brytanii, możliwość taka jest ograniczona w odniesieniu do kwoty długu możliwej do wcześniejszej spłaty. Z kolei 23,6% respondentów w Polsce i 13,9% w Wielkiej Brytanii wskazało, że istnieje możliwość wcześniejszej spłaty kredytu, ale wiąże się to z poniesieniem części kosztów kredytu. Dla blisko 5% kredytobiorców w Polsce i 3,7% kredytobiorców w Wielkiej Brytanii, umowa kredytu nie pozwalała na wcześniejszą jego spłatę (tab. 71).

Wymagany wkład własny jest istotnym instrumentem polityki makro-ostrożnościowej zarówno na rynku krajowym, jak i w skali międzynarodowej⁸⁹⁶. Uzyskane wartości średnie, mediany oraz wartości minimalne przybierają zbliżone wartości dla wymaganego wkładu własnego w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Uzyskane rezultaty, nie wskazują na występujące istotne statystycznie różnice między porównywanymi grupami dla analizowanego parametru. Jednakże można zauważyć, że średni wymagany wkład własny w Polsce i w Wielkiej Brytanii wynosi 10% wartości kredytu hipotecznego (tab. 72).

Tabela 72. Przeciętny wkład własny w % badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Kraj (j.m.)	$\bar{x}$	SD	Me	Maks
Wymagany wkład własny	Polska (%)	10	7	10	50
	Wielka Brytania (%)	10	6	10	30

Źródło: Badania ankietowe.

⁸⁹⁶ MFW, *Global Financial Stability Report. Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?*, 2012.

W Wielkiej Brytanii największy spadek udzielonych kredytów hipotecznych spowodowany wymaganym wkładem własnym przypada na lata kryzysu. Z danych brytyjskiej Rady Kredytodawców Hipotecznych (*Council of Mortgage Lenders*) wynika, iż od momentu wprowadzenia obowiązku posiadania wkładu własnego przy zaciąganiu kredytu hipotecznego liczba tego typu kredytów przyznanych ludziom kupującym swoją pierwszą nieruchomość (*first-time buyers*) drastycznie spadła. W maju 2010 r. przyznawano niecałe 15 tys. takich kredytów, w porównaniu z 20 tys. w 2008 r. i 33 tys. w 2007 r.⁸⁹⁷.

W tabeli 73 przedstawiono opinię respondentów na temat akceptacji przez banki zagranicznych źródeł dochodu uzyskiwanych przez kredytobiorców. W Polsce i w Wielkiej Brytanii do kryzysu finansowego banki chętnie akceptowały zagraniczne dochody potencjalnych kredytobiorców. Jednak od momentu wybuchu kryzysu finansowego (w tym również rekomendacji nadzoru finansowego) banki znacząco ograniczyły dostęp do kredytów gospodarstwom domowym uzyskującym dochód zagranicą⁸⁹⁸.

W aspekcie akceptacji przez bank zagranicznych źródeł dochodu kredytobiorcy, występują istotne różnice między grupami. Analiza dotyczy respondentów, którzy osiągalni dochód zagranicą. Jest to spowodowane tym, że bardzo duża liczba Polaków pracuje za granicą w odróżnieniu od Brytyjczyków.

Tabela 73. Akceptacja przez bank zagranicznych źródeł dochodu kredytobiorcy – odsetek respondentów uzyskujących dochody zagranicą

Kraj (j.m.)		Akceptacja zagranicznych źródeł dochodu kredytobiorcy	
		Tak	Nie
Polska	%	35,1	64,9
Wielka Brytania	%	14,3	85,7

Źródło: Badania ankietowe.

Zasadniczym zabezpieczeniem kredytu mieszkaniowego jest hipoteka. Banki jednak często proponują klientom dodatkowe zabezpieczenie takie jak np. ubezpieczenie spłaty kredytu, czy też ubezpieczenie od utraty pracy. Trzeba zaznaczyć iż, ankietowani widzą głównie ubezpieczenie kredytu jako jedno z narzędzi pozwalające na obniżenie ryzyka związanego z koniecznością spłaty kredytu, a jednocześnie dodatkowy koszt.

Spośród ankietowanych ponad 40% (Polska 41,80%, Wielka Brytania 49,07%) wskazała zabezpieczenie hipotek ustanowionych na nieruchomości mieszkaniowej jako wygodne. W dalszej kolejności respondenci uznali zabezpieczenie jako właściwe (Polska 29,51%, Wielka

⁸⁹⁷ Lechowicz T., *Finansowanie nieruchomości...*, s. 95.

⁸⁹⁸ Indian Institute of Banking, *Banking Products and Services*, Taxmann Publications Pvt. Ltd., 2015.

Brytania 34,26%). Jedynie mała grupa respondentów (Polska 17,21%, Wielka Brytania 15,74%) uznała zabezpieczenie kredytu za zbyt wysokie (tab. 74).

Tabela 74. Struktura respondentów według zabezpieczenia kredytu w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Kraj (j.m.)		Zabezpieczenie kredytu				
		Właściwe	Wygodne	Zbyt wysoka kwota	Kosztowne	Uciążliwe w procedurze
Polska	%	29,51	41,80	17,21	9,84	1,64
Wielka Brytania	%	34,26	49,07	15,74	0,93	-

Źródło: Badania ankietowe.

W sytuacji asymetrii informacji między bankiem, jako kredytodawcą a klientem, jako kredytobiorcą, informacja o warunkach kredytu na etapie jego pobrania oraz warunkach spłaty kredytu, ma szczególne znaczenie dla klienta. Bardzo ważne jest, aby kredytobiorca podejmujący decyzję o zaciągnięciu kredytu hipotecznego na podstawie informacji bankowej, w przyszłości nie żałował tej decyzji.

Jednym z czynników wpływających na decyzję potencjalnego kredytobiorcy o zaciągnięciu kredytu są relacje z bankiem na etapie poszukiwania informacji o dostępnych kredytach i ich warunkach oraz na etapie dokonywania określonego wyboru w zakresie finansowania inwestycji mieszkaniowej.

Specyfika banku wynikająca z tego, że jest on instytucją zaufania publicznego, wymusza potrzebę szczególnej dbałości o jakość informacji bankowej. Informacja bankowa należy do szczególnych rodzajów informacji, będących jednym z czynników decydujących m.in. o późniejszym zadowoleniu klienta z podjętej decyzji co do zaciągnięcia kredytu oraz pobrania go w tym a nie innym banku⁸⁹⁹. Kluczową cechą informacji kredytowej, czy szerzej o innych usługach bankowych, powinna być jej obiektywność, rzetelność, przejrzystość i dostosowanie do wiedzy finansowej odbiorcy.

Informacja bankowa często przyjmowana jest przez klientów bezkrytycznie. Inną sprawą jest jej niezrozumiałość wynikająca zarówno z dość skomplikowanej nomenklatury finansowo-bankowej, jak i konstrukcji produktów bankowych i mechanizmów finansowych. Warto zaznaczyć, że na specyfikę produktu bankowego składają się następujące cechy: niematerialność, nierozdzielność usługi i osoby, która ją świadczy, ocena produktu możliwa dopiero po pewnym czasie, który mija od jego zakupu, oraz wyjątkowa różnorodność oferty produktowej

⁸⁹⁹ Grzywacz J., *Marketing w działalności banku*, Difin, Warszawa 2006, s. 26.

(usługi bankowe są trudne do znormalizowania i standaryzacji)⁹⁰⁰. Dlatego bardzo ważne jest aby bank:

- udzielał wyczerpujących informacji dotyczących warunków uzyskania kredytu,
- pomagał w wypełnianiu dokumentów i regulowaniu informacji formalnych,
- jasno określał warunki stawiane przez bank w zakresie zabezpieczenia kredytu,
- gwarantował wysoki poziom obsługi bankowej.

Niestety globalny kryzys finansowy wywołał radykalną zmianę poziomu zaufania klientów do banków czy szerzej instytucji finansowych. Obecnie mamy więc do czynienia z kryzysem zaufania w bankowości. Sprzyja temu postępująca globalizacja, której jedną z cech jest to, że informacje o produktach i usługach finansowych są coraz rzadziej bezpośrednie, ponieważ bardzo wzrosło znaczenia pośrednich źródeł ich pozyskiwania, np. mediów, te ostatnie zaś informację traktują instrumentalnie. Jest ona dla nich przedmiotem upraszczających konstrukcji i manipulacji, a intensywność i skala tego zjawiska wyzwalają w ludziach poczucie niepewności⁹⁰¹.

Asymetria informacji niekorzystnie oddziałuje głównie na klienta banku. Dzieje się tak pomimo funkcjonowania – często jedynie „na papierze”, a nie w rzeczywistości – regulacji, których zadaniem jest ochrona klienta. Regulacje te mają zarówno charakter normatywny, gdy przejrzystość usług finansowych jest odzwierciedlona w określonych przepisach prawnych dotyczących wymogów informowania klientów o cechach danej transakcji, przysługujących mu prawach i obowiązkach, jak i charakter dobrowolny (samoregulacyjny)⁹⁰².

Wszyscy respondenci w Wielkiej Brytanii przyznali, że „uzyskali wyczerpujące informacje dotyczące warunków uzyskania kredytu”. W przypadku kredytobiorców w Polsce 81,3% udzieliło odpowiedzi twierdzącej, 14,6% wskazało, że nie „uzyskało wyczerpujących informacji w zakresie warunków uzyskania kredytu”, a 4,1% „nie w pełni” uzyskała takie informacje.

Ponad 96% respondentów w Wielkiej Brytanii wskazało, że uzyskała „pomoc w wypełnieniu dokumentów i regulowaniu informacji formalnych”. Niewielka, grupa respondentów (3,7%) odpowiedziała, że takich informacji nie uzyskała. W przypadku respondentów w Polsce 75,6% udzieliło odpowiedzi, że jest zadowolonych z „pomocy w wypełnianiu dokumen-

⁹⁰⁰ Wojciechowska-Filipek S., *Nowe paradygmaty stabilności rynku finansowego*, Społeczna Akademia Nauk w Warszawie, Warszawa 2014, s. 9.

⁹⁰¹ Sztompka P., *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, Wydawnictwo Znak, Kraków 2007, s. 383-386.

⁹⁰² Iwanicz-Drozdowska M., *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, SGH w Warszawie, Warszawa 2008, s. 149.

tów i regulowaniu informacji formalnych”, 3,3% respondentów jest zadowolonych nie w pełni oraz 21,1% respondentów nie jest zadowolonych z uzyskanej pomocy od banku.

W Wielkiej Brytanii aż 92,6% respondentów jest niezadowolonych z „warunków stawianych przez bank w zakresie zabezpieczenia kredytu”, a jedynie 6,5% osób jest zadowolonych. W przypadku respondentów w Polsce odsetek ten wynosi odpowiednio 57,7% osób niezadowolonych z „warunków stawianych przez bank w zakresie zabezpieczenia kredytu”, 26,8% osób zadowolonych oraz 15,5% osób nie w pełni zadowolonych.

Respondenci w Wielkiej Brytanii stanowią o 22,3 p.p. większą grupę, która jest zadowolona z obsługi bankowej w porównaniu do grupy respondentów w Polsce (odsetek wynosi odpowiednio 89,8% dla Wielkiej Brytanii i 67,5% dla Polski). Grupa respondentów niezadowolonych z poziomu obsługi banku w przypadku respondentów w Wielkiej Brytanii jest procentowo ponad dwukrotnie mniejsza (wynosi odpowiednio 10,2% dla Wielkiej Brytanii w stosunku do 22,7% respondentów w Polsce). Jedynie respondenci w Polsce udzielili odpowiedzi, że są „zadowoleni nie w pełni” z obsługi banku. Grupa ta stanowi 9,8% wszystkich respondentów w Polsce.

8.1.4. Ocena wpływu instrumentów polityki monetarnej i nadzoru finansowego na decyzje respondentów o pobraniu kredytu i zakupie mieszkania

W tabeli 76 przedstawiono wyniki badań w zakresie oceny pobrania kredytu mieszkaniowego w opinii kredytobiorców. Ocena respondentów zawiera się w przedziale od 0 do 2 punktów, przy czym brak odpowiedzi lub wskazanie zera oznacza, że dany czynnik nie miał dla respondenta znaczenia jako motyw pobrania kredytu. Przedstawione w tabeli 76 warianty odpowiedzi nie wykluczają się, tzn. że pobranie kredytu mieszkaniowego mogło być powodowane przez więcej niż 1 powód. Wynika to z wagi takiej decyzji, która ma duże znaczenie dla funkcjonowania i budżetu gospodarstwa domowego często na 2-3 dekady. Stąd taka decyzja jest wypadkową wielu motywów i czynników sprawczych.

Wśród zbiorowości kredytobiorców w Polsce 81,3% wskazało, że pobranie kredytu było „praktycznie jedyną możliwością zakupu mieszkania”. Wymieniona odpowiedź uzyskała w tej grupie respondentów średnią ocenę na poziomie 1,48 punktu, co oznacza, że powód ten był bardzo ważnym motywem zaciągnięcia kredytu dla tych respondentów. Z kolei 77,2% respondentów wskazało, że pobranie kredytu było sposobem na przyspieszenie zakupu mieszkania. Waga tego czynnik jest również wysoka, gdyż średnia ocena wynosiła 1,54 punktu. Dla 3 na 4 respondentów (74,8%) kredyt był także sposobem na rozłożenie jednego, duże-

go wydatku na wiele lat. Przeciętna ocena tego motywu jest podobna jak dwóch poprzednich. Wyniki te oznaczają, że dla wielu respondentów znaczenie miały wszystkie 3 lub co najmniej dwa z wymienionych motywów. Były one przy tym równie istotne, natomiast współczynniki zmienności dały oceny na poziomie około 50% wskazując na relatywnie dużą zgodność ocen respondentów (tab. 75).

Tabela 75. Ocena konieczności zaciągnięcia kredytu hipotecznego w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska			Wielka Brytania		
	Średnia*	Współ. V (%)	Odsetek wskazań	Średnia*	Współ. V (%)	Odsetek wskazań
Praktycznie jedyna możliwość zakupu	1,48	46,6	81,3	1,72	31,4	93,5
Sposób na przyspieszenie zakupu mieszkania	1,54	47,4	77,2	1,39	41,6	92,6
Sposób na rozłożenie jednego, dużego wydatku na wiele lat	1,49	50,3	74,8	1,32	47,0	83,3

*Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Wśród zbiorowości kredytobiorców w Wielkiej Brytanii aż 93,5% wskazało, że pobranie kredytu było „praktycznie jedyną możliwością zakupu mieszkania”. Wymieniona odpowiedź uzyskała w tej grupie respondentów średnią ocenę na poziomie 1,72 punktu, co oznacza, że powód ten był bardzo ważnym motywem zaciągnięcia kredytu dla tych respondentów. Z kolei 92,6% respondentów wskazało, że pobranie kredytu było sposobem na przyspieszenie zakupu mieszkania. Waga tego czynnika jest również wysoka, gdyż średnia ocena wynosiła 1,39 punktu. Dla 83,3% respondentów kredyt był także sposobem na rozłożenie jednego, dużego wydatku na wiele lat. Przeciętna ocena tego motywu jest podobna, jak dwóch poprzednich. Wyniki te oznaczają, że dla wielu respondentów znaczenie miały wszystkie 3 lub co najmniej dwa z wymienionych motywów. Były one przy tym równie istotne, natomiast współczynniki zmienności dały oceny na poziomie około 50% wskazując na relatywnie dużą zgodność ocen respondentów (tab. 75).

Do głównych czynników po stronie popytowej rynku kredytów mieszkaniowych, mających charakter ogólny, zalicza się głównie poziom rozwoju gospodarczego kraju, który wyrażony jest tempem wzrostu produktu krajowego brutto i poziomem zamożności społeczeństwa (fundusz nabywczy) wyznaczanym m.in. przez fundusz spożycia, poziom oszczędności, dochody i strukturę wydatków ludności, a także stopę bezrobocia i poziom wynagrodzeń⁹⁰³.

⁹⁰³ Ratajczak E., *Spoleczne czynniki popytotwórcze oraz zachowania nabywcze na rynku mebli i wyrobów drzewnych*, Przemysł Drzewny, nr 7-8, 2008.

Również rynek kredytów mieszkaniowych po stronie popytowej kreują między innymi na takie czynniki jak koszty kredytu, stopy procentowe.

Tabela 76. Struktura odpowiedzi respondentów w aspekcie znaczenia dla kredytobiorców określonych cech kredytu (w %)

Cechy kredytu	Polska			Wielka Brytania		
	Małe	duże	b. duże	małe	duże	b. duże
Całkowite koszty kredytu	2,4	39,0	58,5	1,9	40,7	57,4
Wysokość miesięcznej raty	8,1	37,4	54,5	0,9	49,1	50,0
Okres kredytowania	7,3	59,3	33,3	3,7	43,5	52,8
Waluta kredytu	24,4	45,5	30,1	5,6	45,4	49,1
Wysokość oprocentowania	11,4	36,6	52,0	2,8	32,4	64,8
Dostępność kredytu (łatwość pozyskania, szybkie procedury)	18,7	49,6	31,7	2,8	52,8	44,4

Źródło: Badania ankietowe.

Największe znaczenie dla respondentów w Polsce w aspekcie cech kredytu mających wpływ na warunki kredytu mają całkowite koszty kredytu (58,5%) i wysokość miesięcznej raty (54,5%). Natomiast relatywnie najmniejsze znaczenie ma dostępność kredytu (łatwość pozyskania, szybkie procedury) – 18,7% respondentów w Polsce (tab. 76).

Z kolei dla respondentów w Wielkiej Brytanii największe znaczenie w aspekcie cech kredytu mających wpływ na warunki kredytu mają (podobnie jak w przypadku respondentów w Polsce) całkowite koszty kredytu (57,4%) oraz wysokość oprocentowania (64,8%). Najmniejsze znaczenie dla respondentów w Wielkiej Brytanii mają waluta kredytu (5,6%) oraz okres kredytowania (3,7%).

Największe znaczenie dla respondentów w Polsce w aspekcie cech kredytu mających wpływ na warunki kredytu mają wzrost stóp procentowych (37,4%) i wzrost cen nieruchomości (30,9%). Natomiast najmniejsze znaczenie ma spadek cen nieruchomości – 16,3% respondentów w Polsce (tab. 76). Natomiast największe znaczenie dla respondentów w Wielkiej Brytanii w aspekcie cech kredytu mających wpływ na warunki kredytu mają (podobnie jak w przypadku respondentów w Polsce) wzrost stóp procentowych (46,3%) oraz wzrost cen nieruchomości (57,4%). Najmniejsze znaczenie dla respondentów w Wielkiej Brytanii mają spadek cen nieruchomości (9,3%) oraz zmiana rekomendacji ułatwiająca dostęp do kredytu (9,3%) (tab. 76).

Na podstawie danych z tabeli 77 można wnioskować, że dla kredytobiorców z Polski wzrost stóp procentowych jest bardziej znaczący niż spadek chociaż różnica jest bardzo nie-duża. Generalnie średnie ocen powyżej 2 dla czynników zewnętrznych wskazują na ich bardzo duże znaczenie. Przy czym w Polsce najbardziej determinujące są zmiany stóp procentowych, zaś w Wielkiej Brytanii zmiany cen nieruchomości.

Tabela 77. Struktura odpowiedzi respondentów w aspekcie znaczenia dla kredytobiorców określonych cech kredytu mających wpływ na warunki kredytu (w %)

Cechy kredytu	Polska			Wielka Brytania		
	małe	duże	b. duże	małe	duże	b. duże
Wzrost stóp procentowych	8,9	53,7	37,4	6,5	47,2	46,3
Spadek stóp procentowych	7,3	61,0	31,7	5,6	47,2	47,2
Zmiana rekomendacji ułatwiająca dostęp do kredytu	18,7	58,5	22,8	9,3	47,2	43,5
Zmiana rekomendacji utrudniająca dostęp do kredytu	15,4	65,0	19,5	9,3	45,4	45,4
Wzrost cen nieruchomości	13,0	56,1	30,9	0,9	41,7	57,4
Spadek cen nieruchomości	16,3	57,7	26,0	9,3	39,8	50,9

Źródło: Badanie ankietowe.

Oczekiwania są kształtowane przez potrzeby klienta, osobiste poglądy na temat konkretnej usługi, obietnice świadczenia usługi (wynikające z reklam, informacji przekazywanych w mediach oraz kontaktów z pracownikami), domniemane obietnice (wynikające z ceny i elementów materialnych usługi) oraz komunikację word-of-mouth (opinii innych klientów, znajomych, krewnych), a także wcześniejsze doświadczenia z usługą⁹⁰⁴.

Na postrzeganie usługi (na etapie pobrania kredytu) z kolei wpływają cztery zasadnicze czynniki: doświadczenia z usługą – tzw. „momenty prawdy”, dowody usługi, wizerunek i reputacja oraz cena. Doświadczenia z usługą powstają na podstawie werbalnego i niewerbalnego zachowania oraz materialnych elementów takich jak wyposażenie i urządzenia. Dowody usługi obejmują pracowników (ich ubiór, nastawienie do klienta i zachowanie), proces (czy usługa jest kompleksowa, biurokratyczna) oraz dowody fizyczne (wszelkie materialne aspekty usługi, takie jak raporty, wyposażenie, wyciągi, miejsce świadczenia usługi). Wizerunek i reputacja to zestaw spostrzeżeń i skojarzeń utrwalonych w pamięci klienta, które mogą dotyczyć specyficznych elementów takich jak np. godziny otwarcia, łatwość dostępu, pewność, solidność). Korzystny wizerunek może wpłynąć pozytywnie na postrzeganie jakości oraz satysfakcję z usługi⁹⁰⁵.

Respondenci w Polsce i w Wielkiej Brytanii wskazują na niską dostępność kredytów wynikającą z dużych wymagań formalnych. Jednak należy zauważyć, że poziom wymagań formalnych jest zróżnicowany w zależności od przyjętej w tym zakresie polityki banku. Warto zaznaczyć jest również fakt, że banki muszą dokonać analizy sytuacji majątkowo-finansowej kredytobiorcy, co wymaga czasu⁹⁰⁶.

⁹⁰⁴ Babakus E., Boller G.W., *An Empirical Assessment of the SERVQUAL Scale*, Journal of Business Research, nr. 3, 1992.

⁹⁰⁵ Kangis P., Voukelatos V., *Private and Public Banks: a Comparison of Customer Expectations and Perceptions*, International Journal of Bank Marketing, nr 7, 1997, s. 280-281.

⁹⁰⁶ Bertola G., Hochguertel S., *Household debt and credit*, White Paper, Luxembourg, Wealth Study Perugia Meeting, 2005.

W przypadku aspektów związanych z największymi utrudnieniami w relacji z bankiem na etapie pobrania kredytu hipotecznego, wykazano między respondentami w Polsce i w Wielkiej Brytanii różnicę w ocenie dwóch aspektów: wysokiego oprocentowania i prowizji bankowych oraz braku fachowej pomocy personelu kredytowego banku (tab. 78).

Tabela 78. Ocena największych utrudnień w relacji z bankiem na etapie pobrania kredytu hipotecznego w opinii badanych respondentów

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia*	Wsp. V (%)	Średnia*	Wsp. V (%)
Wysokie oprocentowanie i prowizje bankowe	2,24	33	1,80	37
Nadmiernie zbiurokratyzowanie procedur	2,20	35	2,18	34
Niejasność przepisów i wymogów formalnych	2,05	32	2,13	31
Wysokie koszty związane z przygotowaniem wniosku kredytowego	2,00	36	1,91	35
Zbyt wygórowane wymogi co do zabezpieczeń	1,98	36	1,90	41
Nadmierne wydłużenie w czasie procedury kredytowej	1,95	37	1,90	43
Brak fachowej pomocy ze strony personelu kredytowego w banku	1,92	38	1,33	49
Brak zainteresowania banku w przypadku niskiej kwoty wnioskowanego kredytu	1,84	35	1,73	45
Brak rzetelnej informacji o dostępnych kredytach	1,64	43	1,54	34

*Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Dla pozostałych parametrów nie występują istotne różnice w utrudnieniach w relacji z bankiem na etapie pobrania kredytu hipotecznego, można jednak zauważyć, że ogólna ocena waha się w okolicach 2, co można traktować jako ocenę neutralną (wartość bliżej 1 jest traktowana jako najmniej dotkliwa, a bliżej 3 jako bardziej dotkliwa dla kredytobiorcy).

Dla kredytobiorców mieszkaniowych ważne znaczenie ma polityka Banku Centralnego oraz polityka nadzoru finansowego, które determinują dostępność kredytu mieszkaniowego i jego warunki, w tym cenę.

Tabela 79. Ocena parametrów decydujących o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego w momencie pobrania kredytu w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia*	Wsp.V (%)	Średnia*	Wsp.V (%)
Zaostrzenie polityki kredytowej	1,83	39	1,73	40
Spadek stóp procentowych	1,78	38	1,86	44
Wzrost stóp procentowych	1,71	42	2,04	38
Wzrost gospodarczy	1,69	38	1,85	40
Poluzowanie polityki kredytowej	1,64	36	1,72	37
Spowolnienie gospodarki na skutek kryzysu	1,64	35	1,65	41
Zaostrzanie rekomendacji nadzoru finansowego	1,61	40	1,61	37
Liberalizacja rekomendacji nadzoru finansowego	1,55	41	1,37	39

*Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Największe znaczenie dla kredytobiorców w Polsce w momencie zaciągania kredytu mieszkaniowego mają zaostrzenie polityki kredytowej i wzrost stóp procentowych. Natomiast najmniejsze znaczenie ma liberalizacja rekomendacji nadzoru finansowego.

Natomiast największe znaczenie dla respondentów w Wielkiej Brytanii w momencie zaciągania kredytu mają (podobnie jak w przypadku respondentów w Polsce) zaostrzenie polityki kredytowej i wzrost stóp procentowych. Najmniejsze znaczenie dla respondentów w Wielkiej Brytanii mają liberalizacja rekomendacji nadzoru finansowego (tab. 79).

Zróżnicowanie oceny wagi czynników, które wpłynęły na zaciągnięcie kredytu mieszkaniowego w momencie pobrania kredytu w zbiorowości kredytobiorców w Polsce jest znacznie wyższe w odniesieniu do takich czynników jak: wzrost stóp procentowych (42%), liberalizacja rekomendacji nadzoru finansowego (41%).

Zróżnicowanie oceny wagi czynników, które wpłynęły na zaciągnięcie kredytu mieszkaniowego w momencie pobrania kredytu w zbiorowości kredytobiorców w Wielkiej Brytanii jest znacznie wyższe w odniesieniu do takich czynników jak spadek stóp procentowych (44%), spowolnienie gospodarki na skutek kryzysu (41%).

Wśród źródeł przewagi konkurencyjnej jakość usług w sektorze bankowym (w tym na etapie spłacania kredytu) uznawana jest za jedno z podstawowych. Również w misjach banków jest często eksponowana. Upowszechnienie się jakości oznacza, że staje się warunkiem koniecznym do utrzymania się w danym sektorze. Ma to również dalsze implikacje, gdyż podnosi wymagania dla tych podmiotów działających w sektorze, które chcą wyróżnić się poziomem takiego czynnika i osiągnąć w ten sposób rzeczywistą przewagę konkurencyjną⁹⁰⁷.

Respondenci w Polsce i w Wielkiej Brytanii biorący udział w badaniu jako największe utrudnienia w relacjach z bankiem na etapie spłaty kredytu wskazują: brak możliwości odstąpienia od umowy o kredyt, naliczanie kosztów z tytułu wcześniejszej spłaty kredytu, utrudnienia w zmianie harmonogramu spłaty kredytu (np. wysokie koszty).

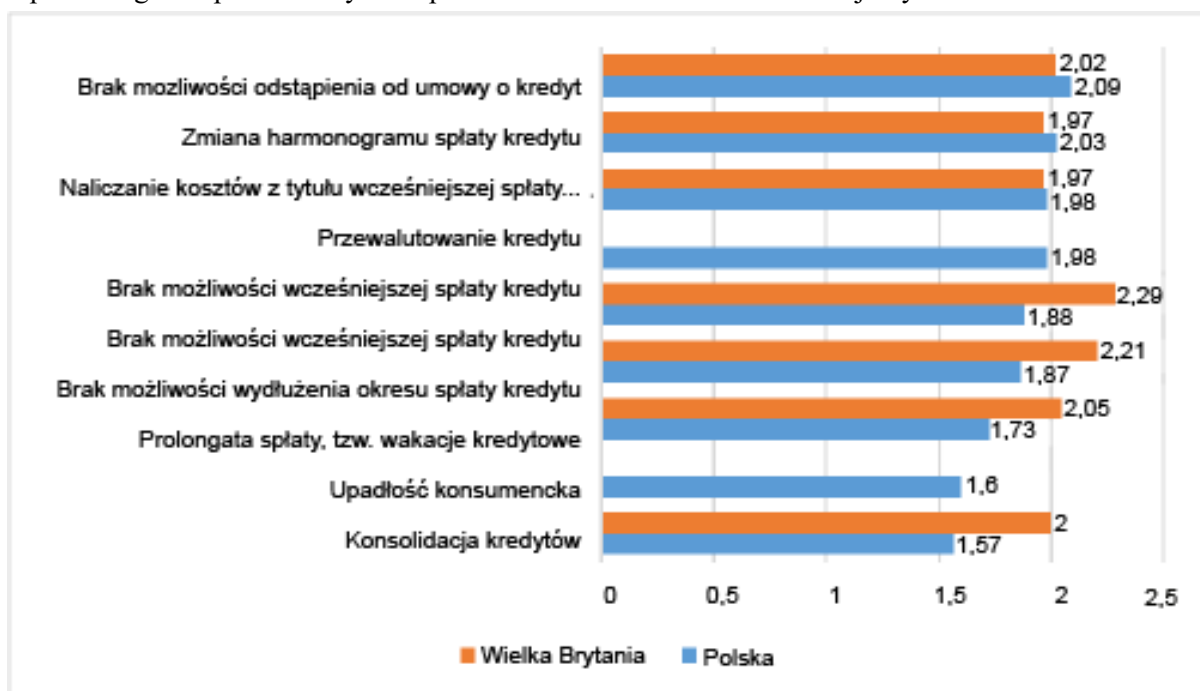
W przypadku aspektów związanych z największymi utrudnieniami w relacji z bankiem na etapie spłacania kredytu hipotecznego, wykazano między grupami w Polsce i w Wielkiej Brytanii różnicę w ocenie następujących aspektów (rys. 63):

- brak możliwości wcześniejszej spłaty kredytu,
- brak możliwości wydłużenia okresu spłaty kredytu,
- prolongata spłaty tzw. wakacje kredytowe,
- konsolidacja kredytów.

⁹⁰⁷ Skikiewicz R., *Jakość usług bankowych a konkurencyjność banków*, UE w Poznaniu, Poznań 2010.

Wyższe wartości punktowe występują w przypadku respondentów w Wielkiej Brytanii.

Rysunek 63. Struktura oceny największych utrudnień w relacji z bankiem na etapie spłacania kredytu hipotecznego w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii



*Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Dla pozostałych analizowanych przypadków nie występują istotne statystycznie różnice, można jednak zauważyć, że ogólna ocena waha się w okolicach 2 punktów, co można traktować jako ocenę neutralną.

Współczynnik zmienności V pokazuje, że zróżnicowanie pod względem największych utrudnień w relacji z bankiem na etapie spłacania kredytu hipotecznego w zbiorowości kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce jest znacznie wyższe w takich parametrach jak: przewalutowanie kredytu, brak możliwości wcześniejszej spłaty kredytu oraz upadłość konsumencka. Natomiast dla kredytobiorców w Wielkiej Brytanii, największymi utrudnieniami w relacji z bankiem na etapie spłacania kredytu hipotecznego jest zmiana harmonogramu spłaty kredytu oraz brak możliwości odstąpienia od umowy o kredyt. Różnice pomiędzy poszczególnymi parametrami nie są zbyt duże.

Motywy zakupu mieszkań mogą być różnorodne. Z jednej strony wynikać mogą z potrzeb społecznych (w szczególności rodzinnych), kiedy to zakup podyktowany jest np.: założeniem rodziny czy powiększeniem się rodziny. Z drugiej zaś mogą być wynikiem zmian o charakterze ekonomicznym, jak chociażby wzrost dochodów umożliwiające dokonywanie

inwestycji na rynku nieruchomości przez np. nabycie mieszkania w celu osiągnięcia dochodów z najmu czy lokowanie wolnych środków pieniężnych⁹⁰⁸.

Wyniki badań wskazują, że w hierarchii ważności poszczególnych motywów zakupu mieszkania w Polsce dominują trzy przesłanki, tj. samodzielne mieszkanie, zamiana wynajmowanego mieszkania na własne, poprawa standardu życia (tab. 80). Wszystkie one uzyskały średnie wartości oceny wagi czynnika co najmniej 2,15 pkt., w trzypunktowej skali ocen (tab. 80). Oznacza to, że tym motywom respondenci przypisali bardzo duże znaczenie. Pozostałe przesłanki zakupu mieszkania, miały znaczenie duże, jednak relatywnie wysokie wskaźniki zmienności dla tych przesłanek, wskazują, że to znaczenie było zróżnicowane (tab. 80). Przykładowo przesłanka jaką jest powiększenie się rodziny (wsp. V wynosił dla tej cechy blisko 43%) była bardzo istotna dla wielu respondentów, ale dla innych miała znaczenie niskie lub nawet brak znaczenia (0 pkt.). Relatywnie najmniej istotną przesłanką dla respondentów w Polsce był motyw inwestycyjny, co potwierdza już wcześniej formułowane spostrzeżenia, że w Polsce zakupy mieszkania dla celów wynajmu i jako inwestycja kapitałowa, chociaż zyskują na znaczeniu, to wciąż nie są tak powszechne, jak w innych krajach Europy Zachodniej, w tym w Wielkiej Brytanii.

Wyniki badań w zakresie hierarchii motywów nabycia mieszkania na próbie respondentów w Wielkiej Brytanii są podobne jak w Polsce (tab. 80), jednak dyspersja ocen jest mniejsza. Motyw inwestycyjny, podobnie jak dla próby w Polsce, uplasował się na ostatnim miejscu w hierarchii motywów zakupu mieszkania, ale zyskał wyższą ocenę, przy podobnym zróżnicowaniu oceny (wsp. V wynoszący 43,3%). Oznacza to, że dla większej grupy respondentów niż w Polsce, motyw ten miał bardzo istotne, czy wręcz decydujące znaczenie.

Porównując wyniki badań ankietowych dla ww. cech pomiędzy próbami w Polsce i w Wielkiej Brytanii możemy zauważyć, że dla respondentów w Polsce wciąż dominujące znaczenie mają motywy związane z zaspokojeniem podstawowych potrzeb mieszkaniowych i usamodzielnieniem się „małej rodziny” (lub danej osoby). Dla respondentów w Wielkiej Brytanii kluczowe znaczenie przy zakupie mieszkania ma: powiększenie się rodziny, poprawa standardu życia, zmiana lokalizacji, zmiana mieszkania na większe oraz zmiana pracy. Wyniki te potwierdzają wcześniejsze obserwacje, że dla wielu osób i rodzin w Polsce zakup mieszkania jest aktem wyjątkowym w skali całego cyklu życia, jest zaspokojeniem podstawowej potrzeby życiowej i stwarza możliwość usamodzielnienia się. Natomiast dla mieszkańców

⁹⁰⁸ Liang H., Ren J., Gao Z., Gao X. Luo X., Dong L., Scipioni A., *Identification of critical success factors for sustainable development of biofuel industry in China based on grey decision-making trial and evaluation laboratory (DEMATEL)*, Journal of Cleaner Production, 2017.

Wielkiej Brytanii, jest to często wymiana kolejnego mieszkania, zamiana mieszkania mniejszego na większe, położonego w gorszej lokalizacji na usytuowane w bardziej atrakcyjnym miejscu. Jest to ewentualnie zamiana mieszkania wynajmowanego na własne lub transakcja powodowana zmianą miejsca zamieszkania. Można zadać pytanie: jakie z tego wynikają konsekwencje dla poznania natury decyzji obu grup klientów rynku kredytów mieszkaniowych i klientów rynku mieszkaniowego? Wydaje się, że są one znaczące. W Polsce poprzez to, że zakup mieszkania jest transakcją wyjątkową, często jednorazową w skali życia i bardzo mocno oddziałująca na przyszłą sytuację życiową rodziny i ekonomikę gospodarstwa domowego, decyzja taka będzie poprzedzona długim przygotowaniem, analizą różnych wariantów, poszukiwaniem odpowiadającej klientowi (rodzinie) oferty. Decydenci ekonomiczni (głowa rodziny, wspólnie małżeństwo), będą prawdopodobnie mniej wrażliwi na różne bieżące impulsy płynące z rynku finansowego (kredytowego) i mieszkaniowego. Nie oznacza to oczywiście, że nie będą ich brać pod uwagę, wprost przeciwnie, jednak decyzja o zakupie mieszkania będzie przede wszystkim determinowana wagą potrzeby mieszkaniowej i związanych z nią innych podstawowych potrzeb egzystencjalnych. Wobec powyższego decydenci nie będą zbyt długo czekać na przykład na poprawę warunków na rynku kredytów mieszkaniowych i poprawę sytuacji na rynku mieszkaniowym, gdyż presja potrzeby mieszkaniowej będzie ich „pchać” do podjęcia decyzji, nawet wówczas, gdy będą relatywnie realne „widoki” na to, iż w przyszłości transakcja może zostać zawarta na lepszych warunkach (przykładowo spadną stopy procentowe, a nadzór finansowy „poluzuje” wymogi co do wkładu własnego, zdolności kredytowej itp.).

W przypadku klientów rynku mieszkaniowego w Wielkiej Brytanii i bardzo często tym samym klientów rynku kredytów hipotecznych, presja podstawowej potrzeby mieszkaniowej i innych związanych z nią potrzeb egzystencjalnych, jest zwykle mniejsza. Z wymianą mieszkania (domu) na większe, w lepszym standardzie, czy bardziej przyjaznym lub prestiżowym otoczeniu mogą oni poczekać na korzystniejszą koniunkturę na rynku mieszkaniowym, czy lepsze warunki kredytów oferowane przez banki. Ponieważ transakcja zakupu (wymiany) mieszkania jest dosyć powszechna, a rynek jest „głęboki”, klienci są bardziej podatni na oddziaływanie bieżących impulsów monetarnych, fiskalnych (np. pojawienie się lub zmiany w programach rządowych wspierających mieszkalnictwo) oraz związanych z regulacjami nadzoru finansowego. Klienci tacy będą poszukiwać „dobrych okazji”, będą też bardziej podatni na oddziaływanie „czynników spekulacyjnych” na rynku. Te ostatnie to np. informacje i komentarze eksperckie dotyczące rynku mieszkaniowego zamieszczane w mediach. Klienci rynku w Wielkiej Brytanii będą bardziej podatni na „zachowania stadne” na tym rynku, ale

też ich decyzje w większym stopniu niż klientów rynku mieszkaniowego w Polsce, będą determinowane przez bieżącą koniunkturę makroekonomiczną.

Tabela 80. Ocena motywów nabycia kredytowanego mieszkaniowego przez respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia	Wsp. V(%)	Średnia	Wsp. V(%)
Samodzielne mieszkanie	2,29	30,1	2,29	27,5
Zamiana wynajmowanego mieszkania na własne	2,25	32,4	2,31	29,4
Poprawa standardu życia	2,15	34,9	2,23	29,1
Powiększenie się rodziny	1,94	42,8	2,35	29,8
Zmiana lokalizacji na inną	1,87	40,6	2,18	32,6
Zamiana mieszkania/domu na większe	1,83	39,3	2,29	27,5
Koszty utrzymania nowego mieszkania	1,83	39,3	2,02	35,1
Zmiana miejsca pracy	1,74	41,4	2,03	31,0
Inwestycje	1,66	41,6	1,80	43,3

Źródło: Badania ankietowe.

Wyniki badań w zakresie hierarchii motywów zakupu mieszkania mogą dostarczać ważnych informacji i spostrzeżeń dla decydentów polityki monetarnej oraz polityki nadzoru makroostrożnościowego. Na ich podstawie można projektować instrumenty i podejmować decyzje, które w danej sytuacji koniunktury na rynku mieszkaniowym i powiązanym z nim rynku kredytów mieszkaniowych będą najbardziej skuteczne w odniesieniu do przyjętych celów tych polityk. Jednak wyniki badań ankietowych wskazują, że przy obecnych cechach strony popytowej rynku mieszkaniowego oddziaływanie impulsów monetarnych i nadzorczych będzie zapewne szybsze i bardziej widoczne w Wielkiej Brytanii niż w Polsce, chociaż na obydwu tych rynkach jest i będzie ono istotnym czynnikiem kształtującym decyzje i wybory klientów na tym rynku i na rynku kredytów hipotecznych.

W Polsce i w Wielkiej Brytanii przy stopach procentowych tak niskich jak w 2017 roku istnieje ryzyko ich wzrostu. Kredyty hipoteczne w obu krajach przeważnie są udzielane przy zmiennej stopie procentowej. W Polsce kredyty mieszkaniowe o stałym oprocentowaniu mają znaczenie marginalne, co wynika z ich ograniczonej podaży ze strony banków⁹⁰⁹. Zwróciła na to uwagę KNF, która jesienią 2016 r. w nowelizacji Rekomendacji S zaleciła kredyty zabezpieczone hipotecznie o stałej stopie procentowej⁹¹⁰. Fakt, że polski i brytyjski system finansowy cechuje się wyjątkowo dużym odsetkiem kredytów o zmiennej stopie procentowej oraz brakuje realnej oferty kredytowej, która umożliwiłaby sfinansowanie potrzeb inwestycyjnych i mieszkaniowych bez narażania klientów na zmiany poziomu stóp procentowych, dostrzegli

⁹⁰⁹ Trojanek M., *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, Wyd. Nauk. Bogucki, Poznań 2009.

⁹¹⁰ Kasiewicz S., Kurkliński L., *Kultura ryzyka a kredyty o stałym oprocentowaniu*, w: *Strategie stóp procentowych w bankowości*, red. Masiukiewicz P., Związek Banków Polskich, Warszawa 2017.

również twórcy jednej z rekomendacji Europejskiego Kongresu Finansowego w Sopocie w 2017 r. Uznali oni, że zjawiska te potęgują ryzyko systemowe i dlatego zarekomendowali wypracowanie zasad kredytowania opartego na stałych stopach procentowych⁹¹¹.

Tabela 81. Kształtowanie się stóp procentowych banku centralnego w okresie poprzedzającym decyzję o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego

Kraj (j.m.)		Kształtowanie się bazowej stopy procentowej w okresie pół roku przed decyzją kredytową:		
		Wzrost lub oczekiwanie wzrostu	Brak zmiany w dłuższym okresie	Spadek lub oczekiwanie spadku
Polska	%	18,0	24,6	57,4
Wielka Brytania	%	-	2,8	97,2

Źródło: Badania ankietowe.

Można zauważyć, że w grupie respondentów w Wielkiej Brytanii występują głównie kredytobiorcy biorący kredyt w momencie spadku stóp procentowych lub oczekiwania takiego spadku. Chodzi o kształtowanie się stóp procentowych banku centralnego w okresie do pół roku przed decyzją kredytową. W Wielkiej Brytanii 97,2% kredytobiorców sięgała po kredyt właśnie w takim okresie (tab. 81). Obniżanie podstawowych stóp procentowych przez bank centralny w Wielkiej Brytanii, przy optymistycznych przewidywaniach rozwoju koniunktury gospodarczej, przekłada się na wzrost akcji kredytowej⁹¹².

W przypadku respondentów w Polsce również można zauważyć przewagę osób starających się o kredyt w momencie spadku stóp procentowych banku centralnego lub oczekiwania takich spadków, lecz jest to mniejsza grupa w porównaniu do respondentów w Wielkiej Brytanii i wynosi 57,4%. W przypadku pozostałych respondentów znaczna ich część (24,6%) starała się o kredyt, kiedy stopy procentowe nie uległy zmianie od dłuższego czasu oraz wtedy kiedy stopy wzrastały lub było oczekiwanie ich wzrostu płynące z rynku. W tym drugim przypadku odsetek respondentów wyniósł 18% (tab. 81). Wyniki te potwierdzają wcześniejszy wniosek o tym, że nabywcy mieszkań, a tym samym kredytobiorcy mieszkaniowi w Wielkiej Brytanii są bardziej „wrażliwi” na impulsy monetarne, niż kredytobiorcy w Polsce. Ta większa „wrażliwość” na wysokość stóp procentowych wynika z mniejszej presji na konieczność zakupu nowego (innego) mieszkania. Często jest to bowiem zamiana mieszkania na większe czy położone w lepszej lokalizacji. Gdy stopy procentowe spadają, a co za tym idzie spada oprocentowanie kredytów mieszkaniowych, więcej osób (gospodarstw domowych) zainteresowanych zamianą mieszkania decyduje się na taki krok. Wówczas, gdy stopy rosną

⁹¹¹ Rekomendacja EKF, *Wzrost udziału kredytów o stałej stopie procentowej*, Sopot 2017.

⁹¹² Oplustil K., Porzycki M., *Waluta w: Instytucje gospodarki rynkowej*, Smaga M. (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 237.

klienci w Wielkiej Brytanii wstrzymują się z takimi transakcjami, jak wymiana mieszkania na większe, czy kupno nowego mieszkania. Jest to także spowodowane tym, że spada popyt i tym samym ceny na mieszkania na rynku wtórnym, bowiem inni klienci tego rynku, także powstrzymują się z takim transakcjami (odkładają je na później). Jest zatem trudniej upłynnić „stare” mieszkanie, a jego cena transakcyjna może być niższa od oczekiwania sprzedającego.

Tabela 82. Struktura pozostałych czynników poza potrzebą mieszkaniową, które wpłynęły na zaciągnięcie kredytu w ocenie badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska			Wielka Brytania		
	odsetek wskazań	wskazania na 1-szym miejscu*	Średnia **	odsetek wskazań	wskazania na 1-szym miejscu*	Średnia **
Niskie stopy procentowe w momencie ubiegania się o kredyt	73,2	15,4	1,93	100,0	55,6	2,52
Perspektywa wzrostu stóp procentowych w przyszłości	66,7	13,0	1,87	99,1	42,6	2,36
Liberalna polityka nadzoru finansowego odnośnie do warunków udzielania kredytów przez banki	60,2	9,8	1,91	100,0	29,6	2,18
Perspektywa zaostrzenia wytycznych nadzoru finansowego dotyczących oceny zdolności kredytowej klientów	71,5	12,2	1,70	99,1	37,0	2,18
Niskie ceny mieszkań	66,7	9,8	1,82	99,1	35,2	2,28
Perspektywa wzrostu cen mieszkań w przyszłości	69,9	21,1	1,97	99,1	43,5	2,31
Inne	4,1	0,0	1,00	-	-	-

*wskazanie z oceną 3

** Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

W Polsce opisany mechanizm działa znacznie słabiej na decyzje klientów na rynku mieszkaniowym i kredytowym. Popyt na mieszkania, także ten na rynku wtórnym, jest relatywnie duży, a podaż relatywnie niska. Często inne są też motywy transakcji, o czym była mowa wyżej, co powoduje, że nawet w sytuacji wzrostu stóp procentowych, a tym samym ceny kredytów hipotecznych, wiele gospodarstw domowych decyduje się na taki kredyt.

Banki centralne dla pobudzenia gospodarki realizują „poluzowaną politykę” monetarną m.in. przez obniżanie stóp procentowych. Niskie stopy procentowe oddziałują na dochody banków w sposób bezpośredni i pośredni. W początkowych okresach obniżania stóp procentowych banki w zbliżony sposób zmniejszają marże odsetkowe na kredytach i depozytach utrzymując na stabilnym poziomie wynik odsetkowy⁹¹³. Wraz ze zbliżaniem się stóp procentowych do zera reakcja banków jest asymetryczna, gdyż obniżają one głównie oprocentowanie kredytów, a tylko nieznacznie zbliżone do zera oprocentowanie depozytów. Taki przebieg

⁹¹³ Ahrend R., Catta P., Price R., *Factors Behind Low Long-term Interest Rates*, Financial Market Trends, 2006, s. 109-141.

procesu dostosowywania się banków do spadków stóp procentowych zauważalny był w okresie kryzysu w Wielkiej Brytanii, a także w 2014 roku w Polsce⁹¹⁴. Czynniki ekonomiczne w istotny sposób determinują zachowania kredytobiorców (poza potrzebą mieszkaniową), w tym ich postępowanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych, ze względu na to, że każde gospodarstwo domowe dysponuje ściśle określoną ilością własnych zasobów pieniężnych. Środki te warunkują zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych. Czynniki ekonomiczne można uznać za podstawowe uwarunkowania zachowań kredytobiorców, gdyż determinanty takie jak podaż mieszkań, poziom dochodów kredytobiorcy, ich wydatki i oszczędności, możliwość skorzystania z kredytu, a także warunki mieszkaniowe, w istotny sposób mogą wpływać na postępowanie kredytobiorców na rynku nieruchomości mieszkaniowych⁹¹⁵. Z tego względu rozpoznanie wpływu polityki banku centralnego oraz nadzoru finansowego wydaje się szczególnie ważne dla identyfikacji procesu podejmowania przez gospodarstwa domowe decyzji na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

W wyniku zdarzenia zewnętrznego, którym może być:

- obniżka stóp procentowych,
- perspektywa wzrostu stóp procentowych w przyszłości,
- liberalna polityka nadzoru finansowego odnośnie do warunków udzielania kredytów hipotecznych przez banki,
- perspektywa zaostrzenia wytycznych nadzoru finansowego dotyczących oceny zdolności kredytowej klientów,
- perspektywa wzrostu cen mieszkań w przyszłości - może nastąpić wzrost popytu na mieszkania przy sztywnej podaży, co w efekcie spowoduje wzrost cen mieszkań na rynku nieruchomości mieszkaniowych⁹¹⁶.

Ten wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych może z kolei powodować wzrost popytu u części potencjalnych nabywców. Dotyczy to np. spekulantów, liczących na dalszy wzrost cen oraz osób przestraszonych, że w przyszłości ceny wzrosną jeszcze bardziej i nie będzie ich stać na nabycie mieszkania dla siebie lub dzieci⁹¹⁷. Wynikiem opóźnionego dostosowania podaży do fluktuacji popytu na rynku mieszkaniowym są powtarzające się okresowo wzrosty cen. Natomiast po opóźnionym i nadmiernym wzroście podaży mieszkań (obliczonym przy

⁹¹⁴ Boeckx J., Cordemans N., Dossche M., *Causes and implications of the low level of the risk-free interest rate*, Economic Review, National Bank of Belgium, 2013, s. 63-88.

⁹¹⁵ Den Haan W., Rendahl P., Riegler M., *Unemployment (Fears) and Deflationary Spirals*, CEPR Discussion Papers 10814, C.E.P.R. Discussion Papers, 2015.

⁹¹⁶ Miles D., Pillionca V., *Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets*, Oxford Review of Economic Policy Vol. 24, 2008.

⁹¹⁷ Bostic R., Gabriel S., Painter G., *Housing wealth, financial wealth, and consumption: New evidence from micro data*, Regional Science and Urban Economics, 39(1), 2014.

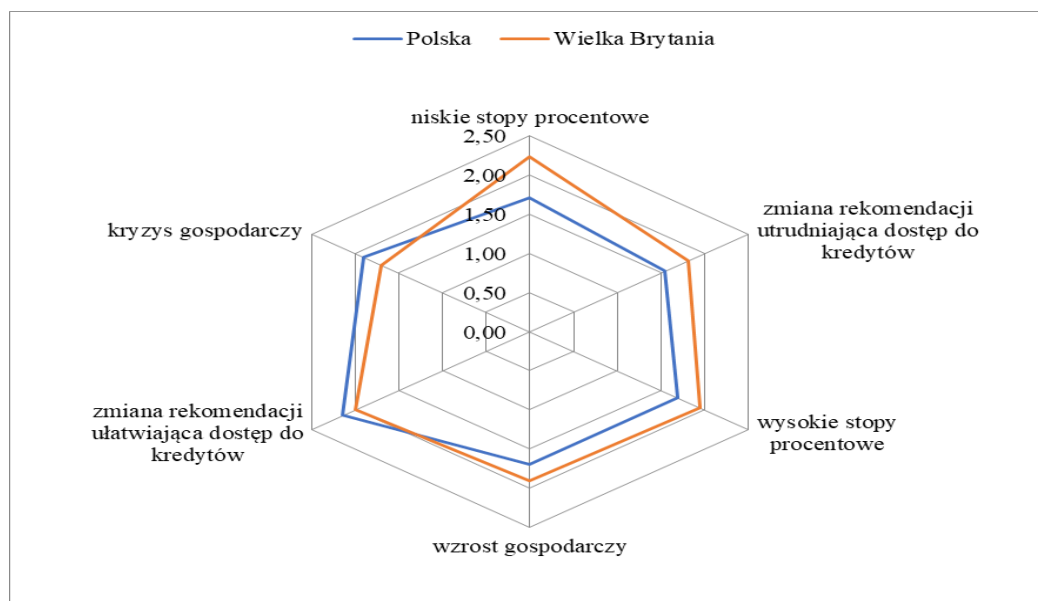
założeniu utrzymywania się wysokich cen), którego nie jest w stanie wchłonąć popyt, następuje spadek cen⁹¹⁸.

Innymi czynnikami poza potrzebą mieszkaniową, które wpłynęły na zaciągnięcie kredytu hipotecznego dla respondentów w Polsce to: inwestycja; skorzystanie z programu rządowego „Rodzina na Swoim”; wysoki kurs euro; atrakcyjna oferta kredytowa.

Przeprowadzona analiza dotycząca zmiany wartości mieszkania po zakupie wskazuje, że wśród kredytobiorców w Wielkiej Brytanii przeważają odpowiedzi dotyczące wzrostu wartości mieszkania (87,04%), a wśród kredytobiorców w Polsce o spadku wartości mieszkania (67,50%) po zakupie mieszkania.

Wiele czynników mogło wpłynąć na opinię respondentów odnośnie do wzrostu lub spadku wartości mieszkania. Jak wiemy rynek nieruchomości mieszkaniowych ma zawsze charakter lokalny, więc jego aktywność, mierzona ilością transakcji, wysokością cen i stawek czynszu, uzależniona jest od konkretnych regulacji, dotyczących systemu podatkowego, planowania przestrzennego i dostępnych fizycznie zasobów gruntu. Na wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych czy też ich spadek mogą również wpływać możliwości zaciągania wyższych kredytów i pożyczek zabezpieczanych prawami do nieruchomości⁹¹⁹.

Rysunek 64. Czynniki wpływające na zmianę ceny mieszkania po zakupie w ocenie badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii



*Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Dokonując oceny czynników wpływających na zmianę wartości mieszkania po zakupie, można zauważyć wystąpienie istotnych różnic między grupami jedynie dla jednego parametru.

⁹¹⁸ Łaszek J., *Sektor nieruchomości mieszkaniowych*..., s. 35-38.

⁹¹⁹ Kucharska-Stasiak E., *Podstawy funkcjonowania rynku*..., s. 53.

tru. W tym przypadku respondenci w Wielkiej Brytanii oznaczali istotnie wyżej czynnik jakim jest niska stopa procentowa w porównaniu do grupy respondentów w Polsce. Różnica między grupami sięga 0,5 punktu (rys. 64).

Kredytobiorcy, czy też potencjalni kredytobiorcy często wyrażają opinię, że oprocentowanie kredytów powinno być niższe, a nawet znacznie niższe niż w danym czasie. Z reguły różne osoby podają różne wielkości, najczęściej oparte na subiektywnym odczuciu lub oczekiwaniu⁹²⁰. W sytuacji, gdy stopy oprocentowania osiągnęły rekordowo niski poziom, a wzrost gospodarczy w Polsce i w Wielkiej Brytanii umacniał się na rynkach nieruchomości narastała presja popytu. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych przyspieszył w obydwu państwach⁹²¹. W warunkach niskich stóp procentowych spada motywacja do gromadzenia oszczędności w bankach, a rośnie do zakupów mieszkań, wykorzystując w tym celu środki własne oraz kredyty bankowe⁹²².

Jeśli cena mieszkania, które jest kredytowane, czyli jest własnością banku (de facto) rośnie, to dobrze bo zmniejsza się relacja *LtV* (dług/do wartości), czyli zmniejsza ryzyko dla banku. Bank nie będzie żądał dodatkowych zabezpieczeń (np. ubezpieczenia kredytu). Natomiast jak wartość mieszkania spada, to rośnie *LtV* i może się okazać, jeśli *LtV* przekroczy 100%, że bank przejmie mieszkanie za dług, który jest jeszcze nie spłacony i kredytobiorca zostanie jeszcze z dodatkowym długiem do spłacenia.

Rozwój rynku mieszkaniowego zależy od wielu czynników zewnętrznych oraz wynikających z wzajemnych powiązań podsystemów rynku mieszkaniowego i historycznie ukształtowanych struktur. Natomiast potencjał rozwojowy lokalnych rynków mieszkaniowych zależy od lokalnego zasobu mieszkaniowego i potencjału społeczno-gospodarczego⁹²³.

Na kształtowanie się rynku mieszkaniowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii mają wpływ czynniki, które likwidują bariery rozwoju, a także takie, które pomagają stworzyć warunki sprzyjające. Można do nich zaliczyć: swobodny dopływ kapitału inwestycyjnego, sprawny przemysł budowlany, dobrze działający rynek terenów budowlanych, wzrost zamożności społeczeństwa⁹²⁴.

Wiele z nich bądź przyspiesza podejmowanie decyzji inwestycyjnych, bądź hamuje ruch na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Czynniki występujące na rynku oraz oddziałujące na jego funkcjonowanie składają się na jakość koniunktury. Sklasyfikować je można jako czynniki de-

⁹²⁰ Bucks B., Pence K., *Do borrowers know their mortgage terms?* Journal of Urban Economics, 64 (2), 2008.

⁹²¹ Pontuch P. Kalantaryan S., *Rental market regulation in the European Union*, European Economy, 2014.

⁹²² Malpezzi, S., Wachter, S.M., *The Role of Speculation in Real Estate Cycles*. University of Pennsylvania, 2009.

⁹²³ Forys I., *Spoleczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie ilościowe*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2011.

⁹²⁴ Zaremba A., *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości jako istotnego czynnika rozwoju lokalnego*, Journal of Agribusiness and Rural Development, Vol. 115-121, nr 1(19), 2011, s. 17.

mograficzne, zasobność obywateli i przedsiębiorstw, regulacje prawne, instrumenty ekonomiczne⁹²⁵. Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych mogą być rozpatrywane przez pryzmat mechanizmu rynkowego. W tym ujęciu wskazuje się na czynniki kształtujące popyt i podaż mieszkań. Jak pisze E. Kucharska-Stasiak „(...) stopy procentowe, wyrażające cenę pieniądza, silnie oddziałują na stopy dyskontowe i stopy kapitalizacji, wpływając na wartość i ceny nieruchomości”⁹²⁶. Oznacza to, że poziom stopy procentowej oddziałuje na dochody społeczeństwa, ceny mieszkań a tym samym na rozwój rynku mieszkaniowego.

Tabela 83. Czynniki ograniczające rozwój rynku mieszkaniowego w ocenie badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia	V (%)	Średnia	V (%)
Niskie dochody społeczeństwa	2,50	26	2,43	25
Zbyt wysokie ceny mieszkań	2,50	23	2,60	19
Wysokie stopy procentowe	2,12	34	2,23	35
Wysoki wkład własny	2,03	34	2,41	25
Uciążliwe procedury ubiegania się o kredyt	1,95	36	2,38	29
Źle działający rynek terenów budowlanych	1,83	38	2,24	29

Źródło: Badania własne.

Czynniki ograniczające rozwój rynku mieszkaniowego w ocenie kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce dotyczą w największym stopniu takich parametrach jak: zbyt wysokie ceny mieszkań (2,50), niskie dochody społeczeństwa (2,50), wysoki wkład własny (2,03). Natomiast w Wielkiej Brytanii dotyczą takich parametrów jak zbyt wysokie ceny mieszkań (2,60), niskie dochody społeczeństwa (2,43) oraz wysoki wkład własny (2,41). Generalnie czynniki ograniczające rozwój rynku mieszkaniowego według respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii są takie same (tab. 83).

W tabeli 84 przedstawiono – bardzo istotne dla podjętego w pracy problemu – wyniki badań ankietowych dotyczące siły wpływu czynników ulokowanych w obszarze polityki nadzoru finansowego na zachowania kredytobiorców. Wykazano negatywny wpływ zaostrzenia rekomendacji nadzorczych w odniesieniu kredytów mieszkaniowych na dostępność tego typu kredytów. Według badanych – zarówno w Polsce, jak i w Wielkiej Brytanii – zaostrzenie polityki kredytowej wpływało na: trudniejszy dostęp do kredytu, wzrost kosztów finansowania zakupu mieszkania oraz wydłużenie się procesu ubiegania o kredyt.

⁹²⁵ Żelazowski K., *Regionalne zróżnicowanie cen i ich determinant na rynku mieszkaniowym w Polsce*, Studia i Materiały TNN XIX3, 2011, s. 101.

⁹²⁶ Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006, s.166.

Tabela 84. Negatywne i pozytywne konsekwencje zaostrezenia rekomendacji dotyczących kredytów mieszkaniowych kredytowej przez nadzór finansowy w opinii badanych respondentów

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia	Wsp. V (%)	Średnia	Wsp. V (%)
I. Negatywne konsekwencje				
Trudniejszy dostęp do kredytu	2,24	33	2,37	27
Wydłużenie się procesu ubiegania o kredyt	2,09	34	2,34	27
Wzrost kosztów finansowania zakupu mieszkania	1,99	34	2,21	26
Wzrost cen mieszkań	1,91	32	1,97	33
Wzrost skomplikowania procesu ubiegania się o kredyt	1,89	32	2,06	32
Zmniejszenie zainteresowania rynkiem pierwotnym nieruchomości	1,73	39	2,12	36
Wstrzymanie się z zakupem mieszkania przez zainteresowanych klientów	1,73	39	2,15	34
II. Pozytywne konsekwencje				
Ograniczenie ryzyka dla kredytobiorców (kłopoty ze spłatą kredytu)	2,03	33	2,34	29
Lepsze zabezpieczenie interesów banków	2,03	37	2,32	28
„Rzetelne” szacowanie dochodów klientów przez banki	1,98	34	2,36	29
Wyższy pułap dochodu, który pozostaje klientom po spłacie kredytu	1,92	35	2,27	28
Szczelniejsze uwzględnienie wszystkich zobowiązań kredytobiorcy	1,86	35	2,22	30
Rozszerzanie oferty usług (np. hipoteka odwrotna)	1,78	37	2,15	32
Spadek cen mieszkań	1,77	41	2,01	36
Wzrost znaczenia innych niż placówka bankowa kanałów dystrybucji (pośrednicy finansowi)	1,72	39	2,38	29

Źródło: Badania własne.

Pozytywnymi konsekwencjami po zaostrezeniu polityki kredytowej przez nadzór finansowy w opinii badanych respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii to: ograniczenie ryzyka dla kredytobiorców (kłopoty ze spłatą kredytu), lepsze zabezpieczenie interesów banków oraz „rzetelne” szacowanie dochodów klientów przez banki.

Odpowiednia polityka nadzoru finansowego może ograniczyć obawy kredytobiorców dotyczące posiadania właściwej zdolności kredytowej i tym samym zachęcać potencjalnych kredytobiorców do zaciągania kredytów hipotecznych⁹²⁷. Również ważne jest to, że właściwe instrumenty polityki nadzoru finansowego działają pozytywnie i mogą zmniejszyć obawy o możliwości spłaty należności z tytułu zaciągniętego zobowiązania. Ryzyko w tym zakresie wynika z długiego okresu kredytowania, obejmującego nawet dziesiątki lat. W tak odległym horyzoncie czasowym nie jest możliwe przewidzenie wszystkich nagłych i niekorzystnych sytuacji, a co za tym idzie wszelkich niekorzystnych zmian w budżecie kredytobiorcy⁹²⁸.

Po wielkim kryzysie finansowym na nowo rozgorzała dyskusja na temat tego, czy polityka pieniężna powinna brać pod uwagę ceny aktywów, a w szczególności ceny nieruchomości

⁹²⁷ Sitek M., *Ryzyko inwestowania – deweloperskie inwestycje mieszkaniowe*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 804, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2014.

⁹²⁸ Trojanek M., *Preferencje nabywców na pierwotnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu*, Studia i Materiały TNN, Acta Sci.Pol., Administratio Locorum, 8(1), 2009.

ści mieszkaniowych. Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych pozostaje pod ścisłą obserwacją banków centralnych, lecz równolegle toczy się dyskusja o konieczności precyzyjnego wskazania przyczyn kryzysu finansowego w nadziei na uniknięcie podobnych wydarzeń w przyszłości. W tej dyskusji znaczącą uwagę poświęcono pytaniu, czy powinno się przeciwdziałać potencjalnym bankom spekulacyjnym za pomocą polityki stóp procentowych⁹²⁹.

Tabela 85. Wpływ decyzji NBP odnośnie do stóp procentowych na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych w ocenie respondentów

Charakter zmiany na rynku	Wzrost stóp		Spadek stóp	
	Odsetek ankietowanych	średnia ocena wpływu*	Odsetek ankietowanych	średnia ocena wpływu*
Wyższy koszt kredytu	49,6	2,49	4,9	2
Zaostrzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej	43,1	2,02	10,6	1,92
Zwiększenie formalności w bankach	37,4	2,37	8,1	1,9
Niechęć banków do finansowania gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej	35	2,3	13,8	2,12
Konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych	32,5	2,28	13	1,38
Niekorzystne warunki udzielania kredytu	32,5	2,25	10,6	1,77
Trudności z uzyskaniem kredytu mieszkaniowego	28,5	2,4	16,3	1,9
Złagodzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej	20,3	2,2	13,8	1,59
Udzielanie kredytów dla gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej	17,9	2,23	13	1,75
Łatwy dostęp do kredytu mieszkaniowego	17,1	2,43	22,8	2,04
Korzystne warunki udzielania kredytu	16,3	2,05	20,3	1,72
Brak konieczności posiadania większych środków własnych	14,6	2,22	13	1,56
Tańszy koszt kredytu	13,8	1,88	22,8	2,14
Mniej formalności w bankach	10,6	1,62	12,2	2,07

* Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Respondenci dostrzegają, że wzrost stóp procentowych jest czynnikiem istotnie wpływającym na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych. Ocena skutków takiej decyzji jest jednak zróżnicowana (tab. 85). Blisko połowa respondentów wiązało tą decyzję ze wzrostem kosztów kredytu. Wzrost stóp procentowych NBP dla respondentów w Polsce oznaczał także:

- zaostrzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej;
- niechęć banków do finansowania gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej;
- zwiększenie formalności w bankach;
- konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych;
- wzrost trudności z uzyskaniem kredytu.

Z kolei spadek stóp procentowych generalnie wskazywało znacznie mniej respondentów, co oznacza, że ten ruch w ramach polityki pieniężnej, zdaniem respondentów, nie odci-

⁹²⁹ Partyka K., *Zróżnicowane reakcje w ramach polityki pieniężnej na wydarzenia giełdowe w modelu losowych współczynników*, Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych, 2016, s. 95-107.

skał się zbyt mocno na szeroko rozumianym dostępie do kredytów. Relatywnie najwięcej respondentów (22,8%) wskazało, że spadek stóp NBP powoduje zmniejszenie kosztu kredytu. Nieco ponad 20% respondentów wskazała także na łatwiejszy dostęp do kredytu mieszkaniowego oraz korzystniejsze warunki udzielania kredytu.

W przypadku Wielkiej Brytanii możemy zauważyć odwrotną zależność. Otóż tam, znacznie więcej respondentów wskazywało na spadek stóp banku centralnego, jako istotny czynnik oddziałujący na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych.

Tabela 86. Wpływ decyzji Banku Anglii odnośnie do stóp procentowych na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych w ocenie respondentów

Charakter zmiany na rynku	Wzrost stóp		Spadek stóp	
	Odsetek ankietowanych	średnia ocena wpływu*	Odsetek ankietowanych	średnia ocena wpływu*
Trudności z uzyskaniem kredytu mieszkaniowego	50,0	2,24	8,3	2,21
Niechęć banków do finansowania gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej	60,2	1,98	24,1	2,38
Wyższy koszt kredytu	55,6	1,82	22,4	2,46
Konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych	54,6	2,14	10,6	2,45
Zwiększenie formalności w bankach	51,9	1,96	16,7	2,22
Zaostrzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej	46,3	2,06	10,3	2
Niekorzystne warunki udzielania kredytu	27,8	1,93	6,5	2,14
Brak konieczności posiadania większych środków własnych	14,8	2,69	15,7	2,06
Korzystne warunki udzielania kredytu	13,9	2,47	16,7	2,17
Udzielanie kredytów dla gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej	4,6	2,2	36,1	1,74
Łatwy dostęp do kredytu mieszkaniowego	3,7	2,75	13,9	2,27
Złagodzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej	2,8	2	25,9	2,11
Mniej formalności w bankach	1,9	1	25	2,04
Tańszy koszt kredytu	1,9	2,5	21,3	2,35

* Skala punktowa 1-3, gdzie 3 ma najwyższe znaczenie

Źródło: Badania ankietowe.

Respondenci w Wielkiej Brytanii dostrzegają, iż wzrost stóp procentowych jest czynnikiem istotnie wpływającym na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych a tym samym na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Ocena skutków takiej decyzji jest jednak zróżnicowana (tab. 86). Około połowa respondentów wiązało te decyzję ze wzrostem kosztów kredytu. Wzrost stóp procentowych ustalonych przez Bank Anglii dla respondentów w Wielkiej Brytanii oznaczał także:

- zaostrzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej,
- niechęć banków do finansowania gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej,
- zwiększenie formalności w bankach,
- wyższy koszt kredytu,

- konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych,
- wzrost trudności z uzyskaniem kredytu.

Jednak część respondentów wskazuje na relację odwrotną. Odsetek ten jest wyższy w Polsce (15,7%) niż w Wielkiej Brytanii (6,5%). Taka ocena nie jest bezzasadna, gdyż w opinii tej części respondentów wzrost stopy może oznaczać tylko pierwszy „akt” w trendzie wzrostowym stóp. Jeśli potencjalni nabywcy mieszkań tak odczytają zmianę stóp, czyli będą spodziewać się dalszego wzrostu stóp, to wówczas mogą być zainteresowani szybszym nabyciem mieszkania. Czyli wówczas popyt mieszkaniowy rośnie, pomimo idącym w ślad za wzrostem stóp procentowych, wzrostem kosztów kredytów hipotecznych.

Reakcja taka może być wytłumaczona przy użyciu teorii racjonalnych oczekiwań. Teoria ta głosi, że podmioty gospodarcze podejmują swoje decyzje w oparciu o wszystkie dostępne informacje o aktualnych uwarunkowaniach ekonomicznych oraz o potencjalnych skutkach tych decyzji. Posiadają również umiejętność wyciągania wniosków ze zdarzeń w przeszłości, co pozwala im przewidywać możliwe scenariusze wydarzeń w przyszłości⁹³⁰.

Tabela 87. Ocena kształtowania się popytu na mieszkania pod wpływem wzrostu stóp procentowych w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Kraj (j.m.)		Jak kształtował się popyt na mieszkania w momencie wzrostu stóp procentowych Banku Centralnego				
		Silny wzrost	Słaby wzrost	Brak zmian	Niewielki spadek	Duży spadek
Polska	%	0,83	14,88	33,06	42,15	9,09
Wielka Brytania	%	-	6,48	25,93	67,59	-

Źródło: Badania ankietowe.

Porównanie opinii kredytobiorców w zakresie oceny zmian popytu na rynku mieszkaniowym w momencie spadku stóp procentowych banku centralnego, wskazuje na wystąpienie istotnych różnic między porównywanymi zbiorowościami respondentów. Na podstawie danych z tabeli 88 można wnioskować, że w Polsce (63,64%) i w Wielkiej Brytanii (84,26%) respondenci zauważyli wzrost popytu na mieszkania w momencie spadku stóp procentowych banku centralnego.

Tabela 88. Ocena kształtowania się popytu na mieszkania pod wpływem spadku stóp procentowych w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Kraj (j.m.)		Jak kształtował się popyt na mieszkania w momencie spadku stóp procentowych Banku Centralnego			
		Silny wzrost	Słaby wzrost	Brak zmian	Niewielki spadek
Polska	%	14,05	49,59	27,27	9,09
Wielka Brytania	%	7,41	76,85	13,89	1,85

Źródło: Badania ankietowe.

⁹³⁰ Muth J., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, „Econometrica” 29, s. 315-335.

Rzeczywisty mechanizm oddziaływania zmiany stóp procentowych na kształtowanie się popytu na mieszkania zależy od poziomu rozwoju rynku kredytowego oraz rynku nieruchomości mieszkaniowych i związanej z tym świadomości ekonomicznej osób uczestniczących w transakcjach na tych obydwu rynkach⁹³¹.

Po przeprowadzonej analizie wpływu instrumentów monetarnych na rynek nieruchomości zostanie dokonana analiza wpływu instrumentów nadzorczych na rynek nieruchomości mieszkaniowych.

Instrumenty skierowane bezpośrednio na instytucje finansowe, jak wymogi kapitałowe bądź wagi ryzyka wpływają na zachowanie banków, zaś limity ustanawiane na wskaźniki, jak LtV, DtI wpływają zarówno na banki, jak i ich klientów, ponieważ determinują kwotę kredytu w odniesieniu do wartości nieruchomości mieszkaniowych, oraz determinują wysokość raty w odniesieniu do dochodu kredytobiorcy⁹³².

Jak już wcześniej przedstawiono (w rozdziale 7), stosowanie wskaźnika LtV ma na celu wzmocnienie odporności sektora bankowego na straty oraz złagodzenie amplitudy wahań cyklu kredytowego⁹³³.

W tabeli 89 przedstawiono opinie respondentów na temat wpływu obniżenia możliwego do zaakceptowania przez banki (górnego) LtV na dostępność kredytu hipotecznego. Do najważniejszych skutków takiej decyzji (rekomendacji) nadzoru finansowego z punktu widzenia respondentów można zaliczyć przede wszystkim:

- zniechęcenie potencjalnych kredytobiorców do ubiegania się o kredyt;
- konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych;
- ograniczenie albo brak możliwości otrzymania kredytu.

Z perspektywy odporności sektora finansowego, restrykcyjne poziomy wskaźników nadzoru finansowego powinny skutkować obniżeniem ryzyka kredytowego, ze względu na zmniejszenie portfela kredytów finansujących nieruchomości mieszkaniowe. Kredytobiorcy, którzy nie posiadają odpowiedniego wkładu własnego, a więc nie spełniają wymogów związanych ze wskaźnikiem LtV, będą zobligowani do płacenia wyższej ceny za zaciągnięte kredyty – co w efekcie przyniesie ograniczenie popytu na te kredyty. Obniżenie górnego pułapu LtV może wielu potencjalnym kredytobiorcom „odciąć” drogę do kredytu lub wydłużyć tą drogę (w efekcie konieczności zgromadzenia większego wkładu własnego). Kredytobiorcy,

⁹³¹ Muellbauer J., *Housing, Credit and Consumer Expenditure*, Working Paper for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming 2007.

⁹³² Dietsch M., Welter-Nicol C., *Do LtV and DSTI caps make banks more resilient?*, Débats économiques et financiers N°13, ACPR Banque de France, 2014.

⁹³³ Borio C., Drehmann M., *Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences*, BIS Working Papers, No. 284, Bank for International Settlements, 2009

którzy nie posiadają odpowiedniego wkładu własnego, a więc nie spełniają wymogów związanych ze wskaźnikiem LtV, będą zobligowani do płacenia wyższej ceny za zaciągnięte kredyty – co w efekcie przyniesie ograniczenie popytu na kredyty mieszkaniowe⁹³⁴.

Tabela 89. Ocena znaczenia obniżenia górnego pułapu LtV na dostępność kredytu w opinii respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia	Wsp. V (%)	Średnia	Wsp. V (%)
Konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych	2,18	30	2,31	27
Ograniczenie albo brak możliwości otrzymania kredytu	2,11	33	2,25	29
Zniechęcenie do ubiegania się o kredyt	1,89	36	2,09	35
Dodatkowe obowiązki, biurokracja	1,86	40	2,07	38
Mniejsza kwota dochodu kredytobiorcy po spłacie kredytu	1,85	38	1,88	37
Spadek popyt na mieszkania	1,65	41	1,97	37

Źródło: Badania ankietowe.

Porównanie opinii kredytobiorców w zakresie oceny znaczenia obniżenia górnego pułapu LtV na dostępność kredytu w opinii respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii, wskazuje na brak istotnych różnic między porównywanymi zbiorowościami kredytobiorców.

Wśród kredytobiorców w Polsce i w Wielkiej Brytanii występują obawy dotyczące spłaty kredytu, które wynikać mogą z nieoczekiwanego pogorszenia się sytuacji finansowej zagrażającej wykonaniu zobowiązania między innymi pod wpływem polityki banku centralnego i nadzoru finansowego⁹³⁵. Dlatego bardzo ważna jest dobra koniunktura w gospodarce, ponieważ silne ożywienie poprawia sytuację gospodarstw domowych na rynku pracy oraz wpływa na wzrost wartości zabezpieczeń⁹³⁶.

Przeprowadzone badania (tab. 90) pokazały, że respondenci obawiają się, że nie będą posiadali wystarczającej zdolności kredytowej pozwalającej na spłacanie kredytu hipotecznego. Respondenci stwierdzili, że obawiają się zaistnienia w przyszłości sytuacji, w której będą mieli trudności z regulowaniem zobowiązań kredytowych (wzrost stopy procentowej, utraty pracy, kłopoty zdrowotne, skutkujące zwiększonymi wydatkami finansowymi).

Ryzyko w tym zakresie wynika z długiego okresu kredytowania, obejmującego nawet dziesiątki lat. W tak odległym horyzoncie czasowym nie jest możliwe przewidzenie wszystkich nagłych i niekorzystnych sytuacji, a co za tym idzie wszelkich niekorzystnych zmian w budżecie gospodarstwa domowego.

⁹³⁴ Dietsch M., Welter-Nicol C., *Do LtV and DSTI caps....*

⁹³⁵ Bhansali V., Gingrich R., Longstaf F.A., *Systematic credit risk: What is the market telling us?*, Financial Analysts Journal, vol. 64, no. 4, 2008, s. 1.

⁹³⁶ Mayer-Brown, *Towards a European Banking Union – The European Commission Announces a New Legal Framework for Banking Supervision*, MayerBrown, London 2012.

W przypadku oceny takich przyczyn ryzyka jak: wzrost oprocentowania oraz żądanie przez bank dodatkowego zabezpieczenia istotnie wyższe wyniki są po stronie osób w Wielkiej Brytanii. Różnice sięgają odpowiednio 0,78 punktu dla pierwszego skutku oraz 0,71 punktu dla drugiego wymienionego skutku.

Tabela 90. Oceny zagrożeń dotyczących spłaty kredytu w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii

Parametr	Polska		Wielka Brytania	
	Średnia	Wsp. V (%)	Średnia	Wsp. V (%)
Utrata pracy	2,43	27	2,67	27
Znaczący wzrost oprocentowania	2,00	35	2,78	16
Kłopoty zdrowotne, skutkujące zwiększonymi wydatkami finansowymi	1,83	39	1,22	55
Brak możliwości zamiany waluty kredytu	1,77	35	1,22	36
Żądanie przez bank dodatkowego zabezpieczenia	1,73	42	2,44	36
Wzrost wartości waluty kredytu	1,65	42	1,89	49
Poziom relacji obecnego zadłużenia do jego zabezpieczenia	0,58	40	0,50	34

Źródło: Badania ankietowe.

Zróznicowanie pod względem zagrożeń dotyczących spłaty kredytu w zbiorowości kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii dotyczy następujących parametrów: znaczący wzrost oprocentowania, żądanie przez bank dodatkowego zabezpieczenia oraz poziom relacji obecnego zadłużenia do jego zabezpieczenia (tab. 90).

Natomiast do największych zagrożeń dotyczących spłaty kredytu w zbiorowości kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii można zaliczyć: kłopoty zdrowotne, skutkujące zwiększonymi wydatkami finansowymi, wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych, utrata pracy (tab. 90).

8.2. Wpływ stóp procentowych i czynników związanych z rynkiem kredytów mieszkaniowych na ceny nieruchomości mieszkaniowych

Rynek kredytów mieszkaniowych i rynek nieruchomości mieszkaniowych są ze sobą ściśle powiązane i wzajemnie na siebie oddziałują. Po pierwsze wartość i liczba udzielonych kredytów mieszkaniowych wpływa w dużej mierze na sytuację na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Z kolei sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych wpływa na stan zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych. Wielkość podaży i ceny lokali mieszkalnych przekładają się na wysokość zapotrzebowania gospodarstw domowych na zewnętrzne finansowanie w celu zakupu nieruchomości mieszkaniowych.

Przy szacowaniu czynników mających wpływ na poziom cen na rynku nieruchomości, metody statystyczne, w tym przede wszystkim metody regresji wielorakiej stanowią dobre i często stosowane narzędzie analizy ilościowej. Dokonując wyboru postaci funkcyjnej modelu, należy koncentrować się na najprostszych formułach matematycznych. W przypadku analizy czynników mających wpływ na ceny na rynku nieruchomości najbardziej odpowiednie wydają się modele liniowe.

Dokonując redukcji zbioru wstępnie wytypowanych zmiennych objaśniających należy przestrzegać zasady, iż w modelu powinny się znaleźć zmienne silnie skorelowane ze zmienną objaśnianą (atrybuty mające istotny wpływ na wartość nieruchomości) i jednocześnie słabo skorelowane między sobą.

Analizując obliczone współczynniki korelacji należy stwierdzić, że ceny zarówno na pierwotnym (Y_1), jak również wtórnym rynku nieruchomości w Polsce (Y_2), były istotnie statystycznie dodatnio skorelowane z poziomem popytu inwestycyjnego (X_4) oraz z liczbą nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (X_5). Wartości obliczonych współczynników korelacji dla poszczególnych par zmiennych wskazują na występowanie umiarkowanej i silnej współzależności.

Tabela 91. Współczynniki korelacji liniowej Pearsona pomiędzy zmiennymi opisującymi ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce a zmiennymi niezależnymi

Zmienne niezależne	Y_1 – poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości [tys. zł/m ²]	Y_2 – poziom cen na wtórnym rynku nieruchomości [tys. zł/m ²]
X_1 – stopa procentowa banku centralnego (stopa referencyjna) [%],	-0,04	-0,15
X_2 – liczba transakcji kupna-sprzedaży mieszkań [w formie aktu notarialnego w tys. szt.],	0,01	0,12
X_3 – roczne tempo wzrostu PKB [%]	0,13	0,15
X_4 – poziom popytu inwestycyjnego [mld zł dla PL]	0,52*	0,57*
X_5 – liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych	0,89*	0,95*
X_6 – wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych [w mln zł]	0,36	0,46
X_7 – wartość zadłużenia gosp. domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych [mln zł]	0,02	-0,10
X_8 – wysokość oprocentowania kredytów hipotecznych [%]	0,06	-0,05
X_9 – marża kredytów hipotecznych [%]	0,16	0,26
X_{10} – średni poziom wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów	0,17	0,27
X_{11} – procentowy udział listów zastawnych w PKB	0,41	0,36
X_{12} – podaż nowych mieszkań (tys. szt.)	0,17	0,28
X_{13} – wsk. dostępności mieszkaniowej %	-0,77*	-0,72*
X_{14} – wsk. dostępności kredytowej – indeks %	-0,41	-0,43

* istotność statystyczna przy $p < 0,05$

Źródło: Opracowanie własne.

Odwrotna i silna zależność miała miejsce pomiędzy ceną nieruchomości, a wskaźnikiem dostępności mieszkaniowej (X_{13}). Zależności te były statystycznie istotne przy poziomie

istotności 0,05 (tab. 91). Nie stwierdzono współzależności pomiędzy ceną mieszkań na pierwotnym i wtórnym rynku nieruchomości, a wartością zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych (X_7) oraz wysokością oprocentowania kredytów hipotecznych (X_8). Na rynku pierwotnym na ceny nieruchomości nie wpływała również stopa procentowa banku centralnego (X_1) oraz liczba transakcji kupna–sprzedaży mieszkań (X_2). Obliczone wartości współczynników korelacji dla tych zmiennych były poniżej 0,1 i te zmienne zostały pominięte przy wyznaczaniu modeli regresji.

Podczas budowania modelu regresji wielorakiej pojawia się problem sposobu doboru oraz liczby zmiennych objaśniających (niezależnych), które mają zostać uwzględnione w modelu. Często zachodzi sytuacja, gdy nie ma jednego „najlepszego” podzbioru. W związku z tym niektórzy analitycy sugerują, że można przeanalizować różne możliwe równania regresji, zawierające różną kombinację zmiennych niezależnych.

Tabela 92 zawiera informację o wartości współczynnika determinacji R^2 dla każdego z estymowanych równań regresji z zastosowaniem procedury regresji krokowej postępującej, a także informację o liczbie istotnych statystycznie zmiennych niezależnych, które znalazły się w określonym równaniu oraz wartości współczynnika regresji dla zmiennych, które weszły do modelu.

Tabela 92. Zbiorcze podsumowanie wyników analizy regresji metodą wszystkich możliwych regresji dla zmiennej zależnej Y_1 – ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym w Polsce

Współczynnik determinacji R^2 / skorygowany R^2	Liczba zmiennych	Wyraz wolny	Zmienne niezależne*						
			X_4 poziom popytu inwestycyjnego	X_5 liczba nowo udzielonych kredytów	X_6 wartość udzielonych kredytów	X_9 marża kredytów [%]	X_{10} średni poziom LtV	X_{12} podaż nowych mieszkań [tys. szt.]	X_{13} wsk. dostępności mieszkaniowej %
0,96/0,94	4	13975,7	-0,005			-23,942		45,685	-11933,8
0,88/0,86	2	10609,7						28,823	-8762,0
0,95/0,93	5	15935,7		56,625	0,008	-32,887	1781,661		-15576,9
0,90/0,87	3	10388,9			0,006	-38,191			-6950,4

*zmienne ujęte w tabeli wykazują istotność statystyczną na poziomie $p < 0,05$.

Źródło: Opracowanie własne.

Zawarte w tabeli 92 wyniki pozwalają na porównanie różnych modeli o różnej liczbie uwzględnionych zmiennych niezależnych. Na podstawie przedstawionego zestawienia wszystkich estymowanych równań regresji, o najwyższym poziomie dopasowania (R^2), jako istotne zmienne do oszacowania poziomu cen na pierwotnym rynku nieruchomości w Polsce (Y_1) okazały się zmienne: X_4 - poziom popytu inwestycyjnego, X_5 - liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, X_6 - wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych, X_9 - marża

kredytów hipotecznych [%], X_{10} - średni poziom wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów, X_{12} - podaż nowych mieszkań [tys. szt.] oraz X_{13} - wskaźnik dostępności mieszkaniowej [%], który okazał się istotny we wszystkich podanych modelach. Różna kombinacja tych zmiennych w estymowanych równaniach regresji pozwala na oszacowanie poziomu cen na pierwotnym rynku nieruchomości w Polsce z różną dokładnością. Podstawową miarą dokładności dopasowania modelu jest współczynnik determinacji R^2 . Dobrze dopasowany model charakteryzuje się wartością R^2 bliską jedności. Wartość R^2 wzrasta wraz z liczbą parametrów, dlatego w tabeli 92 przedstawiono także skorygowaną wartość R^2 (*adjusted* R^2), który bierze korektę na liczbę rozpatrywanych zmiennych.

Spośród wszystkich modeli najwyższy współczynnik determinacji $R^2=0,961$ otrzymano dla modelu z czterema zmiennymi objaśniającymi (X_4 , X_9 , X_{12} , X_{13}). Inny model o równie wysokiej wartości współczynnika determinacji $R^2=0,955$ zawiera aż 5 zmiennych objaśniających. Celem wskazania „najlepszego” spośród modeli regresji opisującego poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości w Polsce wykorzystano metodę regresji krokowej wstecz. Istota takiego postępowania polega na tym, że w kolejnych etapach usuwane są najmniej istotne zmienne niezależne, aż do uzyskania modelu uwzględniającego tylko zmienne istotne. W tabeli 93 przedstawiono końcowe wyniki oszacowania tego modelu.

Tabela 93. Parametry funkcji regresji opisującej wpływ wybranych zmiennych niezależnych na poziom cen mieszkań na rynku pierwotnym w Polsce

Wyszczególnienie	Parametry funkcji regresji zm. zależnej: Y_1			
	B	Bł. std.	t(12)	p
W. wolny	9807,808	550,863	17,804	0,000
X_6	0,003	0,001	3,835	0,002
X_{13}	-7221,667	1077,177	-6,704	0,000
$R=0,903$; $R^2=0,81585563$; Popraw. $R^2=0,785$; $F(2,12)=26,583$; $p<,00004$; Błąd std. Estymacji: 348,69.				

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki analizy pozwalają stwierdzić, że otrzymany model regresji uwzględniający zmienną X_6 – wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych oraz X_{13} – wsk. dostępności mieszkaniowej (%) wyjaśnia ponad 81% zmienności poziomu cen na pierwotnym rynku nieruchomości w Polsce (tab. 93).

Do weryfikacji modelu zastosowano test F i test t dla współczynników modelu. Test F weryfikuje hipotezę, że pomiędzy zmienną objaśnianą, a zmiennymi objaśniającymi zachodzi liniowa zależność. Test t sprawdza istotność poszczególnych współczynników kierunkowych równania regresji. Wartość statystyki F (26,583) i odpowiadający jej poziom prawdopodobieństwa p ($p=<0,00004$) potwierdzają statystyczną istotność modelu liniowego. Wartość sta-

tystyki t , wykorzystywana do oceny istotności współczynników regresji i wyrazu wolnego, oraz odpowiadające im poziomy prawdopodobieństwa p potwierdzają, że parametry te istotnie różnią się od zera. W celu przeprowadzenia tych testów konieczne jest sprawdzenie założenia, że reszty modelu mają rozkład normalny. W tym celu weryfikowana jest hipoteza zerowa, że rozkład reszt jest rozkładem normalnym. Do weryfikacji tej hipotezy zastosowano (najbardziej czuły) test Shapiro-Wilka. Wartość statystyki testowej wyniosła 0,974, a odpowiadające jej prawdopodobieństwo testowe $p=0,918$. Ponieważ wartość prawdopodobieństwa testowego jest większa od przyjętego poziomu istotności $\alpha=0,05$, więc nie ma podstaw do odrzucenia weryfikowanej hipotezy o normalności rozkładu reszt.

Interpretując oszacowaną wartość parametru funkcji regresji dla zmiennej X_6 (równą 0,003) (tab. 93), można stwierdzić, że zwiększenie wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych wpływa dodatnio na poziom cen na pierwotnym rynku mieszkaniowym w Polsce (tys. zł/m²). Z kolei wzrost wskaźnika dostępności mieszkaniowej (X_{13}) powoduje spadek poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych na tym rynku.

Tabela 94. Podsumowanie regresji zmiennej zależnej Y_2 - poziom cen mieszkań na rynku wtórnym w Polsce

Wyszczególnienie	Parametry funkcji regresji zm. zależnej: Y_2			
	B	Bł. std.	t(11)	p
Model nr 1				
W. wolny	8943,431	340,671	26,252	0,000
X_6	0,002	0,000	4,160	0,002
X_{10}	1350,464	322,473	4,188	0,002
X_{13}	-7768,627	680,502	-11,416	0,000
R= 0,969; R ² = 0,939; Popraw. R ² = 0,922; F(3,11)=56,167; p<,000; Błąd std. Estymacji: 206,70.				
Model nr 2				
	B	Bł. std.	t(11)	p
W. wolny	4792,9845	395,0997	12,1311	0,0000
X_5	68,8018	7,4994	9,1742	0,0000
X_4	-0,0051	0,0020	-2,5670	0,0262
X_9	-14,0218	5,9724	-2,3478	0,0386
Podsumowanie regresji zm. zależnej: Y_2 Polska R= 0,973; R ² = 0,946; Popraw. R ² = 0,931; F(3,11)=64,408; p<,00000; Błąd std. Estymacji: 193,79.				

Źródło: Opracowanie własne.

Poszukując modelu regresji do oszacowania poziomu cen na wtórnym rynku nieruchomości w Polsce - Y_2 (w tys. zł/m²) okazało się, że istotnymi zmiennymi w najlepiej dopasowanym modelu wyznaczonym metodą regresji krokowej wstecz są te same zmienne X_6 - wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych i X_{13} - wsk. dostępności mieszkaniowej (%) oraz

dodatkowo zmienna X_{10} - średni poziom wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów. Wyniki estymacji modelu zaprezentowano w tabeli 94.

Z przeprowadzonych obliczeń wynika, że na poziom cen mieszkań na rynku wtórnym w Polsce dodatnio wpływa wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych (X_6), zaś ujemnie wskaźnik dostępności mieszkaniowej (X_{13}). Wykazane zależności są zgodne z oczekiwaniami jakie wynikają z analizy teoretycznej. Jeśli rośnie akcja kredytowa banków w obszarze kredytów mieszkaniowych, to w efekcie rośnie popyt na mieszkania i rosną ich ceny. Z kolei wzrost dostępności mieszkań wpływa na spadek ich cen, a odwrotnie spadek dostępności mieszkań stanowi presję na wzrost ich cen. Oprócz opisanych wyżej dwóch zmiennych niezależnych wykazano także dodatni wpływ średniego poziomu wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów (X_{10}) na zmienną zależną Y_2 . Wraz ze wzrostem wartości tego wskaźnika rosną ceny nieruchomości mieszkaniowych. Taka zależność jest uzasadniona, gdyż wzrost LtV oznacza wyższy poziom finansowania mieszkania przez bank (niższy wkład własny), co w odniesieniu do całego rynku przekładać się może na wzrost popytu na mieszkania i tym samym ich cen. Oszacowany model wyjaśnia blisko 97% zmienności poziomu cen (tab. 94, model nr 1).

W innym modelu regresji (tab. 94, model nr 2) wyznaczonym za pomocą procedury (selekcji) postępującej, ale o nieco niższej wartości współczynnika determinacji ($R^2=0,946$) otrzymano postać funkcji regresji, w której istotne statystycznie okazały się zmienne X_4 – poziom popytu inwestycyjnego, X_5 – liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych oraz X_9 – marża kredytów hipotecznych. Na poziom ceny m^2 mieszkania pozytywnie wpływała liczba udzielanych kredytów mieszkaniowych, co jest zależnością zgodną z oczekiwaniem, gdyż wzrost udzielanych kredytów mieszkaniowych pobudza popyt na mieszkania, co w konsekwencji powoduje wzrost ich cen. Z kolei ujemny wpływ na poziom cen mieszkań na rynku wtórnym wykazał poziom popytu inwestycyjnego w gospodarce oraz marża kredytów hipotecznych. Taki kierunek współzależności tych zmiennych w stosunku do zmiennej zależnej Y_2 , jest oczekiwany względem marży kredytów hipotecznych. Jeżeli przeciętna marża tych kredytów rośnie, to tym samym zmniejsza się dostępność kredytów mieszkaniowych i spada popyt na mieszkania i w efekcie spadają ich ceny.

Co do zmiennej X_4 , opisującej popyt inwestycyjny w gospodarce, to w tym przypadku wyjaśnienie jej ujemnego wpływu na cenę mieszkań, wykazaną w jednym z modeli dla zmiennej Y_1 (tab. 92), jak i dla zmiennej Y_2 (tab. 94) jest nieco trudniejsze, zważywszy zwłaszcza na dodatnią korelację pomiędzy tymi zmiennymi. Jednak w modelu regresji zmienna X_4 , wpływa na poziom cen jako jeden z czynników, co może powodować inny kie-

runek współzależności, niż wykazany w analizie korelacji. Ujemny wpływ popytu inwestycyjnego na ceny mieszkań na rynku wtórnym może wynikać z tego, że wraz ze wzrostem nakładów inwestycyjnych w gospodarce, w tym także inwestycji w sektorze budownictwa mieszkaniowego, rośnie podaż mieszkań, a to przekłada się może na spadek ich cen.

Tożsame jak dla Polski, analizy statystyczne dotyczące czynników determinujących ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym i wtórnym przeprowadzono dla Wielkiej Brytanii. Analizując obliczone współczynniki korelacji należy stwierdzić, że ceny zarówno na pierwotnym, jak również wtórnym rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii były dodatnio skorelowane z poziomem popytu inwestycyjnego (X_4) oraz z wartością udzielonych kredytów mieszkaniowych (X_6). Wartości współczynników korelacji dla poszczególnych par zmiennych wskazują na występowanie umiarkowanej i silnej współzależności.

Tabela 95. Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy zmiennymi opisującymi ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii a zmiennymi niezależnymi

Zmienne niezależne	Y_1 – poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości [tys. £/m ²]	Y_2 – poziom cen na wtórnym rynku nieruchomości [tys. £/m ²]
X_1 – stopa procentowa banku centralnego [%],	-0,37	-0,71*
X_2 – liczba transakcji kupna-sprzedaży mieszkań [w formie aktu notarialnego w tys. szt.],	0,05	-0,59*
X_3 – roczne tempo wzrostu PKB [%]	0,39	-0,15
X_4 – poziom popytu inwestycyjnego [mld £]	0,89*	0,80*
X_5 – liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych	0,07	-0,53*
X_6 – wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych [w mln £]	0,72*	0,70*
X_7 – wartość zadłużenia gosp. domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych [mln £]	-0,68*	-0,69*
X_8 – wysokość oprocentowania kredytów hipotecznych [%]	0,04	0,52*
X_9 – marża kredytów hipotecznych [%]	0,13	0,75*
X_{10} – średni poziom wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów	-0,84*	-0,70*
X_{11} – procentowy udział listów zastawnych w PKB	0,21	0,00
X_{12} – podaż nowych mieszkań [tys. szt.]	0,66*	0,18
X_{13} – wsk. dostępności mieszkaniowej [%]	0,53*	0,27
X_{14} – wsk. dostępności kredytowej [%]	-0,27	-0,36

*istotność statystyczna przy $p < 0,05$

Źródło: Opracowanie własne.

Odwrotna i silna zależność miała miejsce pomiędzy ceną nieruchomości, a wskaźnikiem dostępności mieszkaniowej (X_{13}). Zależności te były statystycznie istotne przy poziomie istotności $p < 0,05$ (tab. 95). Nie stwierdzono współzależności pomiędzy ceną mieszkań na pierwotnym i wtórnym rynku nieruchomości, a wskaźnikiem dostępności kredytowej (X_{14}). Na rynku pierwotnym na ceny nieruchomości nie wpływała również stopa procentowa banku centralnego (X_1), liczba transakcji kupna-sprzedaży mieszkań (X_2), wartość zadłużenia gosp. domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych (X_7), średni poziom

wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów (X_{10}). Obliczone współczynniki korelacji dla tych zmiennych były poniżej 0,1 i te zmienne zostały pominięte przy wyznaczaniu modeli regresji.

Nie stwierdzono zależności pomiędzy ceną na wtórnym rynku nieruchomości a: stopą procentową banku centralnego (X_1), liczbą transakcji kupna-sprzedaży mieszkań (X_2), rocznym tempem wzrostu PKB (X_3), liczbą nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (X_5), wartością (kwotą) zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych (X_7), średnim poziomem wskaźnika LtV dla nowo udzielonych kredytów (X_{10}) oraz procentowym udziałem listów zastawnych w PKB (X_{11}). Obliczone współczynniki korelacji dla tych zmiennych były poniżej 0,1 i te zmienne zostały pominięte przy wyznaczaniu modeli regresji.

W tabeli 96 przedstawiono zbiorcze wyniki estymacji modeli regresji dla zmiennej zależnej Y_1 – ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym w Wielkiej Brytanii. W tabeli 96 zaprezentowano parametry funkcji regresji dla kilku modeli oszacowanych dla zmiennej Y_1 . Z estymacji równań regresji dla tej zmiennej objaśnianej wynika, że statystycznie istotny wpływ na ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym wykazały takie zmienne objaśniające jak: stopa procentowa banku centralnego (X_1), roczne tempo wzrostu PKB (X_3), poziom popytu inwestycyjnego (X_4), marża kredytów hipotecznych (X_9), procentowy udział listów zastawnych w PKB (X_{11}), podaż nowych mieszkań (X_{12}), wskaźnik dostępności mieszkaniowej (X_{13}).

Tabela 96. Zbiorcze podsumowanie wyników analizy regresji metodą wszystkich możliwych regresji dla zmiennej zależnej Y_1 – ceny mieszkań na rynku pierwotnym w Wielkiej Brytanii.

Współczynnik determinacji R^2 /skorygowany R^2	Liczba zmiennych	Wyraz wolny	Zmienne niezależne					
			X_1 stopa procentowa banku centralnego [%]	X_3 roczne tempo wzrostu PKB [%]	X_4 poziom popytu inwestycyjnego	X_9 marża kredytów hipotecznych [%]	X_{11} udział listów zastawnych w PKB [%]	X_{13} wsk. dostępności mieszkaniowej %
0,86/0,83	2	4313,6		64,04	28,03			
0,81/0,76	3	8167,1	-435,35			-75,84	19,24	
0,89/0,85	4	6812,9	-387,33			-68,37	11,3	441,22
0,87/0,84	3	3043,3	-235,01	163,13			17,98	

Źródło: Opracowanie własne.

Parametry przedstawionych równań regresji wskazują, że istotny statystycznie dodatni wpływ na poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii (Y_1) wykazały 4 zmienne, tj.: X_3 – roczne tempo wzrostu PKB (%), X_4 – poziom popytu inwestycyjnego, X_{11} – procentowy udział listów zastawnych w PKB, oraz X_{13} – wskaźnik dostępności mieszkaniowej (w %). Z kolei ujemny wpływ wykazały 2 zmienne: X_1 – stopa procentowa (refe-

rencyjna) banku centralnego (%) i X_9 – marża kredytów hipotecznych [%]. Wyniki te są zgodne z oczekiwaniami i dowodzą istotnego znaczenia dla kształtowania koniunktury na rynku mieszkaniowym nie tylko czynników makroekonomicznych, ale także polityki monetarnej oraz czynników kształtujących rynek kredytów mieszkaniowych oraz kształtujących dostępność mieszkań.

Oszacowane modele pozwalają na ustalenie czynników wpływających na poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii z różną dokładnością. Spośród wszystkich modeli najwyższy współczynnik determinacji $R^2=0,89$ otrzymano dla modelu z czterema zmiennymi objaśniającymi (X_1 , X_9 , X_{11} , X_{13}). Należy jednak zwrócić uwagę, że parametry przy zmiennej X_1 i X_9 są ujemne, co świadczy o ujemnym oddziaływaniu poziomu tych zmiennych na zmienną objaśnianą Y_1 . Celem wskazania „najlepszego” spośród modeli regresji opisującego poziom cen na pierwotnym rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii wykorzystano metodę regresji krokowej wstecz. Wyniki analizy pozwalają stwierdzić, że otrzymany model regresji uwzględniający zmienną X_1 – stopa procentowa banku centralnego oraz X_9 – marża kredytów hipotecznych (%), a także zmienną X_{11} – procentowy udział listów zastawnych w PKB, wyjaśnia ponad 81% zmienności poziomu cen na pierwotnym rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii (tab. 97).

Tabela 97. Parametry funkcji regresji opisującej wpływ wybranych zmiennych niezależnych na poziom cen mieszkań na rynku pierwotnym w Wielkiej Brytanii (Y_1).

Wyszczególnienie	Parametry funkcji regresji zm. zależnej: Y_1			
	B	Bł. std.	t(11)	P
W. wolny	8167,187	1028,459	7,941	0,000
X_1	-435,353	66,768	-6,520	0,000
X_9	-75,841	16,791	-4,517	0,001
X_{11}	19,241	3,285	5,857	0
R= 0,902; $R^2= 0,813$; Popraw. $R^2= 0,762$; F(3,11)=15,978; p<,00025; Błąd std. Estymacji: 220,90.				

Źródło: Opracowanie własne.

Na poziom ceny m^2 mieszkania pozytywnie wpływał procentowy udział listów zastawnych (X_{11}), co jest zależnością zgodną z oczekiwaniem, gdyż wzrost listów zastawnych, zwiększa ilość kredytu hipotecznego na rynku, a tym samym pobudza popyt na mieszkania, co w konsekwencji powoduje wzrost ich cen. Z kolei ujemny wpływ na poziom cen mieszkań na rynku pierwotnym wykazał poziom stopy procentowej banku centralnego (chodzi o stopę referencyjną Banku Anglii) oraz marża kredytów hipotecznych. Taki kierunek współzależności tych zmiennych w stosunku do zmiennej zależnej Y_2 , jest oczekiwany względem marży

kredytów hipotecznych (mieszkaniowych). Jeżeli przeciętna marża tych kredytów rośnie, to tym samym zmniejsza się dostępność kredytów mieszkaniowych, spada popyt na mieszkania i w efekcie spadają ich ceny. Co do zmiennej X_1 , opisującej stopy procentowe w gospodarce, to w tym przypadku wzrost referencyjnej stopy procentowej banku centralnego ogranicza dostępność do kredytu i tym samym zmniejsza popyt na mieszkania.

Poszukując modelu regresji do oszacowania poziomu cen na wtórnym rynku nieruchomości mieszkaniowych [Y_2 , tys. £/m²] w Wielkiej Brytanii okazało się, że istotną zmienną w „najlepszym” modelu wyznaczonym metodą regresji krokowej wstecz jest ta sama zmienna, jak w równaniu regresji dla zmiennej Y_1 , tj. X_1 – stopa procentowa banku centralnego oraz dodatkowo zmienne: X_4 – poziom popytu inwestycyjnego, X_5 – liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, X_6 – wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych (tab. 98).

Tabela 98. Podsumowanie regresji zmiennej zależnej Y_2 - ceny mieszkań na rynku wtórnym w Wielkiej Brytanii

Wyszczególnienie	Parametry funkcji regresji zm. zależnej: Y_2			
	B	Bł. std.	t(11)	p
W. wolny	2143,886	642,832	3,335	0,008
X_1	259,390	83,464	3,108	0,011
X_4	49,324	7,646	6,451	0,000
X_5	-6,792	1,200	-5,660	0,000
X_6	0,002	0,001	4,166	0,002
R= 0,975; R ² = 0,952; Popraw. R ² = 0,932; F(4,10)=49,246; p<,00000; Błąd std. Estymacji: 233,51.				

Źródło: Opracowanie własne.

Z przeprowadzonych obliczeń wynika, że na poziom cen mieszkaniowych na rynku wtórnym dodatnio wpływa wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych (X_6), oraz stopa procentowa banku centralnego (X_1), zaś ujemnie liczba nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (X_5). Pierwsza z wykazanych zależności jest zgodna z oczekiwaniami, jakie wynikają z badań teoretycznych. Trudniej jest wyjaśnić wynikającą z wyznaczonego równania regresji dodatnią zależność między referencyjną stopą procentową Banku Anglii, a cenami na wtórnym rynku mieszkaniowym. Jest to zależność odwrotna, niż ta, która została ujawniona dla rynku pierwotnego. Podobnie, pewnym zaskoczeniem może być ujemna relacja między liczbą nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (w danym roku) a zmienną objaśnianą Y_2 . Ujawnione w toku analizy relacje mogą wynikać z faktu, iż pierwotny i wtórny rynek mieszkaniowy są do pewnego stopnia konkurencyjnymi rynkami. Jeżeli rośnie podstawowa stopa procentowa banku centralnego, to w ślad za tym rośnie cena kredytu. To może powodować, iż kredyt dla części gospodarstw domowych staje się zbyt drogi na finansowanie transakcji na pierwotnym rynku mieszkaniowym i kredytobiorcy, którzy

zamierzali kupić nowe mieszkanie, czy też dom, podejmują decyzję o zakupie tańszych (cena za m²) nieruchomości na rynku wtórnym. W takiej sytuacji wzrost stopy referencyjnej banku centralnego może powodować spadek popytu na mieszkania na rynku pierwotnym - co wykazały równania regresji (tab. 96, 97) i zwiększony popyt na mieszkania na rynku wtórnym (tab. 98). W ślad za tym rośnie cena mieszkań na rynku wtórnym. Jeżeli chodzi o zmienną X_5 , to można przypuszczać, że nowo udzielone kredyty w większym stopniu służą finansowaniu transakcji na pierwotnym rynku mieszkaniowym niż na rynku wtórnym. Wzrost liczby takich kredytów wcale nie musi zatem oznaczać zwiększonego popytu na wtórnym rynku mieszkaniowym. Uwzględniając fakt, że do pewnego stopnia rynki te są konkurencyjne względem siebie, można przypuszczać, że wzrost liczby nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, kreując popyt mieszkaniowy głównie na rynku pierwotnym, może powodować wzrost cen mieszkań na rynku pierwotnym, natomiast na rynku wtórnym ceny mogą ulec spadkowi.

Oprócz opisanych wyżej dwóch zmiennych niezależnych wykazano także dodatni wpływ popytu inwestycyjnego w gospodarce (X_4) na zmienną zależną Y_2 . Wraz ze wzrostem wartości tego wskaźnika rosną ceny nieruchomości mieszkaniowych. Oszacowane równanie regresji dla cen mieszkań na rynku wtórnym w Wielkiej Brytanii wyjaśnia blisko 93% zmienności poziomu cen, biorąc pod uwagę skorygowany wskaźnik R^2 (tab. 98).

8.3. Wpływ zmian stóp procentowych i rekomendacji nadzorczych na decyzje kredytobiorców mieszkaniowych – w świetle badań ankietowych

Dla określenia zależności pomiędzy zmiennymi opisującymi z jednej strony czynniki determinujące popyt na rynku kredytów mieszkaniowych oraz na rynku mieszkaniowym – w opinii respondentów, kredytobiorców mieszkaniowych, a z drugiej strony wagę określonych instrumentów polityki monetarnej i nadzorczej na decyzję kredytową respondentów, zastosowano test niezależności χ^2 . W przypadku odrzucenia hipotezy zerowej H_0 wskazującej na niezależność cech na rzecz hipotezy alternatywnej H_1 , siłę zależności między cechami oceniano za pomocą współczynnika V-Cramera oraz współczynnik tau-Kendalla, którego znak wskazuje także na kierunek zależności.

Badania obejmowały weryfikację zależności cech w odniesieniu do ich czterech grup (X , Z , Y i F) opisujących odrębne obszary objęte badaniami ankietowymi. Analizy dokonywano odrębnie dla próby respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Weryfikowano hipotezę statystyczną H_0 mówiącą o braku zależności pomiędzy cechami na rzecz hipotezy alternatywnej H_1 w odnie-

sieniu do kilku zależności. W tabeli 99 przedstawiono symbole i numery zmiennych jakie wykorzystano w analizie zależności cech, a także opisano charakter poszczególnych grup zmiennych.

Tabela 99. Zmienne objęte badaniami zależności cech przy użyciu testów zgodności chi-kwadrat

Grupy zmiennych	Charakter zmiennych
X – Czynniki zewnętrzne mające wpływ na popyt na kredyty mieszkaniowe w opinii respondentów X₁ - wzrost stóp procentowych X₂ - spadek stóp procentowych X₃ - zmiana rekomendacji ułatwiająca dostęp do kredytu X₄ - zmiana rekomendacji utrudniająca dostęp do kredytu X₅ - wzrost cen nieruchomości X₆ - spadek cen nieruchomości	Zmienne w skali porządkowej punktowej od 1 pkt (małe znaczenie) do 3 (bardzo duże znaczenie)
Z – czynniki, które wpłynęły na decyzję o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego przez respondentów w momencie pobrania kredytu Z₁ - zaostrzenie polityki kredytowej banków Z₂ - poluzowanie polityki kredytowej banków Z₃ - spowolnienie gospodarki na skutek kryzysu Z₄ - wzrost gospodarczy Z₅ - wzrost stóp procentowych Z₆ - spadek stóp procentowych Z₇ - zaostrzanie rekomendacji nadzorczych Z₈ - liberalizacja rekomendacji nadzorczych	Zmienne w skali porządkowej punktowej od 0 pkt – brak wpływu, poprzez 1 pkt (mały wpływ) do 3 (bardzo duży wpływ)
Y - zmienne określające motywację zakupu mieszkania Y₁ – zaspokojenie podstawowej potrzeby mieszkaniowej Y₂ – motywacje inwestycyjne	Zmienna stanowi sumę punktów ze wskazań wagi motywów podstawowych (Y₁)* lub inwestycyjnych (Y₂)** Według skali punktowej od 0 pkt (brak wskazań) do 15 pkt (maks.)
F - zmienne opisujące główną przesłankę zaciągnięcia kredytu mieszkaniowego F₁ – kredyt stanowi jedyną możliwość realizacji celu mieszkaniowego F₂ – kredyt przyspiesza realizację celu mieszkaniowego i daje możliwość rozłożenia ciężaru finansowego na wiele lat	Zmienna stanowi sumę punktów ze wskazań wagi motywów pobrania kredytu według skali punktowej od 0 do 3 pkt (dla F₁) oraz od 0 do 6 pkt (dla F₂), gdzie 0 pkt oznacza brak danego motywu.

* potrzeba własnego mieszkania, samodzielne zamieszkanie, powiększenie rodziny, zmiana miejsca pracy, zmiana jakości życia rodziny;

** inwestycja kapitału, zmiana mieszkania na większe, lepsza lokalizacja, redukcja kosztów utrzymania (np. dziecka na studiach), podniesienie standardu mieszkania;

Analiza pierwsza dotyczyła zależności pomiędzy zmiennymi X_i i Z_i. Chodziło o ustalenie, czy istnieje związek między wagą czynników zewnętrznych determinujących popyt na kredyty mieszkaniowe w ocenie respondentów, takich jak m.in. zmiany stóp procentowych i zmiany rekomendacji nadzoru finansowego (X_i), a czynnikami, które skłoniły respondentów do zaciągnięcia kredytu (Z_i). Teoretycznie czynniki, które w ocenie respondentów mają największe znaczenie dla kształtowania popytu na kredyty mieszkaniowe, powinny też determinować ich decyzję kredytową. Taka zgodność świadczyłaby o spójności ich preferencji w aspekcie oceny determinant rynku kredytów mieszkaniowych z determinantami ich własnej

decyzji kredytowej. W praktyce jednak decydenci mogą kierować się innymi motywami, które są niespójne z ich hierarchią preferencji, wynika to z oddziaływania czynników behawioralnych (poddawania się emocjom, awersji do ryzyka lub odwrotnie poszukiwania okazji nie licząc się z ryzykiem, podążania za zachowaniami stadnymi) oraz czynników społecznych (efekt naśladownictwa, efekt demonstracji itd.).

Jeżeli determinanty decyzji kredytowych respondentów będą spójne z ich preferencjami, a ściślej w tym przypadku z ich oceną wagi czynników monetarnych i nadzorczych dla kształtowania popytu na kredyty mieszkaniowe, to oznaczać będzie potwierdzenie hipotezy, że to właśnie te czynniki mają wpływ na zachowania i decyzje kredytobiorców na rynku kredytów mieszkaniowych. W sytuacji gdy nie będzie zgodności pomiędzy determinantami decyzji kredytowych respondentów a oceną wagi czynników zewnętrznych wpływających na popyt na rynku kredytowym oznaczać to może, że to inne czynniki poza tymi, które podlegają badaniu, są kluczowe w kształtowaniu postaw i decyzji kredytobiorców na rynku kredytów mieszkaniowych.

Wstępnie założono hipotezę niezależności (H_0) dla wszystkich par zmiennych objętych analizą. Odrzucenie tej hipotezy na rzecz hipotezy H_1 , świadczyć będzie, że odpowiednia zmienna X_i jest powiązana z odpowiedziami respondentów na pytanie o determinanty ich decyzji kredytowych (Z_i). Analiza pozwoli na odpowiedź, czy czynniki związane z polityką monetarną, polityką nadzorczą (w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych) oraz fluktuacją cen nieruchomości, wskazywane przez respondentów jako ważne determinanty rynku kredytów mieszkaniowych, miały „przełożenie” na ich własne decyzje kredytowe. W tym przypadku, gdy analiza chi-kwadrat wykaże zależność zmiennych, wówczas można takie cechy traktować jako ważne determinanty nie tylko w aspekcie „werbalnym”, ale także „rzeczywistym”. Można oczekiwać, że będzie występowała spójność pomiędzy postrzeganiem danej zmiennej jako ważnego czynnika determinującego popyt na rynku kredytów mieszkaniowych, a przypisaniem tej zmiennej dużej wagi dla własnej decyzji kredytowej. Taka spójność potwierdzałaby, że dla określonej grupy respondentów, dany czynnik był ważnym determinantem decyzji kredytowej.

Wyniki analiz statystycznych zaprezentowano w tabeli 100 i 101 odrębnie dla próby respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Wyniki badań na próbie kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce wskazują, że istnieje zależność pomiędzy ich oceną wpływu zmiany stóp procentowych na popyt na kredyty mieszkaniowe, a czynnikami determinującymi decyzję respondentów o pobraniu kredytu. Zależność mierzona współczynnikiem V-Cramera wynosi od 0,26 do 0,38 w odniesieniu do poszczególnych

zmiennych Z_i . Zważywszy na złożoność czynników determinujących decyzję kredytową, takie wartości współczynnika V-Cramera nie mogą być zaskoczeniem i można uznać je za relatywnie wysokie.

Tabela 100. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy czynnikami mającymi wpływ na popyt na kredyty mieszkaniowe w opinii respondentów (X_i) a determinantami ich decyzji kredytowej (Z_i) – wyniki dla próby w Polsce

Zmienne		Z_1 - zaostrzenie polityki kredytowej banków	Z_2 - luzowanie polityki kredytowej banków	Z_3 - spowolnienie gospodarki	Z_4 - wzrost gospodarczy	Z_5 - wzrost stóp procentowych	Z_6 - spadek stóp procentowych	Z_7 - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	Z_8 - liberalizacja rekomendacji nadzorczych
X_1 - wzrost stóp procentowych	χ^2 p V	-	-	19,6 0,003 0,305	-	18,27 0,005 0,299	-	19,89 0,002 0,304	14,29 0,026 0,267
X_2 - spadek stóp procentowych	χ^2 p V	-	18,67 0,004 0,385	-	-	-	-	-	12,77 0,046 0,336
X_3 – luzowanie rekomendacji Nadzorczych	χ^2 p V	-	-	-	-	-	-	-	12,11 0,049 0,316
X_4 - zaostrzenie rekomendacji Nadzorczych	χ^2 p V	-	-	-	-	-	-	12,61 0,043 0,313	-
X_5 - wzrost cen nieruchomości	χ^2 p V	-	-	-	-	-	26,7 0,0001 0,355	-	14,49 0,024 0,269
X_6 - spadek cen nieruchomości	χ^2 p V	12,95 0,043 0,247	-	12,71 0,047 0,246	-	-	12,87 0,045 0,245	-	-

* W tabeli zaprezentowano tylko te wskaźniki χ^2 , dla których p-value<0,05.

Wartości p-value – kolor czerwony, wartości wskaźnika V-Cramera – kolor niebieski.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Przypomnijmy, że w Polsce stopa referencyjna NBP w styczniu 2007 roku wynosiła 4,0%, po czym rosła osiągając poziom 6,0% w czerwcu 2008 r. Od listopada 2008 roku zaczęła sukcesywnie spadać do poziomu 3,5% w czerwcu 2009 r. Ponowny wzrost miał miejsce od stycznia 2011 r. do poziomu 4,75% w maju 2012 r. Od listopada 2012 obserwowany był sukcesywny spadek tej stopy do poziomu 1,5% w marcu 2015 roku. Ten poziom utrzymał się do końca badanego okresu, tj. do 2017 roku (a właściwie do marca 2020 r.). W badanym okresie miały zatem miejsce zarówno wzrosty, jak i spadki stopy referencyjnej NBP. Respondenci, którzy uznawali, że wzrost stop procentowych jest istotnym czynnikiem kształtującym popyt na kredyty mieszkaniowe, sami podejmowali decyzję kredytową pod wpływem właśnie tego czynnika. Świadczy o tym istotna statystycznie zależność między X_1 i Z_5 (tab. 100). Ponadto ich decyzja kredytowa była determinowana spowolnieniem gospodarki, które w Polsce miało miejsce w 2009 roku na skutek światowego kryzysu finansowego, a także w latach 2012-2013, co można z kolei wiązać z kryzysem

w strefie euro, ale także z „naturalną” cyklicznością gospodarki. Wreszcie co bardzo interesujące, respondenci, którzy postrzegali wzrost stóp procentowych jako istotny determinant popytu na rynku kredytów mieszkaniowych, w swoich decyzjach kredytowych zwracali uwagę na zamiany w polityce nadzoru finansowego nad tym rynkiem, czyli pod wpływem zaostżenia lub liberalizacji rekomendacji nadzorczych KNF wobec kredytów mieszkaniowych.

Z kolei respondenci, którzy wskazywali na spadek stóp procentowych jako istotny determinant koniunktury na rynku kredytów mieszkaniowych, podejmowali decyzje o pobraniu kredytu zważając na poluzowanie polityki kredytowej banków oraz liberalizację rekomendacji nadzorczych względem kredytów mieszkaniowych (tab. 100). Oczywiście liberalizacja tych rekomendacji zwykle wiązała się z łagodzeniem dostępu do tych kredytów ze strony banków, ale nie można uznać tych dwóch procesów jako równoległych i jednoznacznie zbieżnych. W praktyce banki z opóźnieniem reagują na określone rekomendacje instytucji nadzoru finansowego, ponadto rekomendacje nie mają charakteru prawnie wiążących banki dyrektyw. Banki mogą rekomendacje przyjąć i wdrożyć w swoją politykę kredytową, ale nie jest to oblige i znanych jest wiele przypadków, kiedy rekomendacje nie były zastosowane przez banki lub zastosowano je ze znacznym opóźnieniem.

Wyniki badań wskazują na zbieżność w aspekcie oceny wagi liberalizacji lub luzowania rekomendacji nadzorczych względem kredytów mieszkaniowych a wpływem tego czynnika na decyzję kredytową respondentów. Oznacza to, że respondenci, którzy przypisywali dużą wagę do tego czynnika jako determinanty koniunktury na rynku kredytów hipotecznych byli także wrażliwi na sygnały płynące ze strony nadzoru finansowego w postaci zmiany rekomendacji dla kredytów mieszkaniowych. Ich decyzje kredytowe w istotnym stopniu były stymulowane przez obserwację zmian w polityce nadzorczej. W praktyce takie zmiany lub oczekiwania zmiany rekomendacji – sygnalizowane przez nadzór finansowy – przyspieszały lub opóźniały ich decyzję w aspekcie pobrania kredytu. Zapewne w przypadku części kredytobiorców zmiany rekomendacji miały też wpływ na ich zdolność kredytową lub na możliwość pozyskania kredytu na lepszych warunkach, co decydowało o pobraniu kredytu. Z kolei respondenci, którzy nie postrzegali zmian w regulacjach nadzorczych jako czynnika istotnego w kontekście koniunktury na rynku kredytów mieszkaniowych, nie brali też tego czynnika pod uwagę w momencie pobrania kredytu lub czynnik ten był przez nich postrzegany jako mało istotny dla decyzji kredytowej. Na dodatnią zależność pomiędzy zmiennymi X_3 i Z_8 oraz X_4 i Z_7 wskazują dodatnie znaki współczynnika tau-Kendalla dla tych zależności (0,241 i 0,197). Istotnym predyktorem dla zachowań kredytobiorców na rynku kredytów mieszkaniowych były zmiany cen nieruchomości. Osoby, które postrzegały wzrost cen nieruchomości jako czynnik istotny dla koniunktury na rynku kredytów mieszka-

niowych same podejmowały decyzję kredytową pod wpływem spadku stóp procentowych i liberalizacji rekomendacji nadzorczych. Z kolei osoby, które postrzegały spadek cen nieruchomości jako istotny determinant popytu na kredyty mieszkaniowe, same podejmowały decyzję o pobraniu kredytu pod wpływem zaostrzenia polityki kredytowej banków, spowolnienia gospodarczego i spadku stóp procentowych. W Polsce w zasadzie nie było w badanym okresie znaczących spadków cen nieruchomości mieszkaniowych. Raczej było obserwowane spowolnienie wzrostu tych cen, mające miejsce w niektórych latach i na niektórych lokalnych rynkach, głównie poza dużymi metropoliami. Wyniki badań można interpretować w ten sposób, że osoby które obserwowały spadek lub spowolnienie wzrostu cen nieruchomości były skłonne pobrać kredyt nawet w sytuacji zaostrzenia polityki kredytowej banków, co miało miejsce, gdyż spadek cen nieruchomości (lub spowolnienie ich wzrostu) było skorelowane ze spadkiem stóp procentowych banku centralnego i spowolnieniem gospodarczym. Zależności pomiędzy badanymi cechami, tj. determinantami popytu na rynku kredytów mieszkaniowych a determinantami decyzji kredytowej respondentów w Wielkiej Brytanii, były nieco odmienne od tych obserwowanych w Polsce.

Przypomnijmy, że stopy procentowe Banku Anglii rosły od połowy 2003 roku (stopa bazowa 3,5%) do września 2007 roku (5,75%). Później obserwowany był spadek stóp, najpierw niewielki do czerwca 2008 r. (5,0%), a później bardzo głęboki do 0,5% w marcu 2009 roku. W kolejnych latach stopa bazowa Banku Anglii utrzymywała się niemal na tym samym poziomie 0,5%, poza krótkim, kilkumiesięcznym spadkiem w połowie 2016 roku do 0,25%. W Wielkiej Brytanii niemal w całym badanym okresie obserwowany był zatem spadek stopy bazowej (pożyczkowej) Banku Anglii lub jej utrzymywanie na niskim poziomie przez długi czas. W tym kontekście dziwić może występowanie zależności pomiędzy wzrostem stóp procentowych, a kilkoma determinantami decyzji kredytowej respondentów, zaś brak takiej zależności dla spadku stóp procentowych. W praktyce może to wynikać z faktu pewnego „przyzwyczajenia się” respondentów do niskich stóp procentowych Banku Anglii, co nie oznacza, że respondenci nie traktowali go jako ważnej determinanty koniunktury na rynku kredytów mieszkaniowych.

Analizy statystyczne za pomocą testu niezależności chi-kwadrat wskazują, że istnieje zależność pomiędzy wskazywaniem dużego znaczenia wzrostu stóp procentowych jako determinanty popytu na kredyty mieszkaniowe a podejmowaniem decyzji o pobraniu kredytu przez respondentów pod wpływem zmian stóp procentowych (ich wzrostu lub spadku) oraz pod wpływem poprawy koniunktury makroekonomicznej (tab. 101).

Tabela 101. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy czynnikami mającymi wpływ na popyt na kredyty mieszkaniowe w opinii respondentów (Xi) a determinantami ich decyzji kredytowej (Zi) – wyniki dla próby w Wielkiej Brytanii

Zmienne		Z ₁ - zaostrzenie polityki kredytowej banków	Z ₂ - luzowanie polityki kredytowej banków	Z ₃ - spowolnienie gospodarki	Z ₄ - wzrost gospodarczy	Z ₅ - wzrost stop procentowych	Z ₆ - spadek stop procentowych	Z ₇ - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	Z ₈ - liberalizacja rekomendacji nadzorczych
X ₁ - wzrost stóp procentowych	χ^2 p V	-	-	-	31,89 0,00001 0,386	22,43 0,001 0,323	22,2 0,0011 0,322	-	-
X ₂ - spadek stóp procentowych	χ^2	-	-	-	-	-	-	-	-
X ₃ - luzowanie rekomendacji nadzorczych	χ^2 p V	-	13,23 0,039 0,248	-	-	-	-	-	-
X ₄ - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	χ^2 p V	20,02 0,0027 0,305	15,97 0,0138 0,273	-	28,89 0,00006 0,367	20,25 0,0024 0,307	15,57 0,016 0,269	-	-
X ₅ - wzrost cen nieruchomości	χ^2 p V	-	16,13 0,013 0,274	-	-	-	15,89 0,0143 0,272	-	-
X ₆ - spadek cen nieruchomości	χ^2 p V	-	-	-	13,23 0,0394 0,248	13,57 0,034 0,252	17,75 0,0068 0,288	-	-

* W tabeli zaprezentowanie tylko te wskaźniki χ^2 (czcionka czarna), dla których p-value<0,05.

Wartości p-value – kolor czerwony, wartości wskaźnika V-Cramera – kolor niebieski.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Wykazano spójność pomiędzy postrzeganiem luzowania rekomendacji nadzorczych jako determinant popytu na kredyty mieszkaniowe a pobraniem kredytu w efekcie łagodzenia polityki kredytowej banków. Respondenci, którzy wskazywali na zaostrzenie rekomendacji nadzorczych jako determinanty popytu na kredyty mieszkaniowe podejmowali decyzję o pobraniu kredytu pod wpływem zmian w polityce kredytowej banków, zmian stóp procentowych oraz pod wpływem poprawy koniunktury makroekonomicznej (tab. 101). Wzrost cen nieruchomości jako determinanta popytu kredytowego była wskazywana przez tych respondentów, którzy podejmowali decyzję kredytową pod wpływem łagodzenia polityki kredytowej banków oraz spadku stóp procentowych. Z kolei respondenci którzy przypisywali większą wagę do spadku cen nieruchomości jako determinanty rynku kredytów mieszkaniowych podejmowali decyzję kredytową pod wpływem poprawy koniunktury gospodarczej oraz zmian stóp procentowych (tab. 101).

Dosyć znamienne jest to, że nie wykazano zależności pomiędzy czynnikami determinującymi popyt na kredyty, a zmiennymi opisującymi zmiany w polityce nadzorczej jako determinanty decyzji kredytowej respondentów. Wyniki te mogą świadczyć o tym, iż w ocenie kredytobiorców mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii zmiany w polityce nadzorczej wobec

kredytów hipotecznych są istotnym determinantem popytu na tym rynku, ale nie na tyle silnym, aby determinować ich decyzję kredytową.

Wyniki zaprezentowane w tabeli 100 i 101 wskazują, że w przypadku kredytobiorców w Polsce bardzo duże znacznie dla decyzji kredytowej (jej podjęcia, przyspieszenia) miały zmiany w sferze rekomendacji dla kredytów mieszkaniowych ze strony KNF. Ważne znaczenie dla kredytobiorców miały także zmiany stóp procentowych, w szczególności spadek stóp procentowych, który był łączony ze zmianami cen nieruchomości. Występuje spójność w zakresie postrzegania określonej zmiany w rekomendacjach nadzorczych a wpływem tego czynnika na decyzję kredytową, podobna spójność dotyczy także wzrostu stóp procentowych.

Z kolei w przypadku respondentów w Wielkiej Brytanii taka spójność występuje tylko w przypadku wzrostu stóp procentowych. Zmiany rekomendacji w polityce nadzorczej nie były czynnikiem determinującym decyzję kredytową w takim stopniu jak zmiany polityki kredytowej banków, zmiany stóp procentowych, czy zmiany koniunktury makroekonomicznej. Nie oznacza to, że rekomendacje nadzorcze nie były traktowane przez kredytobiorców jako istotne dla koniunktury na rynku kredytów mieszkaniowych, jednak nie przekładały się bezpośrednio na decyzję kredytową danego kredytobiorcy.

Mniejsza „wrażliwość” kredytobiorców mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii w porównaniu do Polski na rekomendacje nadzorcze w obszarze kredytów mieszkaniowych może wynikać z dłuższej historii nadzoru nad rynkiem kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii niż w Polsce i generalnie większej „dojrzałości” tego rynku. To powoduje, że określone zalecenia nadzoru finansowego w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych są „zwyczajnym” i mniej „widocznym” elementem stabilizacji tego rynku, niż ma to miejsce w Polsce. Nowoczesny nadzór nad rynkiem finansowym i polityka kredytowa banków w warunkach gospodarki rynkowej w Polsce mają znacznie krótszą historię niż w Wielkiej Brytanii, bo sięgającą początku lat 90. Natomiast rynek kredytów mieszkaniowych powstał dopiero na początku pierwszej dekady lat 2000, kiedy inflacja w Polsce spadła do poziomu jednocyfrowego. Ta relatywna „niedojrzałość” rynku kredytów mieszkaniowych powodowała konieczność stosowania częstszych i bardziej „radykałnych” instrumentów stabilizujących ten rynek ze strony nadzoru finansowego, niż miało to miejsce w Wielkiej Brytanii⁹³⁷. Stąd być może wpływ rekomendacji nadzorczych na decyzje kredytobiorców odnośnie do pobrania kredytu mieszkaniowego jest bezpośredni w Polsce, zaś w Wielkiej Brytanii jest jedynie pośredni poprzez politykę kredytową banków.

⁹³⁷ Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych na kształtowanie się rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce*, Nauki o Finansach, nr 1(14), 2013, s. 204-225.

Kolejna analiza przy użyciu testu niezależności chi-kwadrat miała na celu weryfikację H6, głoszącej, że *stopy procentowe i instrumenty nadzoru finansowego dotyczące kredytów hipotecznych wpływają silniej na decyzję o pobraniu kredytu mieszkaniowego w przypadku kredytobiorców kierujących się celem inwestycyjnym przy zakupie mieszkania, niż w przypadku kredytobiorców realizujących za pośrednictwem kredytu własną podstawową potrzebę mieszkaniową*.

Weryfikacja tej hipotezy będzie polegała na określeniu związku (zależności) pomiędzy motywem zakupu mieszkania (Y_i) a determinantą decyzji o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego (Z_i). Założono, że kredytobiorcy, którzy przy nabyciu mieszkania kierowali się motywem zaspokojenia podstawowych potrzeb mieszkaniowych będą mniej „wrażliwi” na zmiany stopy procentowej i rekomendacje nadzoru finansowego, niż respondenci, którzy kierowali się motywem inwestycyjnym.

Jak wykazano w tabeli 102 w badaniu tym jako zmienne określające motyw zakupu mieszkania wyróżniono dwie zmienne oznaczone symbolem Y_i . Wartości tych zmiennych są ujęte w punktach stanowiących sumę punktów przyznanych przez respondentów określonym motywom nabycia mieszkania. Waga tych motywów została oceniona w skali porządkowej punktowej, gdzie 0 pkt oznaczało brak znaczenia danego motywu (jego niewystąpienie), 1 pkt oznacza małe znaczenie, 2 pkt – średnie znaczenie i 3 pkt – duże (dominujące) znaczenie. Respondenci oceniali 10 motywów, które podzielono na dwie grupy, z których jedna obejmuje motywy charakteryzujące podstawową potrzebę mieszkaniową, zaś druga motywy, które bezpośrednio lub pośrednio wskazują na cel inwestycyjny zakupu mieszkania. W efekcie ustalono dwie zmienne Y_i , dla których zakres zmienności uzyskanych wartości wynosił od 0 do 15 pkt. Przy czym zmienna:

Y_1 – opisuje ogólny motyw zaspokojenia podstawowej potrzeby mieszkaniowej będący sumą wskazań respondentów na takie szczegółowe motywy jak: posiadanie własnego mieszkania, samodzielne zamieszkanie, powiększenie rodziny, zmiana miejsca pracy, zmiana jakości życia rodziny;

Y_2 – opisuje ogólny motyw inwestycyjny będący sumą wskazań na takie motywy szczegółowe jak: inwestycja kapitału, zmiana mieszkania na większe, lepsza lokalizacja, zmniejszenie kosztów utrzymania (np. dziecka na studiach), podniesienie standardu mieszkania.

Oczywiście nie wszystkie motywy składające się na ogólny motyw inwestycyjny są wprost związane z chęcią zakupu mieszkania czy też domu, jako lokaty kapitału, ale pośrednio można je traktować jako taką lokatę, gdyż motywy te nie wynikają wprost z potrzeby po-

zyskania mieszkania dla zaspokojenia podstawowej potrzeby bytowej respondenta i jego rodziny. Przykładowo mieszkanie zakupione po to, aby dziecku na studiach zapewnić lokum w dużym mieście, po zakończeniu studiów może zostać sprzedane na rynku wtórnym lub służyć właścicielowi do wynajmu i czerpania z tego tytułu korzyści finansowych.

W badaniu przy użyciu testu chi-kwadrat weryfikowano zależność pomiędzy zmiennymi Y_i a zmiennymi Z_i opisującymi determinanty decyzji respondentów w odniesieniu do zaciągnięcia kredytu mieszkaniowego.

Tabela 102. Wartość χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy motywami zakupu mieszkania (Y_i), a determinantami decyzji kredytowej respondentów (Z_i) – próba w Polsce

Zmienne	Z_1 - zaostrzenie polityki kredytowej banków	Z_2 - poluzowanie polityki kredytowej banków	Z_3 - spowolnienie gospodarki	Z_4 - wzrost gospodarczy	Z_5 - wzrost stop procentowych	Z_6 - spadek stop procentowych	Z_7 - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	Z_8 - liberalizacja rekomendacji nadzorczych
Y_1 - podstawowa potrzeba mieszkaniowa	-	-	40,83 0,042 0,367	-	40,16 0,049 0,362	-	-	-
Y_2 - motyw inwestycyjny	52,37 0,017 0,405	-	54,26 0,0042 0,415	46,35 0,049 0,371	49,75 0,013 0,403	47,52 0,487 0,385	41,13 0,04 0,357	-

* W tabeli zaprezentowanie tylko te wskaźniki χ^2 (czcionka czarna), dla których p-value < 0,05.

Wartości p-value – kolor czerwony, wartości wskaźnika V-Cramera – kolor niebieski.

Źródło: obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Wyniki badań dla próby w Polsce (tab. 102) wskazują, że istnieje zależność pomiędzy motywem zakupu mieszkania, jakim jest podstawowa potrzeba mieszkaniowa, a takimi determinantami decyzji kredytowej jak spowolnienie gospodarcze i wzrost stóp procentowych. Można przyjąć, że to te czynniki miały istotny wpływ na podjęcie decyzji o zakupie mieszkania. Obliczone dla tych relacji współczynniki tau-Kendalla przyjęły wartości dodatnie, tj. 0,21 (przy $p < 0,05$) dla zależności Y_1 ze zmienną Z_3 , oraz 0,15 dla zależności ze zmienną Z_5 . Oznacza występowanie dodatniej zależności pomiędzy tymi cechami. Wyższa wartość zmiennej Y_1 oznacza silniejsze znaczenie potrzeby mieszkaniowej jaką zaspokajał kredyt. Można zatem przypuszczać, że pojawienie się spowolnienia gospodarczego oraz wzrost stóp procentowych stymulowały kredytobiorców do pobrania kredytu wtedy, gdy kredyt mieszkaniowy zabezpieczał ich podstawowe potrzeby bytowe. Te czynniki tym silniej stymulowały do podjęcia decyzji kredytowej, im silniej było „wyceńnione” znaczenie potrzeby jaką realizowano za pośrednictwem kredytu. W przypadku pozostałych determinant decyzji kredytowej nie było podstawy do odrzucenia hipotezy H_0 wskazującej na brak zależności pomiędzy tymi cechami a zmienną Y_1 . W przypadku zmiennej Y_2 wykazano zależność ze znacznie większą liczbą zmiennych Z_i . Wyniki te można interpretować w ten spo-

sób, że w przypadku gdy respondent kierował się przy zakupie mieszkania motywem inwestycyjnym (wprost lub pośrednio), to wówczas brał po uwagę znacznie więcej zmiennych wpływających na rynek kredytów mieszkaniowych. Wykazano zależność motywu inwestycyjnego ze zmiennymi opisującymi zmiany koniunktury gospodarczej (Z_3 i Z_4), zmiennymi opisującymi zmiany stóp procentowych (Z_5 i Z_6), a także zaostrzeniem polityki kredytowej banków (Z_1) i zaostrzeniem rekomendacji nadzorczych (Z_7). Relatywnie najsilniejszą zależność wykazano pomiędzy motywem inwestycyjnym zakupu mieszkania, a zaostrzeniem polityki kredytowej banków i spowolnieniem gospodarczym.

Co interesujące, dla wszystkich ujawnionych, istotnych statystycznie relacji pomiędzy zmienną Y_2 , a zmiennymi Z_i , ustalono dodatnią korelację wynikającą ze znaku przy wartości współczynników tau-Kendalla przy czym, wartości tego współczynnika były istotne statystycznie (przy $p < 0,05$) dla zmiennych Z_1 , Z_3 , Z_4 i Z_6 , osiągając wartości w przedziale od 0,202 do 0,262. O ile nie może zaskakiwać, że spadek stóp procentowych (Z_6), czy też wzrost gospodarczy (Z_4) stymulowały kredytobiorców do podjęcia decyzji kredytowej, o tyle dodatnia zależność pozostałych zmiennych, które wykazały istotność statystyczną ze zmienną Y_2 może na pierwszy rzut oka zaskakiwać. W istocie jednak zmienna Y_2 przyjmowała wyższe wartości wówczas, gdy potrzeba (a nawet wiązka potrzeb), którą realizował kredyt była silniej wartościowana przez respondenta. W takiej sytuacji przy silnej presji na dokonanie zakupu mieszkania, pogorszenie warunków na rynku kredytowym spowodowane wzrostem stóp procentowych lub zaostrzeniem rekomendacji nadzorczych wobec kredytów mieszkaniowych nie zniechęcały zainteresowanych do rezygnacji z kredytu, a wprost przeciwnie przyspieszały decyzję kredytową w obawie przed dalszym pogorszeniem warunków na rynku kredytów mieszkaniowych.

W tabeli 104 przedstawiono wyniki analogicznych badań dla próby kredytobiorców w Wielkiej Brytanii. W tej próbie wykazano zależność pomiędzy zmienną Y_1 , a tylko jedną zmienną będącą determinantą decyzji kredytowej. Tą zmienną było zaostrzenie polityki kredytowej banków. Oznaczać to może, że w przypadku gdy zakup mieszkania był motywowany podstawowymi potrzebami bytowymi kredytobiorców, wówczas dla ich decyzji kredytowej istotne znaczenie miało przede wszystkim zaostrzenie polityki kredytowej banków, mniejsze znaczenie miały zmienne opisujące koniunkturę gospodarczą oraz stopy procentowe Banku Anglii, a także rekomendacje nadzoru finansowego adresowane do rynku kredytów mieszkaniowych.

Tabela 103. Wartość χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy motywami zakupu mieszkania (Y_i), a determinantami decyzji kredytowej respondentów (Z_i) –Wielka Brytania

Zmienne	Z ₁ - zaostrzenie polityki kredytowej banków	Z ₂ - poluzowanie polityki kredytowej banków	Z ₃ - spowolnienie gospodarki	Z ₄ - wzrost gospodarczy	Z ₅ - wzrost stop procentowych	Z ₆ - spadek stop procentowych	Z ₇ - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	Z ₈ - liberalizacja rekomendacji nadzorczych
Y ₁ - podstawowa potrzeba mieszkaniowa	56,46 0,038 0,295	-	-	-	-	-	-	-
Y ₂ – motyw inwestycyjny	34,42 0,032 0,327	-	-	-	28,24 0,048 0,289	27,08 0,016 0,290	-	-

* W tabeli zaprezentowanie tylko te wskaźniki χ^2 (czcionka czarna), dla których p-value<0,05.

Wartości p-value – kolor czerwony, wartości wskaźnika V-Cramera – kolor niebieski.

Źródło: obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

W przypadku zmiennej Y_2 czyli motywów inwestycyjnych zakupu mieszkania ujawniono istotną statystycznie zależność z trzema spośród ośmiu zmiennych Z_i . Wyniki te wskazują, że w przypadku motywu inwestycyjnego na decyzję kredytową wpływało przede wszystkim zaostrzenie polityki kredytowej banków. Podobnie jak w przypadku motywów podstawowych, relacja między zmienną Y_2 a Z_1 była dodatnia, ale mocniejsza o czym świadczą wartości wskaźnika V-Cramera oraz dodatni znak i wartości wskaźnika tau-Kendalla (odpowiednio 0,19 dla relacji ze zmienną Y_1 i 0,23 dla relacji ze zmienną Y_2 , przy $p<0,05$). Czyli zaostrzenie polityki kredytowej banków jednakowo dodatnio stymulowało kredytobiorców do zaciągnięcia (przyspieszenia decyzji o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego, ale silniejszy wpływ miał ten czynnik na kierujących się motywem inwestycyjnym. Wykazano także zależność pomiędzy motywem inwestycyjnym zakupu mieszkania a zmianami stóp procentowych (Z_5 i Z_6), przy czym statystyka tau-Kendalla wskazuje na ujemną zależność pomiędzy zmienną Y_2 , a wzrostem stóp procentowych (-0,14), a dodatnią, pomiędzy zmienną Y_2 , a spadkiem stóp procentowych (0,19). Wyniki te wskazują, że nabywcy mieszkań dla celów inwestycyjnych kierowali się w swych decyzjach kredytowych obserwacją rynku kredytów mieszkaniowych i na ich decyzję istotny wpływ miała polityka kredytowa banków oraz poziom i zmiany stóp procentowych Banku Anglii.

Przedstawione wyniki badań różnią się nieco, jeżeli chodzi o wykazane zależności pomiędzy motywami zakupu mieszkania, a determinantami pobrania kredytu mieszkaniowego w próbie kredytobiorców w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii. Cechą wspólną dla tych dwóch zbiorowości jest to, że ujawniono znacznie więcej zależności pomiędzy motywem inwestycyjnym zakupu mieszkania, a determinantami decyzji kredytowej lokowanymi na rynku kredytów mieszkaniowych, niż w przypadku motywu zakupu mieszkania dla zaspokojenia podstawowej potrzeby mieszkaniowej. Kredytobiorcy w Polsce jak i w Wielkiej Brytanii, którzy kierują się motywem inwestycyjnym są znacznie bardziej „wrażliwi” na sygnały płynące z rynku kredytów mieszka-

niowych i zmiany określonych warunków na tym rynku, niż kredytobiorcy, którzy zakupili mieszkanie dla zaspokojenia podstawowych potrzeb bytowych rodziny.

Przedstawione wyniki dają podstawę do pełnego przyjęcia hipotezy H6 dla rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce i jej częściowego przyjęcia w przypadku Wielkiej Brytanii, gdzie potwierdzono silniejszy wpływ zmian stóp procentowych na decyzje kredytobiorców kierujących się motywem inwestycyjnym przy zakupie mieszkania w porównaniu do kredytobiorców kierujących się podstawową potrzebą mieszkaniową. Nie wykazano takiej zależności (istotnej statystycznie) w przypadku zmian rekomendacji nadzorczych względem kredytów mieszkaniowych.

Ostatnie badanie dotyczyło ustalenia zależności pomiędzy determinantami decyzji kredytowej (zmienne Z_i) a zmiennymi określającymi znaczenie zaciągniętego kredytu dla zakupu mieszkania (F_i). Wyróżniono dwie zmienne F_i , a mianowicie:

F_1 – kredyt hipoteczny stanowi jedyną możliwość zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej (zmienna w skali punktowej od 0 – brak znaczenia; 1 pkt- małe znaczenie, 2 pkt – duże znaczenie, 3 pkt – bardzo duże znaczenie);

F_2 – pozyskanie kredytu ma duże znaczenie dla przyspieszenia decyzji o zakupie mieszkania i/lub rozłożenia wydatku mieszkaniowego na lata (zmienne w skali punktowej od 0 – brak znaczenia obu przesłanek do 6 pkt – bardzo duże znaczenie obydwu przesłanek).

Zmienne F_i zostały ustalone na podstawie wypowiedzi respondentów na pytanie, czy zaciągnięcie kredytu było konieczne dla realizacji celu mieszkaniowego.

Wyniki badań dla próby kredytobiorców w Polsce przedstawiono w tabeli 105 Wskazują one, że dla respondentów, dla których kredyt bankowy był niezbędnym warunkiem realizacji ich celu mieszkaniowego kluczowe znaczenie miały dwie zmienne determinujące decyzję kredytową, tj. wzrost gospodarczy (Z_4) oraz zaostrzenie rekomendacji nadzorczych (Z_7). Wartości współczynnika tau-Kendalla wskazują, że w odniesieniu do wzrostu gospodarczego występuje dodatni związek ze zmienną F_1 , natomiast w przypadku zmiennej dotyczącej zaostrzenia rekomendacji nadzorczych (Z_7) występuje związek ujemny ze zmienną F_1 (tab. 104). Oznacza to, że poprawa koniunktury makroekonomicznej oddziałuje pozytywnie na popyt na kredyty mieszkaniowe, podczas gdy zaostrzenie rekomendacji nadzorczych w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych ogranicza popyt na tego typu kredyty.

Tabela 104. Wartości testu χ^2 , p-value oraz współczynników: V-Cramera1 i tau-Kendalla dla zależności pomiędzy znaczeniem kredytu dla realizacji celu mieszkaniowego (Fi) a determinantami decyzji kredytowej respondentów (Zi) – próba w Polsce

Zmienne	Z ₁ - zaostrzenie polityki kredytowej banków	Z ₂ - poluzowanie polityki kredytowej banków	Z ₃ - spowolnienie gospodarki	Z ₄ - wzrost gospodarczy	Z ₅ - wzrost stop procentowych	Z ₆ - spadek stop procentowych	Z ₇ - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	Z ₈ - liberalizacja rekomendacji nadzorczych
F ₁ - kredyt jako jedyna możliwość realizacji celu mieszkaniowego	-	-	-	15,24 0,018 0,206 0,197*	-	-	12,89 0,046 0,235 -0,241*	-
F ₂ – kredyt jako środek szybszej i łatwiejszej realizacji celu mieszkaniowego	-	27,067 0,047 0,29 0,182*		37,34 0,004 0,333 0,146*	28,6 0,043 0,305 -0,207*	-	-	27,674 0,042 0,296 0,246*

¹ Wartości p-value – kolor czerwony, wartości wskaźnika V-Cramera – kolor niebieski.

* wartości współczynnika tau-Kendalla, przy p<0,05.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Z kolei w odniesieniu do zmiennej F₂, wskazującej na ważne znaczenie kredytu dla przyspieszenia decyzji o realizacji celu mieszkaniowego i rozłożenia tego wydatku na długi okres wykazano zależność z kilkoma determinantami decyzji kredytowej (tab. 104). Wyniki badań wskazują, że poluzowanie polityki kredytowej banków, wzrost gospodarczy i liberalizacja rekomendacji nadzorczych względem kredytów mieszkaniowych są istotnie statystycznie i dodatnio powiązane z wymienionymi wyżej przesłankami zaciągnięcia kredytu przez kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce. Z kolei wzrost stóp procentowych, jak wskazuje znak współczynnika tau-Kendalla, jest ujemnie powiązany z tymi przesłankami.

Wyniki badań zależności pomiędzy zmiennymi F_i i Z_i dla próby w Wielkiej Brytanii wskazują, że dla kredytobiorców, dla których kredyt hipoteczny stanowił jedyną możliwość realizacji celu mieszkaniowego, istotny wpływ na decyzję kredytową miały takie czynniki jak: zaostrzenie polityki kredytowej banków, spowolnienie gospodarki i zaostrzenie rekomendacji nadzorczych wobec kredytów mieszkaniowych. Wszystkie te czynniki były powiązane ujemnie ze zmienną F₁, na co wskazuje znak ujemny przy wartości współczynnika tau-Kendalla. Natomiast dodatni wpływ na decyzję o zaciągnięciu kredytu miał wzrost gospodarczy (tab. 105).

Z kolei dla kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy, aby przyspieszyć zakup domu czy mieszkania oraz rozłożyć taki wydatek na długi okres, pozytywny wpływ na ich decyzję kredytową miały takie czynniki jak: poluzowanie polityki kredytowej banków, wzrost gospodarczy i spadek stóp procentowych, natomiast negatywny wpływ wykazano dla wzrostu stóp procentowych.

Tabela 105. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera1 i tau-Kendalla dla zależności pomiędzy znaczeniem kredytu dla realizacji celu mieszkaniowego (Fi) a determinantami decyzji kredytowej respondentów (Zi) – próba w Wielkiej Brytanii

Zmienne	Z1 - zaostrzenie polityki kredytowej banków	Z2 - poluzowanie polityki kredytowej banków	Z3 - spowolnienie gospodarki	Z4 - wzrost gospodarczy	Z5 - wzrost stop procentowych	Z6 - spadek stop procentowych	Z7 - zaostrzenie rekomendacji nadzorczych	Z8 - liberalizacja rekomendacji nadzorczych
F1- kredyt jako jedyna możliwość realizacji celu mieszkaniowego	15,69 0,015 0,270 -0,301*	-	13,42 0,036 0,250 -0,246*	16,57 0,011 0,278 0,197*	-	-	17,87 0,006 0,289 -0,251*	-
F2 – kredyt jako środek szybszej i łatwiejszej realizacji celu mieszkaniowego	-	28,03 0,021 0,295 0,182*	-	40,2 0,0004 0,354 0,245*	37,88 0,009 0,343 -0,207*	37,71 0,0009 0,342 0,350*	-	-

¹ Wartości p-value – kolor czerwony, wartości wskaźnika V-Cramera – kolor niebieski.

* wartości współczynnika tau-Kendalla, przy $p < 0,05$.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie badań ankietowych.

Wyniki badań zależności między determinantami decyzji kredytowej a przesłankami pobrania kredytu mieszkaniowego potwierdzają wcześniej wykazaną prawidłowość, że dla kredytobiorców w Polsce duże znaczenie dla zaciągnięcia kredytu mieszkaniowego miały zarówno zmiany stóp procentowych, jak i zmiany rekomendacji nadzorczych dla kredytów mieszkaniowych adresowane przez KNF do banków. Natomiast w przypadku kredytobiorców w Wielkiej Brytanii zasadnicze znaczenie dla kredytobiorców – niezależnie od motywu zaciągnięcia kredytu – miały zmiany stóp procentowych. W przypadku, gdy kredyt stanowił jedyną możliwością zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej, kredytobiorcy w decyzji o pobraniu kredytu uwzględniali także zmiany rekomendacji nadzorczych w obszarze kredytów mieszkaniowych idące w kierunku ich zaostrzenia.

Analiza zależności pomiędzy determinantami decyzji kredytowej w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, a przesłankami pobrania kredytu mieszkaniowego przez respondentów w Polsce i Wielkiej Brytanii pozwoliła na przyjęcie hipotezy H4, wskazującej na istotne znaczenie rekomendacji nadzorczych dla kształtowania popytu na kredyty mieszkaniowe poprzez ich wpływ na decyzje kredytowe osób zainteresowanych nabyciem mieszkania (lub budową domu). Wpływ rekomendacji na zachowania kredytobiorców na rynku kredytów mieszkaniowych wynika z antycypacji zmian w dostępności kredytów w efekcie określonych zaleceń nadzorczych i jest silniejszy wówczas, gdy kredyt stanowi jedyną możliwość realizacji celu mieszkaniowego.

WNIOSKI

Wyniki badań zależności między determinantami decyzji kredytowej a przesłankami pobrania kredytu mieszkaniowego potwierdzają wcześniej wykazaną prawidłowość, że dla kredytobiorców w Polsce duże znaczenie dla zaciągnięcia kredytu mieszkaniowego miały zarówno zmiany stóp procentowych, jak i zmiany rekomendacji nadzorczych dla kredytów mieszkaniowych adresowane przez KNF do banków. Natomiast w przypadku kredytobiorców w Wielkiej Brytanii zasadnicze znaczenie dla kredytobiorców – niezależnie od motywu zaciągnięcia kredytu – miały zmiany stóp procentowych. W przypadku, gdy kredyt stanowił jedyną możliwością zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej, kredytobiorcy w decyzji o pobraniu kredytu uwzględniali także zmiany rekomendacji nadzorczych w obszarze kredytów mieszkaniowych idące w kierunku ich zaostrzenia.

1. Na podstawie badań potwierdzono hipotezę H1. Poprzez niskie stopy można ożywić wzrost gospodarczy. Niskie stopy procentowe powodują wzrost dostępności cenowej kredytu hipotecznego a to skutkuje wzrostem popytu na mieszkania oraz wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych. Obniżenie stóp procentowych wpływa na podaż mieszkań, gdyż stymuluje produkcję budowlaną w odpowiedzi na wzrost efektywnego popytu na rynku mieszkaniowym oraz spadek ceny kredytu. W przypadku stabilności cen, między innymi na rynku nieruchomości mieszkaniowych, spadek płacy realnej może nastąpić wyłącznie dzięki obniżeniu wysokości płacy nominalnej, co jest w praktyce bardzo trudne do przeprowadzenia (m.in. ze względów instytucjonalnych, psychologicznych itp.). W gospodarce spadek popytu na pracę musi odbić się negatywnie na wielkości zatrudnienia, prowadząc do spadku produkcji⁹³⁸.
2. Potwierdzono hipotezę H2. Każdy właściwie działający nadzór bankowy poprzez odpowiednie regulacje może zachęcać gospodarstwa domowe do zaciągania kredytów hipotecznych. Tym samym może prowadzić do wzrostu cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych, czyli wartości zabezpieczeń kredytów hipotecznych, co w ostateczności może zmuszać banki do liberalizacji polityki kredytowej banków w obszarze kredytów mieszkaniowych.
3. Wyniki badań pozwalają na przyjęcie hipotezy H3, wskazującej, że *istnieje zależność pomiędzy przypisaniem przez kredytobiorców dużego znaczenia zmianom stóp*

⁹³⁸ Kokoszczyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 123.

procentowych oraz zmianom rekomendacji nadzorczych dotyczących kredytów mieszkaniowych jako determinant popyt na te kredyty, a wagą tych czynników jako predyktorów decyzji o pobraniu kredytu mieszkaniowego. Hipoteza ta została w pełni potwierdzona dla próby kredytobiorców w Polsce, natomiast jej weryfikacja na próbie kredytobiorców w Wielkiej Brytanii pozwala również na jej przyjęcie, z tym jednak zastrzeżeniem, że wpływ rekomendacji nadzorczych na decyzje kredytowe jest pośredni poprzez odzwierciedlenie tych rekomendacji w zmianach polityki kredytowej banków w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych.

4. Wykazano, że wpływ rekomendacji nadzorczych na decyzje kredytobiorców odnośnie do pobrania kredytu mieszkaniowego w Polsce ma charakter bezpośredni, tzn. że potencjalni kredytobiorcy mieszkaniowi reagują na zmiany rekomendacji, antycypując ich wpływ na dostępność do kredytu mieszkaniowego. W Wielkiej Brytanii wpływ rekomendacji nadzorczych na decyzje kredytobiorców ma charakter pośredni, gdyż jest realizowany poprzez zmiany w polityce kredytowej banków, które z kolei przekładają się na określone decyzje kredytobiorców.
5. Potwierdzono hipotezę H4, wskazującą, że rekomendacje nadzorcze determinują popyt na kredyty mieszkaniowe poprzez ich istotny wpływ decyzje kredytowe osób zainteresowanych nabyciem mieszkania (lub budową domu). W badaniach wykazano, że w Polsce zarówno kredytobiorcy, dla których kredyt jest niezbędny dla realizacji podstawowego celu mieszkaniowego, jak i ci, dla których jest narzędziem do przyspieszenia realizacji tego celu i rozłożenia jego ciężaru finansowego uwzględniają zmiany rekomendacji nadzorczych w obszarze kredytów mieszkaniowych przy podjęciu decyzji kredytowej. Uwzględniają je zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio poprzez obserwację polityki kredytowej banków. W Wielkiej Brytanii bezpośredni wpływ rekomendacji nadzorczych dotyczy głównie kredytobiorców, dla których kredyt stanowi jedyną możliwość na realizację celu mieszkaniowego. Pośrednio, poprzez wpływ na politykę kredytową banków rekomendacje nadzorcze są także czynnikiem determinującym decyzje kredytowe tych kredytobiorców, dla których kredyt jest narzędziem przyspieszenia realizacji celu mieszkaniowego i rozłożenia jego ciężaru na długi okres. Można zatem przyjąć, iż potwierdzono istotny wpływ rekomendacji nadzorczych na popyt kredytowy w obszarze kredytów hipotecznych, a poprzez to także na koniunkturę na rynku mieszkaniowym.
6. Przeprowadzone badania ankietowe na próbach kredytobiorców mieszkaniowych w Polsce i Wielkiej Brytanii były elementem weryfikacji faktycznej „sprawczości” określonych

czynników ulokowanych w obszarze polityki nadzorczej i monetarnej na ich decyzje kredytowe. W przypadku Polski potwierdzono wysoką „sprawczość” zmian w polityce nadzorczej oraz polityce monetarnej na decyzje kredytobiorców, chociaż decyzje te, były też powodowane przez inne czynniki. Jednak czynniki te były łączone przez kredytobiorców ze zmianami w polityce nadzorczej lub monetarnej, np. zmianami polityki kredytowej banków. W przypadku Wielkiej Brytanii zmiany w polityce nadzorczej w obszarze kredytów mieszkaniowych nie były bezpośrednimi determinantami decyzji kredytowych, natomiast oddziaływały na nie pośrednio poprzez zmiany polityki kredytowej banków. Natomiast potwierdzono bezpośredni wpływ zmian w polityce monetarnej na decyzje kredytobiorców, zarówno w Polsce jak i w Wielkiej Brytanii.

7. Wyniki badań pozwalają na pełne przyjęcie hipotezy H6 dla rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce i jej częściowe przyjęcie w Wielkiej Brytanii. W przypadku Polski wykazano, że stopy procentowe, jak i instrumenty nadzoru finansowego dotyczące kredytów mieszkaniowych silniej wpływają na decyzję o pobraniu kredytu mieszkaniowego w przypadku kredytobiorców kierujących się celem inwestycyjnym przy zakupie mieszkania, niż kredytobiorców realizujących za pośrednictwem kredytu własną podstawową potrzebę mieszkaniową. Wyniki te mogą skłaniać także do wniosku, że stopy procentowe i rekomendacje nadzorcze w obszarze kredytów mieszkaniowych silniej oddziałują na koniunkturę na rynku nieruchomości, na którym dominują nabywcy mieszkań dla celów inwestycyjnych, niż na rynku, na którym dominują nabywcy mieszkań zaspokajający własną, podstawową potrzebę mieszkaniową. W przypadku Wielkiej Brytanii hipoteza H6 może być przyjęta częściowo, gdyż wykazano silniejszy wpływ zmian stóp procentowych na decyzje kredytobiorców kierujących się przy zakupie mieszkania celem inwestycyjnym, w porównaniu do kredytobiorców zaspokajających swoją podstawową potrzebę mieszkaniową. Nie wykazano natomiast takiej zależności w odniesieniu do zmian rekomendacji nadzorczych dla rynku kredytów mieszkaniowych. Niemniej, będące pochodną rekomendacji nadzorczych, zmiany w polityce kredytowej banków oddziałują nieco silniej na kredytobiorców kierujących się motywem inwestycyjnym, niż na tych którzy chcą zaspokoić podstawową potrzebę mieszkaniową.

Przeprowadzone badania obejmujące wpływ stopy procentowej oraz rekomendacji nadzorczych w kształtowaniu koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i Wielkiej Brytanii zgodne są z wynikami badań na rynkach zagranicznych. Liczba zmiennych wpływających na rynek nieruchomości mieszkaniowych jest na tyle duża, iż analizowany w pracy związek nie należy do prostych. Na przykład z jednej strony zauważyć można, iż brak

jest prostej korelacji liniowej pomiędzy poziomem stopy procentowej a liczbą mieszkań oddanych do użytku, ponadto ujawnił się różny typ cykliczności zmiennych, zmienne z rynku nieruchomości mieszkaniowych cechują się dłuższymi cyklami. Kierunek oddziaływania stopy procentowej na rynek nieruchomości zgodny jest z oczekiwanym, tj. obniżenie stopy procentowej dość szybko powoduje zdynamizowanie produkcji budowlano-montażowej, a w dłuższej perspektywie przyczynia się do wzrostu liczby mieszkań oddawanych do użytku.

Związek pomiędzy stopami procentowymi i rekomendacjami nadzorczymi a koniunkturą na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest przedmiotem intensywnych dyskusji. Na przykład trudna sytuacja na rynku pracy w krajach rozwiniętych zmusza banki centralne do drastycznych obniżek stóp procentowych. Celem tych obniżek ma być szybszy wzrost gospodarczy, który pociągać ma za sobą tworzenie nowych miejsc pracy i łagodzenie skutków powiększającego się bezrobocia. Jednym z rynków, który jest w stanie wchłonąć znaczną liczbę poszukujących pracy jest rynek budowlany. Jednak aby tak się stało musi jednocześnie zaistnieć kilka warunków, z których kluczowe są dwa: konieczne jest tanie źródło finansowania działalności, co mają zapewnić właśnie niskie stopy procentowe i łatwiejszy dostęp do kredytów poprzez odpowiednie rekomendacje nadzorcze, ale ważniejszym czynnikiem jest popyt na usługi tego sektora. Tymczasem aspekt pierwszy zdaje się dominować w dyskusjach, a aspekt drugi taktuje się jako pochodną pierwszego. Ponadto dość rzadko zauważa się kto jest rzeczywistym beneficjentem obniżek stóp procentowych i łagodniejszych rekomendacji nadzorczych a poprawa sytuacji nastąpi pod warunkiem, że rzeczywistym beneficjentem będą rodzime przedsiębiorstwa, które inwestując kreować będą popyt na pracę i usługi sektora budowlanego. Prowadzone badania wskazują nawet, iż ekspansywna polityka pieniężna nie łagodzi skutków dekonunktury, a sama, poprzez kreowanie baniek spekulacyjnych, może być jej przyczyną⁹³⁹. Badania dla rynku amerykańskiego na odcinku 100 lat dowodzą prawdziwości tych spostrzeżeń⁹⁴⁰.

⁹³⁹ J. B. Taylor, *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, Working Paper 14631, National Bureau of Economic Research, January 2009.

⁹⁴⁰ C. M. Reinhart, V. Reinhart, *Pride Goes Before a Fall: Federal Reserve Policy and Asset Markets*, Working Paper 16 815, National Bureau of Economic Research, February 2011. 3 L. Gambacorta, *Monetary policy and the risktaking channel*, BIS Quarterly Review, December 2009, s. 43-53

BIBLIOGRAFIA

- Aalbers M.B., *The Great Moderation, the Great Excess and the Global Housing Market*, „International Journal of Housing Policy” 2015.
- A Decent Home, *Definition and guidance for implementation, Communities and Local Government*, 2006.
- Acs Z.J., Szerb L., Autio E., *Global Entrepreneurship and Development Index 2016*, The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, 2017.
- Adamiec J., Russel P., *Kryzys finansowy. Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa, 2009.
- Agnello L., Schuknecht L., *Booms and Bust in Housing Markets: Determinants and Implications*, ECB Working Paper Series, No 1071, 2009.
- Ahearne A., Ammer J., Doyle B., Kole L., Martin R., *House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study*, International Finance Discussion Paper 841, Board of Governors
- Ahrend R., Cournede B., Price R., *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economic Department Working Paper, 2008, No 597.
- Aizenman J., Binici M., Hutchison M.M., *The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets*, NBER Working Paper Series, No. 19980, 2014.
- Albouy D., Ehrlich G., Liu Y., *Housing demand, cost-of-living inequality, and the affordability crisis*, NBER Working Paper Series, 01 July 2019.
- Allen F., Carletti E., *The Global Financial Crisis, Monetary Policy under Financial Turbulence*, Central Bank of Chile, 2011.
- Aller R., *Setting Interest Rate*, [w:] Irwqin R. i inni, *Real Estate Handbook*, McGraw-Hill, Inc. 1993, cyt. za: Inwestycje w nieruchomości, Bryx M., POLTEXT, Warszawa, 2001.
- Ancyparowicz G., *Wybrane aspekty strategii celu inflacyjnego w teorii i praktyce banków centralnych*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia, Vol. 51, No 6, 2017.
- André C., *Household debt in OECD countries: stylised facts and policy issues*, OECD Economic Department Working Papers, No. 1277, 2016.
- Andrews D., Sánchez A., *Drivers of Homeownership Rates in Selected OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers, nr 849, 2011.
- Andrews D., Snachez A., *The Evolution of Homeownership Rates in Selected OECD Countries: Demographic and Public Policy Influences*, OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2011/1, 2011.
- Ansell T., *Zarządzanie jakością w sektorze usług finansowych*, Związek Banków Polskich, Warszawa, 1997.
- Antao P., Ferreira M.A., *Banks' Corporate Control and Relationship Lending: Evidence from Retail Loans*, Working Paper, No. 17, Banco de Portugal, 2011.
- Arestis P., *The Independent European Central Bank: Keynesian Alternatives*, University of East London Working Paper, nr 274, 1999.
- Ashcraft A. B., Schuermann T., *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 318, 2009.
- Athey S., Atkeson A., Kehoe P., *The optimal degree of discretion in monetary policy*, Econometrica, vol. 73, no. 5, 2005.
- Augustyniak H., Olszewski K., Łaszek J., Waszczuk J., Widlak M., *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2016 r.*, NBP, Warszawa, 2017.
- Awai J., Bowrin D., Majid M., Mooteeram Ch., *Use of loan-to-value ratio as a macroprudential tool in the mitigation of residential property price volatility*, Renewal Series Paper 4, 2017.
- Babakus E., Boller G.W., *An Empirical Assessment of the SERVQUAL Scale*, Journal of Business Research, nr. 3, 1992.

- Babecký J., Havránek T., Matějů J., Rusnák M., Šmídková K., Vašíček B., *Banking, debt, and currency crises: Early warning indicators for developed countries*, ECB Working Paper No. 1485, 2012.
- Baily M.N., Litan R.E., Johnson M.S., *The Origins of Financial Crisis, Fixing Finance Series – Paper 3*, November 2008.
- Baka W., *Bankowość europejska*, PWN, Warszawa 2005.
- Balcerowicz E., *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, Zeszyty BRE Bank–CASE, 2013, nr 129.
- Baller S., Dutta S., Lanvin B., *The Global Information Technology Report 2016. Innovating in the Digital Economy*, World Economic Forum, Geneva, 2017.
- Bank for International Settlements, *79th Annual Report*, 1 April 2008–31 March 2009, Basel, 2009.
- Bańbuła P., *Polityka makroostrożnościowa: przesłanki, cele, instrumenty i wyzwania, Materiały i Studia*, NBP, Nr 298, Warszawa, 2013.
- Baranowski P., *Efekty oczekiwanego i nieoczekiwanego zacieśnienia polityki pieniężnej w świetle hybrydowego modelu DSGE dla gospodarki Polski*, Ekonomista, nr 3, 2011.
- Barczyk R., Lubiński M., Małecki W., *Banki a cykle koniunkturalne*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa, 2016.
- Barker K., *Barker Review of Land Use Planning: Final Report – Recommendations, Communities and Local*, 2014.
- Barłowski B., *Pojęcie nieruchomości gruntowej położonej w mieście i istota podziału takiej nieruchomości w świetle ustawy z dnia 6 lipca 1972 roku*, Palestra, nr. 11-12, 1980.
- Baymeister Ch., Benati L., *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound*, Europe and Central Bank Working Paper Series, No. 1258, October 2010.
- Beetsma R. M. W. J., Debrun X., *Fiscal Councils: Rationale and Effectiveness*, IMF Working Paper 16/86, 2016.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Makroekonomia*, Warszawa, PWE, 2007.
- Bekas M., *Windykacja należności w praktyce. Jak weryfikować zdolność kredytową klientów i odzyskiwać pieniądze od dłużników*, Warszawa, 2013.
- Belka M., *Elementarne zagadnienia ekonomii*, Milewski R. (red. nauk), PWN, Warszawa, 2005.
- Belke A., *Global Liquidity and Strategies of Exit From Unconventional Monetary Policies*, Economic Research –Ekonomiska Istraživanja, Vol. 29, 2016.
- Bellani L., Bia M., *Intergenerational poverty transmission in Europe: The role of education*, Working Paper Series of the Department of Economics, Uniwersytet w Konstancji, 2016.
- Belniak S., *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 2001.
- Benford J., Berry S., Nikolov K., Young Ch., Robson M., *Quantitative Easing, Quarterly Bulletin*, Q2, 2009.
- Berbeka J., *Nowe tendencje w zachowaniach konsumentów*, Marketing i Rynek, nr 1, 1999.
- Berger A.N., Goldberg L.G., White L.J., *The Effects of Dynamic Changes in Bank Competition on the Supply of Small Business Credit*, European Finance Review, 2001.
- Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S., *The financial accelerator and the flight to quality*, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. LXXVIII, No. 1, 1996.
- Bernanke B., Reinhart V., Sack B., *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, Finance and Economics Discussions Series, (48). Washington D.C., Federal Reserve Board, 2004.
- Bernanke B.S., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, *Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, Georgia, January 3, 2011.
- Berntsson C., Molin J., *A Swedish Framework for Macroprudential Policy*, Sveriges Riskbank Economic Review, No. 1, 2012.
- Bertaut C., Pounder De Marco L., Kamin S., Tryon R., *ABS Inflows into the United States and the Global Financial Crisis*, *Journal of International Economics*, Vol. 88, Issue 2, 2014.
- Bertola G., Hochguertel S., *Household debt and credit*, White Paper, Luxembourg, Wealth Study Perugia Meeting, 2005.
- Białowas B., *MdM na ostatniej prostej*, Finansowanie Nieruchomości, Nr 1(50), 2017.

- Bielawska A., *Sekurytyzacja jako technika refinansowania przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej, 2008.
- Blair T., *Speech to the IPPR – A common sense culture not a compensation culture*, 2005.
- Blanchard O., *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper WP/09/80, International Monetary Fund, Washington, 2009.
- Blinder A.S., *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, Hoover Institution, 2014.
- Boeckx J., Cordemans N., Dossche M., *Causes and implications of the low level of the risk-free interest rate*, Economic Review, National Bank of Belgium, 2013.
- Bogacka-Kisiel E., *Finanse osobiste. Zachowania – Produkty – Strategie*, PWN, Warszawa, 2012.
- Bogołbska J., *Bank centralny jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Współczesne dylematy realizacji funkcji*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica, nr 221, 2008.
- Bogumił P., *Securing Poland's economic success II: labour market and product specialisation – is there a link?*, KE, Bruksela, 2015.
- Borcuch A., *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa, 2009.
- Borio C., Drehmann M., *Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences*, BIS Working Papers, No. 284, Bank for International Settlements, 2009.
- Borowski G., *Nieruchomościowe fundusze inwestycyjne, cz. II, Nieruchomości* C. H. Beck, vol. 12, nr 76, Warszawa, 2004.
- Borys T., Rogala P., *Zrównoważony rozwój organizacji – aspekty społeczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław, 2015.
- Bostic R., Gabriel S., Painter G., *Housing wealth, financial wealth, and consumption: New evidence from micro data*, Regional Science and Urban Economics, 39(1), 2014.
- Bracke P., *How Long Do Housing Cycles Last? A Duration Analysis for 19 OECD Countries*, IMF Working Paper WP/14/231, 2014.
- Brown M., *Subprime Lending and the Affect to the US Markets*, FMR Analysts, 2007.
- Bryx M., *Finansowanie inwestycji mieszkaniowych*, Poltext, Warszawa, 2001.
- Bryx M., *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa, 2006.
- Brzeski W. J., *Rynek mieszkaniowy, komentarze i analizy*, REAS Konsulting, Nr 16/12, 2006.
- Brzezicka J., Wiśniewski R., Walacik M., *Behawioralne aspekty percepcji wartości na rynku nieruchomości*, UWM w Olsztynie, KNUV, 1(43), Olsztyn, 2015.
- Brzoza-Brzezina M., *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, 2011.
- Brzozowski M., *CRDIV, CRR – instrumenty makroostrożnościowe*, NBP, Warszawa, 2014.
- Buckley R., Karagushiyeva G., van Order R., Vecvagare L., *Mortgage credit risk in EU | countries: constraints on exploiting the single currency market*, European Journal of Law and Economics, 21, 2017.
- Bucks B., Pence K., *Do borrowers know their mortgage terms?*, Journal of Urban Economics, 64 (2), 2008.
- Bujak B., *Modele organizacji nadzoru bankowego – przekształcenia w wybranych krajach europejskich*, Journal of Modern Science, 2016.
- Burton E., Jenks M., Williams K., *The Compact city: a sustainable urban form?*, Taylor & Francis, 1996.
- Bylicki L., *Nieruchomość rolna i gruntowa w Polskim porządku prawnym*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku, Płock, 2015.
- Cade E.C., *Managing Banking Risks: Reducing Uncertainty to Improve Bank Performance*, Taylor & Francis Group, Routledge, New York, 2013.
- Calza A., Monacelli T., Stracca L., *Housing Finance and Monetary Policy*, ECB Working Paper Series, No 1069, 2009.
- Carletti E., Cerasi S., *Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring*, Journal of Financial Intermediation, 2007.
- Carmichael J., Fleming A., Llewellyn D., *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, World Bank Institute 2014.

- Case K., Quigley J., Shiller R., *Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market*, *Advances in Macroeconomics* 5(1), 2008.
- Casserley D., Härle P., Macdonald J., *Should Commercial and Investment Banking Be Separated? The Historical Background to the Current Debate*, McKinsey & Company, 2011.
- Castelli A., Dwyer G.P., Hasan I., *Bank Relationships and Firms' Financial Performance: The Italian Experience*, *European Financial Management*, 2014.
- Catte P., Girouard N., Price R.W., André C., *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, OECD Economics Department Working Papers, No. 394, 2009.
- Cecchetti S.G., *The real effects of debt*, BIS Working Papers, No. 352, 2014.
- Cegielski P., Jajuga K., *Stopa dyskontowa w wycenie nieruchomości podejściem dochodowym, cz. I stopa procentowa, stopa zwrotu, stopa dyskontowa – podstawy teoretyczne*, *Nieruchomości*, Nr 9, 2003.
- Cesarano F., *The New Monetary Economics and Keynes' Theory of Money*, *Journal of Economics Studies*, vol 21, nr 3, 1994.
- Cesarski M., *Sytuacja mieszkaniowa w Polsce lat 2002-2014. Światowy kryzys, niewiadome i szanse zamieszkiwania*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa, 2017.
- Charlton M., Fotheringham S., *Weighted Regression*, White Paper, Maynooth, Ireland, 2011.
- Chevalier S., Geoffrion C., Audet C., Papineau É., Kimpton M.-A., *Évaluation du programme expérimental sur le jeu pathologique*, Rapport 8 – Le point de vue des usagers, Montréal, Institut National de Santé Publique au Québec, 2003.
- Chojna-Duch E., *Łagodzenie ilościowe polityki pieniężnej, Państwo i społeczeństwo*, nr 3/maj-czerwiec, 2015.
- Chrabonszczewska W., *Międzynarodowe organizacje finansowe*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa, 2005.
- Chudik A., Fratzscher M., *Identifying the global transmission of the 2007-2009 financial crisis in a GV model*, *European Economic Review*, Vol. 55, nr 3, 2011.
- Cicirko T., Kołodziejczyk L., Kreczmańska-Gigol K., Mikołajczyk O., Mikołajczyk M., *Finanse*, Difin, Warszawa, 2013.
- Čihák M., Podpiera R., *Is One Watchdog Better Than Three?*, *International Experience with Integrated Financial*, 2006.
- Ciura G., *Warunki życia ludności wiejskiej*, *Studia BAS* Nr 4(24), 2010.
- Claessens S., *An Overview of Macroprudential Policy Tools*, IMF Working Paper, WP/14/214, IMF 2014.
- Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E., *Financial Cycles: What? How? When?*, Working Paper 11, International Monetary Fund, 2011.
- Clark A., Frijters P., Shields M.A., *Relative Income, Happiness and Utility: An Explanation for the Easterlin Paradox and Other Puzzles*, *Journal of Economic Literature*, vol. 46, no., 1, 2012.
- Clarke T., *Corporate Governance Causes of the Global Financial Crisis*, *International Perspectives*, Cambridge University Press, 2011.
- Cline W.R., *The Case for a New Plaza Agreement*, Policy Briefs PB05-04, Peterson Institute for International Economics, 2010.
- Clist A., *Zasady sekurytyzacji*, [w:] Zombirt J., *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa, 1999.
- Cobham D., Eirtheim Q., Gerlach S., Qvigstad J., *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.
- Coulson N., Fisher L., *Housing Tenure and Labor Market Impacts: The Search Goes On*, *Journal of Urban Economics*, 65 (3), 2009.
- Covered bonds in the EU financial system*, European Central Bank, XII 2015.
- Crafts N., *Returning to Growth: Policy Lessons from History*, *Fiscal Studies*, vol. 34, iss. 2, 2013.
- Cuerpo C., Kalantaryan S., Pontuch P., *Rental Market Regulation in the European Union*, *European Economy*, Economic Papers, No. 515, 2014.
- Cunningham R., Kolet I., *Housing Market Cycles and Duration Dependence in the United States and Canada*, Bank of Canada, 2008.

- Cyburt P., *Refinansowanie bankowości hipotecznej*, (w:) *Finansowanie budownictwa mieszkaniowego*, BRE Bank-CASE, Warszawa, 2000.
- Czajkowska A., *Kredytowanie przedsiębiorców indywidualnych*, Łódź, 2013.
- Czekaj J., Owsiak S., *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa, 2014.
- Czerkas K., *Ryzyko w kredytach hipotecznych. Wymagania banków*, Prawo Bankowe, Nr 6(70), 2003.
- D'Alpaos Ch., Canesi R., *MCDM approaches in property investments: an AHP model for risk assessment*, International Journal of the Analytic Hierarchy Process, 2014.
- Dabrowski J. J., Beyers C., de Villiers J. P., *Systemic banking crisis early warning systems using dynamic Bayesian networks*, Expert Systems with Applications, 2016.
- Davis E.P., Zhu H., *Bank lending and commercial property cycles: some crosscountry evidence*, Journal of International Money and Finance Nr 30, 2017.
- Dąbrowska A., Byłok F., Janoś-Kresło M., Kielczewski D., Ozimek I., *Kompetencje konsumentów*, PWE, Warszawa, 2015.
- Debelle G., *Household debt and the macroeconomy*, BIS Quarterly Review, 2004.
- Dell'Ariccia G., Laeven L., Marquez R., *Monetary Policy, Leverage, and Bank RiskTaking*, Working Paper 10/276, International Monetary Fund, 2010.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., *The determinants of banking crises in developing and developed countries*, IMF Staff Papers, 45(1), 2009.
- Den Haan W., Rendahl P., Riegler M., *Unemployment (Fears) and Deflationary Spirals*, CEPR Discussion Papers 10814, C.E.P.R. Discussion Papers, 2015.
- Deptuła T., *Rynek nieruchomości odrywa się od fundamentów*, Rzeczpospolita – Ekonomia, 2015.
- Dewilde C., De Decker P., *Changing Inequalities in Housing Outcomes across Western Europe*, Housing, Theory and Society, 2017.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa, 2012.
- Dhama S., Taylor J., Proctor C., *The reform of financial regulation in the United Kingdom after the crisis*, in: *International Monetary and Financial Law, The Global Crisis*, eds. Giovanoli M., Devos D., Oxford University Press, Oxford/ New York, 2016.
- Dietsch M., Welter-Nicol C., *Do LTV and DSTI caps make banks more resilient?*, Débats économiques et financiers N°13, ACPR Banque de France, 2014.
- Dincer N., Eichengreen B., *Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 13003, 2007.
- Dixit A. K., Nalebuff B. J., *Sztuka strategii. Teoria gier w biznesie i życiu prywatnym*, MT Biznes, Warszawa, 2009.
- Doganowski R., *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa, 2016.
- Doman M., Doman R., *Przejrzystość polityki pieniężnej a dynamika stóp procentowych*, [w:] *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, Przybylska-Kapuścińska W. (red.), Difin, Warszawa, 2009.
- Doman R., *Zastosowanie kopuli w modelowaniu dynamiki zależności na rynkach finansowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań, 2011.
- Dorovic-Todorovic J., Djordjevic M., *Features of inflation targeting as a type of monetary strategy*, Facta Universitatis 2008, Economic and Organizations, Series vol. 5, no. 1, 2008.
- Drabek K., Norkowska E., *Ocena perspektyw funkcjonowania programu Mieszkanie dla Młodych na krakowskim rynku mieszkaniowym*, Biuletyn Stowarzyszenia Rzeczoznawców Majątkowych Województwa Wielkopolskiego, Nr 4, 2014.
- Drewicz-Tułodziecka A., *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa, 2014.
- Duca J., Muellbauer J., Murphy A., *Housing Markets and the Financial Crisis of 2007-2009: Lessons for the Future*, SERIC Discussion Paper, no. 49, 2010.
- Duca J., Muellbauer J., Murphy A., *House prices and credit constraints: making sense of the US experience*, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 1103, 2014.
- Dudkiewicz B., Szyszko M., *Współczesna polityka pieniężna, perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa, 2017.
- Duffy D., *Irish Housing: A Role for Loan-to-Value Limits?*, Renewal Series Paper 7, ESRI, 2013.

- Dutta S., Lanvin B., Wunsch Vincent S., *The Global Innovation Index 2016: Effective Innovation Policies for Development*, Cornell University, INSEAD, and the World Intellectual Property Organization (WIPO), Fontainebleau, Ithaca, Geneva, 2017.
- Dżurzyk A., *List zastawny a stabilność polskiego systemu finansowego*, Publikacja Europejskiego Kongresu Finansowego, Sopot, 2017.
- Eckey H.-F., Türk M., *Convergence of EU-regions, A literature report*. Investigaciones Regionales, 2007.
- Ekelund R.B., Hebert R.F., *A History of Economic Theory and Method*, Waveland Press Inc., Long Grove, IL, 2007.
- Ellinger E.P., Lomnicka E., Hare C.V.M., *Ellinger's modern banking law, 5th edition*, Oxford University Press, Oxford/ New York, 2013.
- Elsinga M., Neuteboom P., den Breejen F., Conijn, J., *Government Guarantees in the Rental and Owner-Occupied Sector: An International Comparison*, NHG Series No. 3, 2015.
- Endresz M., Harasztosi P., Lieli R., *The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment*, MNB Working Papers, No.2, 2015.
- Evans M., Jamal A., Foxall G., *Consumer Behaviour*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2006.
- Fahey T., Norris, M., *Housing in the Welfare State: Rethinking the Conceptual Foundations of Comparative Housing Policy Analysis*, International Journal of Housing Policy, 2011, 11; za: Dewilde C., Lancee B., Income Inequality and Access to Housing in Europe, European Sociological Review, vol. 29, no. 6, 2015.
- Fawley B.W., Neely Ch.J., *Four Stories of Quantitative Easing*, Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW, January/February 2016.
- Fedorowicz M., *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa, 2013.
- Fernandez R., Aalbers M.B., *Housing and Capital in the 21st Century: Realigning Housing Studies and Political Economy*, Housing, Theory and Society, no. 34, 2017.
- Ferran E., *The new mandate for the supervision of financial services conduct*, Current Legal Problems, Vol. 65, 2017.
- Filar D., Rzońca A., Wójtowicz G. (red.), *Ekonomia po polsku*, CeDeWu, Warszawa, 2007.
- Financial Sector Assessment Program Technical Note, *Macroprudential Policy Framework*, International Monetary Fund, IMF Country Report No.16.
- Fisker J.D., Martin R.S., *Investment Analysis for Appraisers*, Dearborn Financial Publishing INC, Chicago, 1995, cyt. za: Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce, Bryx M. (red.), IFGN AGH, Warszawa, 2001.
- Florida R., Mellander Ch., King K., *The Global Creativity Index 2015*, Martin Prosperity Institute, 2016.
- Forbes K., Rigobon R., *Contagion In Latin America: Definitions, Measurement and Policy Implications*, NBER Working Paper, 7885, 2000.
- Foryś I., *Społeczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie ilościowe*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin, 2011.
- Freixas X., Rochet J.-C., *Mikroekonomia bankowa*, CeDeWu, Warszawa, 2007.
- Friedman M., *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.
- Fry M. J., *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore and London, 1995.
- Galati G., Moessner R., *Macroprudential Policy – a Literature Review*, BIS Working Papers, No. 337, BIS, Basel, 2011.
- Gali J., *Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles*, American Economic Review, no. 104(3), 2014.
- Gambacorta L., *Monetary policy and the risktaking channel*, BIS Quarterly Review, December 2009.
- Gasiul H., *Teorie emocji i motywacji. Rozważania psychologiczne*, Wydawnictwo UKSW, Warszawa, 2002.
- Gawron H., *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2006.
- Gąsowska A., *Bankowość hipoteczna*, Poltext, Warszawa, 2000.

- Gdakowicz A., Hozer J., *Analiza rozwoju rynków nieruchomości mieszkaniowych w wybranych miastach Polski z zastosowaniem metod taksonomicznych*, Studia i Materiały TNN, Vol. 20, nr 1, 2012.
- Gdakowicz A., *Linia oporu a ceny mieszkań na rynku pierwotnym w wybranych miastach Polski*, Zeszyty Naukowe WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 36, 2014.
- Geraats P. M., *Transparency in Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter?*, University of Cambridge, Spring Seminar, 2002,
- Gębski Ł., *Nadmierne zadłużenie gospodarstw domowych – problem finansowo-prawny czy społeczny?*, Gospodarka Narodowa, nr 4(260), Warszawa, 2013.
- Giglio S., Maggiori M., Stroebel J., *Very Long-Run Discount Rates*, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, No. 182, 2015.
- Gilder G., *Knowledge and Power. The Information Theory of Capitalism and How It Is Revolutionizing Our World*, Regnery Publishing, Washington D.C. 2013.
- Girouard N., Kennedy M., van den Noord P., André C., *Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals*, OECD Economics Department Working Papers, No. 475, 2009.
- Glaeser E.L., Gyourko J., Saiz A., *Housing Supply and Housing Bubbles*, NBER Working Paper, No. 14193, 2008.
- Glapiński A., *Powrót głównych banków centralnych do łagodzenia polityki pieniężnej*, Bank 11, 2019.
- Glick R., Lansing K. J., *U. S. household deleveraging and future consumption growth*, FRBSF Economic Letter, No. 16, 2009.
- Global Credit Derivatives Survey: *Risk Dispersion Accelerates*, Special Report Fitch Ratings, 2005.
- Global Financial Stability Report, *International Monetary Fund*, World Economic and Financial Surveys, październik 2009.
- Głowska G., *Finansowe determinanty bańki cenowej na rynku mieszkaniowym w Polsce*, Studia i Prace WNEiZ US, nr 45 T. 1., 2016.
- Głowska G., *Instrumenty finansowe a rynek mieszkaniowy*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2009.
- Głowska G., *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny w Polsce*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2011.
- Głowska G., *Nieruchomość. Kredyt. Hipoteka*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2009.
- Głowska G., *System finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Doświadczenia i kierunki zmian*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2012.
- Głowska G., *Teoretyczne aspekty bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance Vol. 12, No. 4/2014, Warszawa, 2014.
- Głuchowski J., Szambelańczyk J., *Bankowość. Podręcznik dla studentów*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań, 1999.
- Goczek Ł., Partyka K., *Reakcja polityki pieniężnej na wydarzenia giełdowe*, Gospodarka Narodowa, nr 5, Warszawa, 2016.
- Gołędzinowski P., *Wpływ regulacji systemu bankowego na jego efektywność*, Materiały i Studia, nr 235, NBP, Warszawa, 2009.
- Gołabeska E., *Sieć ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości*, Oficyna Wydawnicza PB, Białystok 2018.
- Goodfriend, M., King R.G., *The Incredible Volcker Disinflation*, Journal of Monetary Economics, Vol. 52, 2005.
- Goodhart Ch. A. E., Ashworth, J. P., *QE: a successful start may be running into diminishing returns*, Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, Issue 4, 2016.
- Gordon K., *Risk assessment in development lending*, Briefings in real estate finance banner, CPD Capital-Mortgages, Kanada, 2006.
- Gorlecka E.B., *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie, nr 725, 2006.
- Gorzela G., *The (non existing?) Polish crisis*, w: Gorzela G., Chor-Ching G. (red.) *Financial crisis in Central and Eastern Europe: From similarity to diversity*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa, 2014.
- Gostkowska-Drzewicka M., Pestka E., *Ekonomiczne uwarunkowania rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce – klasyfikacja (cz. I)*, Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance Vol. 12, No. 1/2014.
- Góral L., *Nadzór bankowy*, PWE, 2008.

- Green R., Malpezzi S., Mayo S., Harding J., Rosenthal S., Sirmans C., *Depreciation of housing capital, maintenance, and house price inflation: Estimates from a repeat sales model*, Journal of Urban Economics 61(2), 2010.
- Greenspan A., *Transparency in Monetary Policy*, Federal Reserve of St Louis Review, no. 84(4), 2004.
- Greenwood J., Smith B. D., *Financial markets in development and the development of financial markets*, Journal of Economic Dynamics and Control, 1997.
- Groeger L., *Program wspierania budownictwa mieszkaniowego w Polsce i ich wpływ na rynek nieruchomości mieszkaniowych*, Uniwersytet Łódzki, 2016.
- Grossman R. J., Hansen M., *CDS spreads and default risk. Interpreting the signals*, Fitch Ratings, 2016.
- Grostal W., Ciżkowicz-Pękała M., Niedźwiedzińska J., Skrzyszewska-Paczek E., Stawasz E., Wesołowski G., Żuk P., *Ewolucja strategii celu inflacyjnego*, NBP, 2015.
- Gruszecki T., *Krytyka tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa*; w *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, Wydawnictwo UMK, Toruń, 2001.
- Grzywacz J., *Marketing w działalności banku*, Difin, Warszawa, 2006.
- Gudkova S., *Sekurytyzacja należności kredytów bankowych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły |Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa, 2008.
- Guttentag J., Hering R., *Credit rationing and financial disorder*, Journal of Finance, Vol. 39, 1984.
- Gyourko J., *Housing Supply*, Annual Review of Economics, 2009.
- Hackethal A., *How unique are US banks? The role of banks in five major financial system*, Journal of Economics and Statistics, vol. 221, 2001.
- Hand D. J., Henley W., *Statistical Classification Methods in Consumer Credit Scoring: a Review*, Journal of the Royal Statistical Society, Part 3, 1997.
- Hanson S. G., Kashyap A. K., Stein J. C., *A macroprudential approach to financial regulation*, Journal of Economic Perspectives, 25(1), 2013.
- Hawkesby Ch., *Central banks and supervisors: the question of institutional structure and responsibilities*, Financial Stability and Central Banks, 2000.
- Hegedus J., Rogozhina N., Somogyi E., Struyk R., Tumanov A., *Potential effects of subsidy programmes on housing affordability*, European Journal of Housing Policy, 4, 2017.
- Herbst I., *Potrzeby mieszkaniowe w Polsce – dostęp do mieszkania w kontekście polityki prorodzinnej*, Kancelaria Prezydenta RP, Warszawa, 2013.
- Heritage Real Estate, *Znaczenie instytucji wkładu własnego dla rynku nieruchomości. Rekomendacje dla Polski*, 2017.
- Hirshleifer D.K., Subramanyam A., *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, Journal of Finance, 1998, no. 53.
- HM Treasury, *Help to Buy: ISA Scheme Quarterly Statistics*, 2018.
- HMT, *Promoting more flexible investment in property: a consultation*, HM Treasury, London, 2006.
- Holmes Ch., *A New Vision for Housing*, Routledge, London and New York, 2015.
- Hood A., *Income inequality, Living Standards, Poverty and Inequality in the UK*, 2018.
- Hryckiewicz A., Pawłowska M., *Czy nowy nadzór spełnia swoje zadanie? Zmiany w nadzorze finansowym w Europie oraz ich konsekwencje dla Polski*, Zeszyt nr 289, NBP, Warszawa, 2013.
- Huerta de Soto J., *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig Von Mises Institute, 2008.
- Huzarek A., *Integracja jest potrzebna*, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 9, Warszawa, 2006.
- Ignatowicz J., Stefaniuk K., *Prawo rzeczowe*, LexisNexis, Warszawa, 2012.
- IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, IMF, Washington, 2013.
- IMF, *Promoting a more secure and stable global economy*, Annual Report, 2013.
- Ismail S., Buyong T., *Residential property valuation using geographic information system*, Buletin Geoinformasi, Jld. 2, No.2, 2004.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2008.
- Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelągowska A., Zawadzka Z., *Bankowość, Instytucje, operacje zarządzanie*, Poltext, Warszawa, 2013.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, BFG/PWE, Warszawa, 2002.

- Jaffee D. M., *The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned*, Commission on Growth and Development, The International Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 28, 2012.
- Jajuga T., Słoński T., *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław, 1998.
- Janosz M., *Czynniki wpływające na rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Finansowanie Nieruchomości, Nr 7, 2006.
- Janoś-Kresło M., Mróz B. (red.), *Konsument i konsumpcja we współczesnej gospodarce*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2006.
- Jarmołowicz W., *Podstawy makroekonomii*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań, 2010.
- Jaworski W.L., Szelągowska A., *Współczesna bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa, 2014.
- Jędrzyński J., *Bankowość hipoteczna w Polsce. Czy wreszcie ruszy z miejsca? Rynek pierwotny*, pl, 2016.
- Johansson A., Heady C., Arnold J., Brys B., Vartia L., *Tax and Economic Growth*, OECD Economics Department Working Papers, No. 620, 2011.
- Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularick, Taylor, *The Rate of Return on Everything*, NBER Discussion Paper 24112, December 2017.
- Joy M., Rusnák M., Šmídková K., Vašíček B., *Banking and currency crises: differential diagnostic for developed countries*, ECB Working Paper 1810, 2016.
- Joyce R., Mitchell M., Norris Keiller A., *The cost of housing for low-income renters*, The Institute for Fiscal Studies, 01 July 2019.
- Kälberer W. (red.), *2017 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, 12th Edition, Brussels, August 2017.
- Kałużńska V., *Przejrzystość polityki pieniężnej wybranych*, CeDeWu, Warszawa, 2015.
- Kaniewska-Sęba A., Leszczyński G., Pilarczyk B., *Badania marketingowe na rynku business-to-business*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 12
- Kangis P., Voukelatos V., *Private and Public Banks: a Comparison of Customer Expectations and Perceptions*, International Journal of Bank Marketing, nr 7, 1997.
- Kańtoch B., Szatur-Jaworska B., *Potrzeby ludzkie i poziom życia w polityce społecznej* [w:] Rajkiewicz A., Supińska J., Księżpolski M., *Polityka społeczna – materiały do studiowania*, Wydawnictwo Śląsk, Katowice, 1998.
- Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I., Theodoridis K., *Assesing the Economy Wide Effects of Quantitative Easing*, Bank of England, London, January 2012.
- Karkowska R., *Teoria i funkcje systemu finansowego w kontekście narastającego ryzyka niestabilności*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa, 2012.
- Karpowicz E., *Polityka mieszkaniowa*, Biuro Analiz Sejmowych, Wydawnictwo Sejmowe Kancelarii Sejmu, Warszawa, 2000.
- Kasiewicz S., Kurkliński L., *Kultura ryzyka a kredyty o stałym oprocentowaniu*, w: *Strategie stóp procentowych w bankowości*, Masiukiewicz P. (red.), Związek Banków Polskich, Warszawa, 2017.
- Kaszubski R. W., *Funkcjonalne źródła prawa bankowego*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Warszawa, 2006.
- Kata R., *Kredyty hipoteczne w Polsce w kontekście stabilności finansowej i makroekonomicznej*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku, Nauki Ekonomiczne, t. XXII, 2015.
- Kawulski A., Smykła B., *Nadzorcze normy ostrożnościowe według znowelizowanej ustawy Prawo bankowe na tle regulacji Unii Europejskiej*, NBP, 2017.
- Kazimierzczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa, 2000.
- Kearns A., Woods M., *The concentration in property-related lending – a financial stability perspective*, Bank of Ireland Financial Stability Report 2006.
- Kemeny J., *The Myth of Homeownership: Private versus public choices in housing tenure*, Routledge & Kegan Paul Ltd., London, 1981.
- Kemp P. A., Kofner S., *Contrasting Varieties of Private Renting: England and Germany*, in International Journal of Housing Policy, 2014.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa, 2003.

- Kierska-Woźny E. M., *Porównanie i Ocena Funkcjonowania Zintegrowanego Nadzoru Finansowego Na Rynku Niemieckim, Brytyjskim i Polskim*, Journal of Management and Economics 37(1), 2014.
- Kieźel E. (red.), *Konsument i jego zachowania na rynku europejskim*, PWE, Warszawa, 2010.
- Kindleberger Ch.P., *Szałeństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa, 1999.
- Kliber A., Kliber P., Płuciennik P., Piwnicka M., *POLONIA dynamics during the years 2006-2012 and the effectiveness of the monetary policy of the National Bank of Poland*, Empirica, nr. 43 (1), 2016.
- Klyuev V., de Imus P., Srinivasan K., *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*, IMF Staff Position Note, 2009.
- KNF, *Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie*, Warszawa, 2013.
- KNF, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, Warszawa, 2013.
- Knight F., *Residential Research: Global House Price Index*, Frank Knight: London, 2018.
- Kocowski T., *Potrzeby człowieka. Koncepcja systemowa*, Wydawnictwo PAN, Warszawa 1982.
- Kohlert D., *The determinants of regional real estate returns in the United Kingdom: a vector error correction approach*, Journal of Property Research, Vol. 27, No. 1. 2016
- Kokoszcyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa, 2004.
- Kolany K., *Historia o wilkach i owcach czyli co stało u źródeł Kryzysu?*, Bankier.pl, 2008.
- Kołodko G., *Strategia szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce*, Wydawnictwo WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa, 2004.
- Komunikat Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego z dnia 11 lutego 2019 r. w sprawie przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w 2018 r.
- Konopczak M., Sieradzki R., Wiercicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych - wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, Bank i Kredyt, 2010.
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 2009 r. Nr 114, poz. 946).
- Kot, St. M. Jakubowski J., Sokołowski A., *Statystyka*, Difin, Warszawa 2011.
- Kotler P., *Marketing Management*, Pearson, Harlow, 2016.
- Kotowski S., Janikowska K., *Spółdzielczość mieszkaniowa w Polsce*, Qax Manufaktura Artystyczna, Bydgoszcz, 2004.
- Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa, 2006.
- Kowalski P., *Potrzeby ludzkie a prawa człowieka*, Wydawnictwo PAN, Wrocław.
- Kraay A., Ventura J., *The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the U.S. Current Account*, University of Chicago Press, 2005.
- Kreczmańska-Gigol K., *Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce*, Zeszyt Naukowy Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa, 2009.
- Kregel J., *Minsky's Cushions of Safety*, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 93, 2008.
- Krężolek D., *Miary zależności – analiza statystyczna na przykładzie wybranych waleń rynku metali nieżelaznych*, Studia Ekonomiczne, 2014, nr 192, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.
- Krippner G.R., *The Financialisation of the American Economy*, Socio-Economic Review, 3(2), 2006.
- Krueger D., Mitman K., and Perri F., *Macroeconomics and Household Heterogeneity*, volume 2 of *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier, 2016.
- Krzak M., *Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych*, [w:] Winiecki J. (red.), *Kryzys globalny. Początek czy koniec?*, Warszawa, Reagan Press, 2009.
- Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomości w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa, 2006.
- Kucharska-Stasiak E., *Podstawy funkcjonowania rynku nieruchomości – ujęcie teoretyczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, 2005.
- Kucharska-Stasiak E., *Rynek nieruchomości mieszkaniowych w procesie powstawania nierównowag makroekonomicznych*, Świat Nieruchomości, 96/2016.
- Kulesza H., *Zmiany warunków mieszkaniowych w miastach Polski w latach transformacji*, Człowiek i Środowisko, Nr 3-4, 2004.

- Kuppens T., Prast H., Wesseling E., *Banking Supervision at the Crossroads*, Elgar Publishing, Cheltenham, 2003.
- Kuttner and Shin, *Can Non-interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies*, BIS Working Papers, 2014.
- Kuß A., Tomczak T., Käuferverhalten. *Eine marketingorientierte Einführung*, UTB, Stuttgart, 2007.
- Kwaśniak W., *Poprawa bezpieczeństwa rynku kredytów mieszkaniowych w aspekcie polityki nadzorczej*, VIII Międzynarodowy Kongres Finansowania Nieruchomości w Krajach Europy Środkowo-Wschodniej, Warszawa, 2011.
- Kwiatkowski W., *System Rezerwy Federalnej*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa, 2014.
- Landis J., Elmer V., *The New Economy and Housing Market Outcomes*, Institute of Business and Economic Research, Fisher Center for Real Estate and Urban Economics, Conference Paper Series C 01-003, September 2001.
- LBC Warranty, *What is the average house size in the UK?*, 1 June 2019.
- Leamer E.E., *Housing is the Business Cycle*, NBER Working Paper Series, No. 13428, 2007.
- Lechowicz T., *Finansowanie nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i Wielkiej Brytanii*, Problemy Rozwoju Miast, Kraków, 2010.
- Lechowicz T., *Nadzór nad rynkami finansowymi w Unii Europejskiej*, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, 2016.
- Lechowicz T., *Wpływ decyzji nadzoru bankowego i banku centralnego w Wielkiej Brytanii na rynek nieruchomości mieszkaniowych w latach 2001-2012*, http://www.sim.wz.uw.edu.pl/sites/default/files/artykuly/t._lechowicz_0.pdf.
- Lees D., Footman J., *The Court of the Bank of England*. Quarterly Bulletin 2014 Q1, Vol. 54 No. 1, Bank of England, 2014.
- Leszczyńska-Rejchert A., *Człowiek starszy i jego wspomaganie – w stronę pedagogiki starości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego, Olsztyn, 2006.
- Levin E.J., Pryce G., *What Determines the Responsiveness of Housing Supply? The Role of Real Interest Rates and Cyclical Asymmetries*, Centre for Public Policy for Regions Discussion Paper nr 20, 2015.
- Levine R., Zervos S., *Stok Market Development and Long-Run Growth*, World Bank Economic Review, vol. 19, no. 2, 1996.
- Lewicka-Strzałecka A., *Moralność finansowa Polaków. Raport z badań*, Konferencja Przedsiębiorstw finansowych w Polsce, 2016.
- Lewis B.R., Orledge J., Mitchell V.W., *Service Quality: Student's Assessment of Banks and Building Societies*, International Journal of Bank Marketing, nr 4, 1994.
- Liang H., Ren J., Gao Z., Gao X., Luo X., Dong L., Scipioni A., *Identification of critical success factors for sustainable development of biofuel industry in China based on grey decision-making trial and evaluation laboratory (DEMATEL)*, Journal of Cleaner Production, 2017.
- Lissowska M., Szulfer J., *Cykl mieszkaniowy a system bankowy – przypadek Polski*, Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej, nr 88, Warszawa, 2012.
- Lityńska A., *Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki gospodarcze*, w: *Przyczyny i skutki kryzysu w ujęciu makro- i mikroekonomicznym*, Fatuła D. (red.), Akademia im. A.F. Modrzewskiego, Kraków, 2009.
- Lubowski A., *Przyczyny kryzysu – wywiad z prof. Johnem B. Taylorem*.
- Lucas R. E., *On the mechanics of economic development*, Journal of Monetary Economics, 1988.
- Lunn P., Ruane F., *Using Evidence to Inform Policy*, Gill & Macmillan Ltd, 2013.
- Łaganowski, A., *Spekulacje przenoszą się na rynek nieruchomości*, Bankier.pl, 2009.
- Łańcucki J. (red.), *Podstawy kompleksowego zarządzania jakością TQM*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, 2006.
- Łasak P., *Mechanizmy oddziaływania i zagrożenia polityki luzowania ilościowego*, Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Nr 319, 2017.
- Łasak P., *Model przyszłości*, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 10, Warszawa, 2006.
- Łaszek J., Augustyniak H., Gajewski K., Olszewski K., Waszczuk J., *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*, NBP, 2012.
- Łaszek J., Augustyniak H., Widłak M., *Cykle na warszawskim rynku nieruchomości mieszkaniowych*, Finansowanie Nieruchomości, nr 1, Warszawa, 2010.

- Łaszek J., *Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa, 2004.
- Malpezzi, S., Wachter, S.M., *Housing Demand*, International Encyclopedia of Housing and Home, London, 2012.
- Małkowska A., Marona B., *Podstawy gospodarowania nieruchomościami*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków, 2012.
- Manjura-Niśkiewicz G., *Dodatki mieszkaniowe w Polsce, A PROPOS*, Wrocław, 2011.
- Manning A., *The Determinants of Wage Pressure: Some Implications of a Dynamic Model*, *Economica*, Vol. 58, No. 231, 1991.
- Marcinkiewicz J., Matel A., *Analiza dostępności mieszkań w miastach wojewódzkich Polski z wykorzystaniem metody TOPSIS*, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, Nr 475, 2017.
- Marszałek P., *Koordinacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*, PWN, Warszawa, 2009.
- Masiukiewicz P., Dec P., *Behawioralne aspekty baniek cenowych i sposoby ich dezaktywacji*, *Ekonomista*, Warszawa, 2015.
- Maslow A., *Motywacja i osobowość*, PWN, Warszawa, 2006.
- Mastalski R., Fojcik-Mastalska E., *Prawo finansowe*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa, 2013.
- Matel A., *Realizacja programu Mieszkanie dla młodych w kontekście dostępności dochodowej mieszkań*, *Optimum Economic Studies*, Nr 1 (91), Uniwersytet w Białymstoku, 2018.
- Matysek -Jędrych A., *System finansowy – definicja i funkcje*, *Bank i Kredyt*, Nr 10, 2007.
- Mayer L.H., *An Agenda for Bank Supervision and Regulation*, Remarks before the Institute of International Bankers Annual Breakfast Dialogue, Washington, 1999.
- Mayer-Brown, *Towards a European Banking Union – The European Commission Announces a New Legal Framework for Banking Supervision*, Mayer-Brown, London, 2012.
- McCulley P., *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, PIMCO, Global Central Bank Focus, 2009.
- McLeay M., Radia A., Thomas R., *Money creation in the modern economy*, Bank of England Quarterly Bulletin Q1, Bank of England, 2014.
- Mcster L. J., *What's the Point of Credit Scoring?* *Business Review*, September/October 1997, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Meen G., *Homeownership for Future Generations in the UK*, *Urban Studies*, London, 2013.
- Mehrling P., *Minsky and Modern Finance*, *The Journal of Portfolio Management*, nr 1, 2000.
- Mehrling P., *The Vision of Hyman P. Minsky*, *Journal of Economic Behavior & Organization*, nr 39, 1999.
- Merton R.C., *Functional Perspective of Financial Intermediation*, *Financial Management*, vol. 24, Issue 2, 1995.
- MFV, *Global Financial Stability Report. Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?*, 2012.
- Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa, 2007.
- Miklaszewska E., *Pokryzysowa reregulacja europejskiego rynku bankowego. Skutki dla Polski*, *Zeszyty Naukowe, PTE*, Nr 11, Kraków, 2011.
- Miklaszewski S. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, 2003.
- Miles D., Pillonca V., *Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets*, *Oxford Review of Economic Policy* Vol. 24, 2014.
- Miles D., Pillonca V., *Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets*, *Oxford Review of Economic Policy* Vol. 24, 2008.
- Milewski R., *Elementarne zagadnienia ekonomii*, PWN, Warszawa, 2017.
- Miller V., Vallee L., *Central Bank Balance Sheets and the Transmission of Financial Crises*, *Open Economies Review*, Vol. 22, No. 2, 2011.
- Ministry of Housing, Communities and Local Government, *Help to Buy (Equity Loan scheme) Data to 30 September 2018*, England, Housing Statistical Release, 2019.
- Ministry of Housing, Communities and Local Government, *House building; new build dwellings*, England: December Quarter 2017, 02 April 2019.

- Minsky H. P., *The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 72, 1992.
- Minsky H.P., *The Financial Instability Hypothesis, Working Paper*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, No. 74, 1992.
- Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa, 2002.
- Misztal P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa, 2004.
- Mituś A., *Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa krajowego – zarys problematyki*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2014.
- Montague A., *Review of the barriers to institutional investment in private rented homes*, ODPM London, 2015.
- Moraczewska A., *Korporacje transnarodowe w procesach globalizacji*, w: *Oblicza procesów globalizacji*, Pietras M. (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin, 2002.
- Morawski I., Wieczorek Sz., *Zadłużenie i bezpieczeństwo finansowe Polaków*, Bonnier Business, Warszawa, 2019.
- Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa, 2011.
- Muellbauer J., *Housing, Credit and Consumer Expenditure*, CEPR Discussion Papers, No 6782, 2015.
- Muellbauer J., Murphy A., *Housing Markets and the Economy: The Assessment*, Oxford Review of Economic Policy, 24 (1), 2014.
- Mueller G.R., Burns F.L., *Real Estate Space Market Cycles, Cycle Monitor-Real Estate Market Cycles*, Dividend Capital Group, Inc. Second Quarter 2006 Analysis, 2007.
- Musakwa F.T., *Measuring Bank Funding Liquidity Risk*, 2013.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa, 2009.
- Nazarczuk J. M., *Stymulanty lokalizacji inwestycji w województwie warmińsko-mazurskim* [w:] Balcerzak A.P., Górecka D., *Uwarunkowania rozwoju społeczno-gospodarczego Polski*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń, 2007.
- NBP, *Kredyt bankowy jako źródło finansowania działalności*, Rzeszów, 2016.
- NBP, *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2017 r.*, Departament Analiz Ekonomicznych, Warszawa, 2018.
- Nellis J.G., McCaffery K.M., Hutchinson R.W., *Strategic challenges for the European banking industry in the new millennium*, International Journal of Bank Marketing, nr 18/2, 2000.
- Nieborak T., *Globalny kryzys finansowy – istota, przyczyny, konsekwencje*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 4, 2010.
- Niedziółka P., *Analiza potencjalnych korzyści i negatywnych konsekwencji wdrożenia norm LYCR i NS FR w bankach europejskich*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2015.
- NIK, *Bezpiecznie jak w Banku, NIK o stabilności sektora bankowego*, Warszawa, 2018.
- Nojszewska E., *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne, Warszawa, 2010.
- Nowak L., *Uwarunkowania zachowań konsumenckich młodzieży akademickiej. Eksploracja struktur ukrytych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2009.
- Nowakowski J., Famulska T. (red.), *Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, Difin, Warszawa, 2008.
- Nowicki M., *Atrakcyjność inwestycyjna województw i podregionów Polski 2016*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, 2016.
- Nykiel L., *Funkcje i rola państwa na rynku mieszkaniowym*, Studia i Materiały TNN, nr 4, 2009.
- Seefeld D., *Polityka do upadłego: światowy kryzys finansowy 2008 roku*, w: *Platon na Wall Street*, Kleczkowski J. (red.), Price J., Ośrodek Myśli Politycznej, Kraków, 2010.
- Ofiarski Z., *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa, 2008.
- Olszak M., 2004, *Wybrane aspekty rozwoju rynku kredytów hipotecznych w Niemczech i w Polsce*, Materiały i Studia, NBP, Zeszyt nr 182, 2015.
- Transpersonalista the Sunselect and Application of Macroprudential Instrument*, CG FS Papers, No. 48, Basel, 2012.
- Oplu stil K., Porzycki M., *Waluta w: Instytucje gospodarki rynkowej*, Smaga M. (red.), Wolatres Kluwer, Warszawa, 2010.
- Opolski K., Polkowski K., *Jakość usług w bankach. Diagnoza działań poprawy jakości w polskim sektorze bankowym – wyniki badań (cz. I)*, Bank i Kredyt, nr 7, 2002.

- Oręziak L., *Bankowość centralna od A do Z*, NBP, Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa, 2008.
- Orłowski W. M., *Świat, który oszalał*, Biblioteka Gazety Wyborczej, Warszawa, 2008.
- Niesiorpanie A., *The Road to Price Stability, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*, Federal Reserve Board, Washington D. C., 2006.
- Ostrowska D., Kowalczyk-Rólczyńska D., Jamróz P., Staniszevska A., Spigarska E., Staśkiel M., *Rynek nieruchomości w Polsce. Teoria i praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa, 2016.
- Othman A., Owen L., *Developing an Instrument to Measure Customer Service Quality SQ in Islamic Banking*, International Journal of Islamic Financial Services, nr 1, 2011.
- Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa, 2002.
- Oxley M., Brown T., Nadin V., Qu L., Tummers L., *Review of European Planning Systems*, Centre for Comparative Housing Research, Leicester Business School, 2011.
- Pacione M., *Urban Geography. A Global Perspective*, Routledge, London and New York, 2015.
- Palley T. I., *A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises*, Institut fuer Makroökonomie und Konjunkturforschung, Dusseldorf, Working Paper 5/2009.
- Papież R., *Covered bonds jako źródło stabilności rynku finansowego*, Zeszyty Naukowe PTE, nr 13, 2012.
- Partyka K., *Zróżnicowane reakcje w ramach polityki pieniężnej na wydarzenia giełdowe w modelu losowych współczynników*, Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych, 2016.
- Pasinetti L.L., *Keynes and the Cambridge Keynesians*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.
- Pattison B., Diacon D., Vine J., *Tenure trends in the UK housing system*, Building and Social Housing Foundation, 2014.
- Peachey K., *Typical council tax in England will rise by 4.7% in April*, British Broadcasting Corporation, 2019.
- Pearlman J., *Central Bank Transparency and Private Information in a Dynamic Macroeconomic Model*, ECB Working Paper No. 455, 2005.
- Pedro J.B., Meijer F., Visscher H., *Comparison of building permit procedures in European Union countries*, OTB Research Institute for the Built Environment, Delft University of Technology, 2013.
- Pietrasik A., Laskowski A., *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego*, Twigger, Warszawa, 2004.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce, t. 1*, PWN, Warszawa, 2008.
- Piketty T., *Capital in the Twenty-First Century*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2017.
- Płachcińska A., *Standard w społecznym budownictwie mieszkaniowym, Sprawy mieszkaniowe*, IGM, Zeszyt 2/1994.
- Pniewska K., *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na polski sektor finansowy*, [w:] Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Reakcje rynku na kryzys finansowy*, CeDeWu, Warszawa, 2011.
- Podstawka M., *Finanse, Instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, PWN, Warszawa, 2010.
- Polański Z., *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, [w:] Albiński P., *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2016.
- Pollin R., *The Relevance of Hyman Minsky*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Working Paper 183, 1997.
- Pontuch P. Kalantaryan S., *Rental market regulation in the European Union (Regulacja rynku najmu w Unii Europejskiej)*, European Economy, 2014.
- Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, CeDeWu, Warszawa, 2007.
- Priemus H., Elsinga M., Cao L., *Public mortgage guarantee: risks for the tax payer*, Housing Finance International, XXI (4), 2017.
- Przekota G., *Znaczenie stopy procentowej w kształtowaniu koniunktury na rynku nieruchomości*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych, Politechnika Koszalińska, 2018.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, Bank i Kredyt, nr 4, Warszawa, 2006.
- Puńska-Turyna B., *Statystyka dla ekonomistów*, Difin, Warszawa 2008.

- Pyka I., *Finansowanie banków przez sekurytyzację aktywów*, w: Sikorski J. (red.), *Banki a rozwój przedsiębiorczości w Polsce, t. II*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, 2003.
- Radzimski A., *Subsidized mortgage loans and housing affordability in Poland*, GeoJournal, 2014.
- Randall B., *Affordable Housing. Better by Good Design*, Housing Corporation, London, 2003.
- Raport AMRON-SARFiN, *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości*, nr 2, 2021.
- Raport Heritage Real Estate, *Znaczenie instytucji wkładu własnego dla rynku nieruchomości. Rekomendacje dla Polski*. ISB News, 2017.
- Raport o sytuacji na rynkach nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2015 r.*, Departament Stabilności Finansowej, NBP, Warszawa, 2016.
- Ratajczak E., *Spoleczne czynniki popytotwórcze oraz zachowania nabywcze na rynku mebli i wyrobów drewnianych*, Przemysł Drzewny, nr 7-8, 2008.
- Reinhart C.M., Reinhart V., *Pride Goes Before a Fall, Federal Reserve Policy and Asset Markets*, Working Paper 16 815, National Bureau of Economic Research, February 2011.
- Robinson J., *The Generalisation of the General Theory, in the Rate of Interest, and Other Essays*, Macmillan, London, 1952.
- Rogers R.G. Sir. (red.), *Urban Task Force: Towards a Strong Urban Renaissance*, 2009.
- Rogowski W., *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*, Wolters Kluwer, Warszawa, 2013.
- Rohe W. M., van Zandt S., McCarthy G., *The social benefits and cost of Homeownership: a critical assessment of research*, Low-Income Homeownership Working Paper Series, Bristol (Joint Center for Housing Studies of Harvard University), 2009.
- Rollnik-Sadowska E., *Polityka rynku pracy w Wielkiej Brytanii. Propozycje implementacyjne dla Polski*, Studia Ekonomiczne nr 176, Katowice, 2014.
- Ronald R., *The Ideology of Home Ownership. Homeowner Societies and the Role of Housing*, Houndmills, Palgrave Macmillan, UK, 2008.
- Rosengren E. S., *Addressing the Credit Crisis and Restructuring the Financial Regulatory System: Lessons from Japan*, Institute of International Bankers, Annual Washington Conference.
- Rosser J.B. Jr., Rosser M.V., Gallegati M., Minsky-Kindleberger A., *Perspective on the Financial Crisis*, Journal of Economic Issue, Vol. XLVI, No. 2, June 2014.
- Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa, 2011.
- Rousseau P. L., Wachtel P., *What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth*, Working Papers 06-15, 2006.
- Rozkut M., *Polityka informacyjna banków centralnych*, w: *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, 2011.
- Różański J., *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, 2006.
- Rubio M., *Fixed and Variable-rate Mortgages, Business Cycles and Monetary Policy*, Banco de España Working Paper, No. 0903, 2010.
- Rudebusch G. D., *Monetary Policy and Asset Price Bubbles*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, nr 18, 2009.
- Rudnicki L., *Determinanty zachowań konsumentów na rynku*, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Nowym Sączu, 2015.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Odwrócony kredyt hipoteczny – lekarstwo na ubóstwo emerytów (seniorów, osób starszych)?*, Uniwersytet Wrocławski, 2015.
- Rybiński K., *Central bank transparency and central bank communication: Editorial introduction*, European Journal of Political Economy, Vol. 23, Issue 1, 2010.
- Rygiel K., *Nieruchomość jako przedmiot wyceny*, w: *Ile jest warta nieruchomość*, Mączyńska E. Strzelczyk R. (red.), *Prawo nieruchomości*, Wydawnictwo C.H. Beck, Wydanie 5, Warszawa, 2017.
- Saks R., *Job Creation and Housing Construction: Constraints on Metropolitan Area Employment Growth*, Journal of Urban Economics, 64 (1), 2011.
- Sánchez A.C., Andrews D., *To Move or not to Move: What Drives Residential Mobility Rates in the OECD?*, OECD Economics Department Working Papers, No. 846, 2013.
- Sawyer M., *Financial Development, Financialisation and Economic Growth*, FESSUD Working Paper Series, no. 21, 2014.

- Schaling E., Nolan C., *Monetary policy uncertainty and inflation: The role of central bank accountability*, The Economist 146 (4), 1998.
- Schwab K., *The Global Competitiveness Report 2015-2016*, The World Economic Forum, Geneva, 2016.
- Seager A., Inman Ph., *US Housing Crisis: Freddie and Fannie are Nationalized*, The Guardian, September 8, 2008.
- Seely A., *Keep M., Stamp duty land tax on residential property*, House of Commons Library Briefing Paper no. 7050. London, House of Commons Library, 2018.
- Shahrokhi M., *The Global Financial Crises of 2007-2010 and the future of capitalism*, Global Financial Journal, vol. 22, nr 3, 2011.
- Shiller, R., *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009.
- Shull B., *Financial Modernization Legislation in the United States. Background and implications*, UNCTAD, Discussion Paper, 30 September 2000 r., nr 151.
- Sikora-Fernandez D., *Identyfikacja ograniczeń w efektywnym zarządzaniu komunalnymi zasobami w Łodzi – propozycje zmian*, Uniwersytet Łódzki, 2010.
- Sila I., Ebrahimpour M., *Critical Linkages among TQM Factors and Business Results*, International Journal of Operations & Production Management, nr 11, 2005.
- Sitek M., *Analiza systemu refinansowania akcji kredytowej za pomocą depozytów i listów zastawnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 73, 2015.
- Sivadas E., Baker-Prewitt J.L., *An Examination of the Relationship between Service Quality, Customer Satisfaction, and Store Loyalty*, International Journal of Retail & Distribution Management, nr 2, 2000.
- Skikiewicz R., *Jakość usług bankowych a konkurencyjność banków*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2010.
- Skopkowski M., Wiśniewski M., *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2012.
- Skorwider-Namiołko, J., Zapotoczna, M., *Ocena potencjału rozwoju lokalnych rynków nieruchomości mieszkaniowych*, Studia Ekonomiczne nr 144, 2013.
- Skwara M., *Rządowy program mieszkaniowy*, www.england.pl/aktualnosci/wielka-brytania/news.html?, 2018.
- Sławiński A., *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, 2011.
- Sławiński A., *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, Przybylska-Kapuścińska W. (red.), Difin, Warszawa, 2009.
- Smaghi L. B., *Conventional and Unconventional Monetary Policy*, ICMB, Geneva, 2009.
- Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa, 2007.
- Smyczek S., Sowa I., *Konsument na rynku. Zachowania, modele, aplikacje*, Difin, Warszawa, 2005.
- Snowdon B., Vane H.R., *Rozmowy z wybitnymi ekonomistami*, PWE, Warszawa, 2003.
- Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa, 2008.
- Sobolewski P., Tymoczko D., *WIBOR-owi pasażerowie na gapę*, Bank, nr 3, Warszawa, 2013.
- Soboń A., *Samorządy i inwestorzy prywatni kluczem do sukcesu Mieszkania Plus* (w:) Portal internetowy Radio Lublin, 20.06.2017, (<http://radio.lublin.pl/news/artur-sobon-samorzady-i-inwestorzy-prywatni-kluczem-dosukcesu-mieszkania-plus>).
- Stankiewicz W., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa, 2007.
- Steiner C., *Immobilienfinanzierung in den Lander der Eurtopaischen Gemeinschaft*, Frits Knapp Verlag, Frankfurt am Main, 1990.
- Stephens, *Tackling housing market volatility in the UK*, Joseph Rowntree Foundation, York, 2013.
- Stiglitz J.E., *The Theory of Credit and Macro-Economic Stability*, Working Paper 22837 National Bureau Of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, November 2016.
- Stone M., Bond A., Blake E., *Marketing bezpośredni i interaktywny*, PWE, Warszawa, 2007.
- Strycharczyk A., *Rekomendacja T – szanse i zagrożenia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2012.

- Suda J., *Belief-Twisting Shocks and the Macroeconomy*, NBP, Macroeconomic Dynamics, vol. 22, Special Issue 7, 1844-1858, 2018.
- Suszyńska K., *Doświadczenia społecznego budownictwa mieszkaniowego w Szwecji i możliwości ich wykorzystania w polskiej praktyce (Rozprawa doktorska)*, Poznań, 2014.
- Svensson L., *Inflation Targeting and Leaning against the Wind*, International Journal of Forecasting, vol. 10(2), 2012.
- Szambelańczyk J., *Stabilność systemu bankowego a paradygmat bankowości*, Finanse, nr 1 (2), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2010.
- Szczepankowski P., *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo WSPiZ, Warszawa, 1999.
- Szelągowska A., *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa, 2010.
- Szpringer W., *Instytucje nadzoru w sektorze finansowym*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa, 2014.
- Szpunar P.J., *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 278, NBP, Warszawa, 2012.
- Szreder M., *Losowe i nielosowe próby w badaniach statystycznych*, Przegląd Statystyczny, 2010, R.LVII, Zeszyt 4, s. 171.
- Sztompka P., *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, Wydawnictwo Znak, Kraków, 2007.
- Szydło S., *Wpływ działalności depozytowo-kredytowej banków komercyjnych na stabilność polskiej gospodarki*, Ekonomia Menedżerska, nr 10, 2011.
- Śmiłowicz P., *Polskę dzieli przepaść od zachodnich standardów. Musimy podwoić liczbę mieszkań*, Forsal.pl, 2018.
- Świecka B., *Bankructwa gospodarstw domowych. Perspektywa ekonomiczna i społeczna*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, 2008.
- Tang M.K., *Twin Global Shocks Dent United Kingdom Outlook*, IMF Survey Magazine, International Monetary Fund, Vol. 37, No. 9, London, September 2008.
- Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, PWN, Warszawa, 2010.
- The Role of Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy*, ECB Economic Bulletin, No. 4, 2015.
- Thedy M., Pleskowicz A., Sawicki M., Koper M., Dąbek K., Banasikowska A., *Opodatkowanie rynku nieruchomości*, Wydanie 3, C.H. Beck, Warszawa, 2013.
- Topiński A., *Kredyty mieszkaniowe w bazach Biura Informacji Kredytowej. Sprzedaż kredytów, jakość portfeli, materiały konferencyjne*, VIII Międzynarodowy Kongres Finansowania Nieruchomości w Krajach Europy Środkowej, Warszawa, 2011.
- Towers G., *An introduction to urban housing design: at home in the city*, Elsevier, 2005.
- Trojanek M., *Podejście dochodowe w wycenie nieruchomości. Przykłady i zadania*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2019.
- Trojanek M., *Preferencje nabywców na pierwotnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu*, Studia i Materiały TNN, Nr 8(1), 2009.
- Trojanek R., *Wpływ wahań koniunkturalnych na lokalne rynki mieszkaniowe*, Studia i Materiały TNN, Vol. 19, No. 1, 2011.
- Trojanek, R., *Zmiany cen na wtórnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu w latach 2008-2011*, Studia i Materiały TNN, t. 20, nr 1, Olsztyn, 2014.
- Tunstall B., *Relative housing space inequality in England and Wales, and its recent rapid resurgence*, [w:] International Journal of Housing Policy, London, 2016.
- Turner P., *The Exit from Non-Conventional Monetary Policy: What Challenges?*, BIS Working Papers, No. 448, 2014.
- Twardoch A., *Problem dostępnego budownictwa mieszkaniowego na wybranych przykładach*, Politechnika Śląska, Gliwice, 2010.
- Tylińska J., *Najważniejsze uwagi ZBP do uchwalonej w dniu 23 lutego 2010 r. przez KNF rekomendacji T dotyczącej dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, www.zbp.pl.
- Urbańska W., Zaniewska H., *Ocena zasobów mieszkaniowych w Polsce z punktu widzenia poziomu dekapitalizacji oraz standardów zamieszkiwania*, IRM, Zakład Mieszkalnictwa w Warszawie, Kraków, 2006.
- Van Nieuwerburgh S., Weill P., *Why has house price dispersion gone up?*, The Review of Economic Studies, 77(4), 2015.

- Vertesy D., Deiss R., *The Innovation Output Indicator 2016. Methodology Update*, EUR 27880 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2017.
- Wainwright T., *Laying the foundations for a crisis: Mapping the historico-geographical construction of Residential Mortgage Backed Securitization in the UK*, International Journal of Urban and Regional Research, 2013.
- Walley S., *Capital Adequacy and Property Valuation*, European Mortgage Federation, 20 IV 2005.
- Ward S. V., *Planning and Urban Change*, SAGE, Londyn, 2004.
- Warnock F., Warnock V. C., *International Capital Flows and U.S. Interest Rates*, Journal of International Money and Finance, Forthcoming, 2009.
- Wasilewski J., *Determinanty kryzysów bankowych*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa, 2009.
- Wdowiński P., *Ekonometryczna analiza popytu na kredyt w polskiej gospodarce*, www.knf.gov.pl, 2011.
- Wellerdt A., *Organisation of Banking Regulation*, Springer, 2015.
- Whitehead, C.M.E., *Using projections of household numbers – tensions between planning and economics*, [w:] Town and Country Planning, London, 2018.
- Wiersema F., *Integracja z klientem*, Oficyna Wydawnicza Logos, Warszawa, 1997.
- Wierzbowski M., (red.), Sobolewski J., (red.), Wajda O., (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa, 2014.
- Wilczek M.T., *Standard mieszkaniowy w Polsce na tle państw sąsiednich, członków Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice, 2012.
- Willmann M., *Wpływ rekomendacji nadzorczych na kształtowanie rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław, 2014.
- Winkler B., *Which Kind of Transparency?* EBC, 2007.
- Wiśniewska A., *Wybrane problemy zarządzania finansami gospodarstw domowych w krajach europejskich*, Finanse i Prawo Finansowe, Journal of Finance and Financial Law, vol. 3(15), 2017.
- Wiśniewska E., *Wpływ cykli koniunkturalnych rynku nieruchomości na poziom wartości rynkowej nieruchomości*, Zeszyt Hipoteczny, nr 23, 2006.
- Witakowski P., RAPORT 2006. *O naprawie sytuacji mieszkaniowej*, Centrum Komunikacji Medialnej i Federacja Inicjatyw Oświatowych, Warszawa, 2007.
- Wojciechowska-Filipek S., *Zniekształcenia informacji a bezpieczeństwo decyzji finansowych*, materiały z konferencji zorganizowanej w Społecznej Akademii Nauk w Warszawie pt. „Nowe paradygmaty stabilności rynku finansowego”, Warszawa, 2014.
- Wojtyna A., *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, PWN, Warszawa, 2000.
- Woś J., Rachocka J., Kasperek-Hoppe M., *Zachowania konsumentów – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2011.
- Woźny D., *Uwarunkowania zachowań młodych konsumentów na rynku mebli*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2012.
- Wyly E., Moos M., Hammel D., Kabahizi E., *Cartographies of Race and Class: Mapping the Class-Monopoly Rents of American Subprime Mortgage Capital*, International Journal of Urban and Regional Research, No. 33(2), 2011.
- Yellen J. L., *A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers*, 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, Meeting the Challenges of the Financial Crisis, Levy Economics Institute of Bard College, 2009.
- Zacharenko L., (red.) *Organizacja prawna administracji publicznej*, Prace Naukowe Uniwersytetu Śląskiego w Katowicach, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Nr 3076, Katowice, 2013.
- Zaleska M., *Kredytowanie nieruchomości bez fajerwerków*, Finansowanie Nieruchomości, nr 1, 2012.
- Załączna M., *Funkcjonowanie rynków nieruchomości w wybranych krajach*, w: *Zachodnie rynki nieruchomości*, Kucharska-Stasiak E. (red.), Twigger, Warszawa, 2007.
- Zaniewska H. (red.) *Mieszkania dla ubogich w zrównoważonym rozwoju miast*, IRM, Kraków 2005.
- Zaremba A., *Uwarunkowania rozwoju rynku nieruchomości jako istotnego czynnika rozwoju lokalnego*, Journal of Agribusiness and Rural Development, Vol. 115-121, nr 1(19), 2011.
- Zieliński T., *Separacja bankowości detalicznej i komercyjnej od działalności inwestycyjnej banków – poszukiwanie dróg do stabilnego systemu finansowego*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2015.
- Zombirt J., *By sekurytyzacja była możliwa*, Bank, Nr 5, 2002.

- Związek Banków Polskich, *O bankach i frankach*, Warszawa, 2015.
- Zygierewicz M., *Mikro- i makroostrożnościowa polityka nadzorcza względem sektora bankowego – potencjalne obszary konfliktów i sposoby ich minimalizacji*, Annales Universitat Mariae Curie-Skłodowska, 2016.
- Żelazna K., Kowalczyk I., *Zachowania młodych konsumentów na rynku napojów bezalkoholowych*, Acta Scientiarum Polonorum – Oeconomia, nr 2 (1), 2009.
- Żelazowski K., *Regionalne zróżnicowanie cen i ich determinant na rynku mieszkaniowym w Polsce*, Studia i Materiały TNN, Vol. 19, No. 3, 2011.
- Żywiecka H., *Niestandardowe działania Banków Centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, Praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2012.

Akty prawne

- Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. (Dz.U. WE L 41/35, 13.2.2002 r.).
- Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi, 2011/0062 (COD), Bruksela, 2011.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (Dz. Urz. UE, nr L 176).
- Dyrektywa Rady Europy 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. WE L 375/3, 31.12.1985 r.).
- Uchwała nr 391/2008 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 17 grudnia 2008 r. w sprawie wydania Rekomendacji S (II) dotyczącej dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, Dz. Urz. 2008, KNF nr 8, poz. 45.
- Uchwała nr 43/2013 Zarządu NBP z dnia 21 listopada 2013 r. w sprawie zasad i trybu naliczania oraz utrzymywania rezerwy obowiązkowej (Dz. Urz. NBP z 25 listopada 2013 r., poz. 21).
- Ustawa z dnia 7 listopada 2008 r. - Komitet Stabilności Finansowej (Dz.U. 2008, Nr 209, poz. 1317).
- Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. - Podatek od towarów i usług (Dz.U.2021.0.685).
- Ustawa z dnia 15 kwietnia 2002 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. nr 49, poz. 447, z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 16 września 1982 r. - Prawo spółdzielcze (Dz. U. z 2017 r., poz. 1596).
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. - Nadzór nad rynkiem finansowym, (Dz.U. z 2006 r. poz. 1119).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Gospodarka nieruchomościami (Dz. U. z 2018 r., poz. 50).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny (Dz. U. z 2017 r., poz. 1132).
- Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. - Kredyt hipoteczny oraz o nadzór nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz. U. 2017, poz. 819).
- Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. - Własność lokali (Dz. U. z 2017 r., poz. 1529).
- Ustawa z dnia 25 czerwca 2015 r. - Zmiana ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi (Dz.U. 2015, poz. 1194).
- Ustawa z dnia 27 września 2013 r. - Pomoc państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi, (Dz. U. z 2017 r. poz. 1184 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. - Obligacje (Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300, ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. - Obrot instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538, ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Listy zastawne i banki hipoteczne (Dz.U. z 1997 nr 140 poz. 940 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Narodowy Bank Polski (Dz. U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939).
- Ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. - Księga wieczysta i hipoteka (Dz. U. z 2017 r., poz. 1007).
- Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. - Samorząd terytorialny (Dz.U. 1990 nr 16 poz. 95, z późn. zm.)

Strony internetowe

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries?display=graph>.
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7926561.stm>.
<http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/1639,pojecie.html>, GUS.
<http://www.acadata.co.uk/acadataHousePrices.php>.
<http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf>.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/discussionpaper111220.pdf>, 2014.
http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/51744/16_Edyta_Rutkowska_Tomaszewska.pdf, 2018.
<http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/geraats/tpinde.pdf>.
http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html.
<http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/publikacje/Documents/publikacje/090303SysRozPubl.pdf>.
http://www.knf.gov.pl/Images/regulamin_org_uknf_1_01_2012_tcm75-28977.pdf.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/53/contents>.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>.
http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_1999_2003.pdf.
<http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj2012.pdf>.
<http://www.polishexpress.co.uk/banka-na-nieruchomosciach-brytyjski-rynek-mieszkan-czeka-krach>.
<http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1503550,1,przyczyny-kryzysu---wywiad-z-prof-johnem-b-taylo-rem>.
<https://media.bik.pl/publikacje/att/1327997>.
<https://narodowyprogram.pl/indywidualne-konta-mieszkaniowe/indywidualne-konto-mieszkaniowe>.
<https://www.bankier.pl/wiadomosc/Wielka-Brytania-jednak-podnosi-stop-y-procentowe-Kurs-funta-w-gore-8244450.html>.
<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/statistics/mortgage-lenders-and-administrators/2017/2017>
<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate>, baserate.xls.
<https://www.bankofengland.co.uk/statistics/details/further-details-about-wholesale-discount-data>.
<https://www.fca.org.uk/publication/corporate/approach-to-consumers.pdf>.
<https://www.gov.uk/affordable-home-ownership-schemes/help-to-buy-equity-loan>.
<https://www.gov.uk/government/publications/about-the-uk-house-price-index/comparing-house-price-indices-in-the-uk>.
<https://www.halifax.co.uk/media-centre/house-price-index/>.
<https://www.helptobuy.gov.uk/help-to-buy-isa/how-does-it-work/>.
https://www.knf.gov.pl/Images/RAPORT_O_SYTUACJI_BANKOW_2015_tcm75-47215.pdf.
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KREDYTY_MIESZKANIOWE_I_KONSUMPCYJNE_2017_61873.pdf.
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/RekomendacjaT_33586.pdf.
<https://www.mieszkaniedm.pl/banki/2018>.
<https://www.mieszkaniedm.pl/zasady-programu/>, 2018.
https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html.
https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html.
<https://www.nbp.pl/nadzormakroostroznosciowy/komitet.aspx>.
https://www.nbp.pl/publikacje/biuletyn_informacyjny/2016/2016_12_pl.pdf.
https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/raport_2016_slownik.pdf, 2018.
<https://www.ons.gov.uk>.
<https://www.rightmove.co.uk/news/house-price-index>.
<http://www.infor.pl/prawo/encyklopedia-prawa/n/290692,Nadzór-nad-rynkem-finansowym.html>.
<http://www.nbportal.pl>, 2005.
http://www.knf.gov.pl/regulacje/praktyka/rekomendacje_banki/archiwum.html.
<https://bankomania.pkobp.pl/finanse-na-co-dzien/historia-bankow-centralnych-cz2-bank-of-england>
<http://mib.gov.pl/2-NPM.htm>

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1. Współczesna struktura potrzeb zaspokajanych przez mieszkanie.....	33
Rysunek 2. Przeciętny odsetek najemców mieszkań ogółem w UE - lata 2003-2017 (%).....	78
Rysunek 3. Średni odsetek ludności miejskiej w wybranych krajach UE w latach 2003-2017	80
Rysunek 4. Liczba decyzji o pozwoleniu na budowę wydanych w Polsce w latach 2003-2017	81
Rysunek 5. Decyzje o pozwoleniu na budowę w podziale na budynki mieszkalne i pozostałe obiekty wydane w Polsce w latach 2003-2017.....	82
Rysunek 6. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w Polsce w latach 2003-2017	86
Rysunek 7. Liczba nieruchomości mieszkaniowych oddanych do użytku w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	92
Rysunek 8. Liczba i kwota udzielonych kredytów (w tys. zł) w programie „Rodzina na Swoim”	118
Rysunek 9. Procentowy udział nieruchomości nabytych przez gospodarstwa domowe według ich wartości w latach 2013-2017 w ramach programu <i>Mortgage guarantee</i> w Wielkiej Brytanii	127
Rysunek 10. Struktura wartości nieruchomości mieszkaniowych (w tys. £) nabytych przez gospodarstwa domowe w Wielkiej Brytanii w latach 2013-2018 w ramach programu <i>Equity Loan</i>	130
Rysunek 11. Struktura wielkości dochodu gospodarstw domowych (w tys. £) w Wielkiej Brytanii w latach 2013-2018 w ramach programu <i>Equity Loan</i>	130
Rysunek 12. Struktura nabytych w programie „ISA” nieruchomości według ich wartości (tys. £).....	132
Rysunek 13. Dynamika PKB w Polsce (ceny stałe) w latach 1996-2017 (rok poprzedni =100%)	137
Rysunek 14. Stopa inflacji i stopa bezrobocia w Polsce w latach 1996-2017 (%).....	138
Rysunek 15. Średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych (złotowych) dla kredytów mieszkaniowych w Polsce od I.2005 do XII.2017	140
Rysunek 16. Przeciętna roczna stopa (%) zmiany liczby i wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce w poszczególnych podokresach	143
Rysunek 17. Stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych w 2003 i 2017 roku w Polsce.....	147
Rysunek 18. Kształtowanie się PKB w Wielkiej Brytanii w latach 1996-2017.....	149
Rysunek 19. Inflacja i stopa bezrobocia w Wielkiej Brytanii w latach 1996-2017 (%)	150
Rysunek 20. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych oraz wolumenu i liczby nowo udzielonych kredytów w latach 2003-2017.....	153
Rysunek 21. Dynamika wybranych parametrów rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii na tle dynamiki nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych	154
Rysunek 22. Wskaźnik kredytów zagrożonych w segmencie kredytów mieszkaniowych dla osób fizycznych (%) w latach 2007-2017 (ujęcie kwartalne)	156
Rysunek 23. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) liczby czynnych umów na mieszkaniowe kredyty hipoteczne w Wielkiej Brytanii w poszczególnych podokresach	158

Rysunek 24. Struktura udzielonych kredytów według wysokości kredytu w Wielkiej Brytanii od 2005 roku do 2017 roku (%)	158
Rysunek 25. Marża kredytów hipotecznych (%) w Polsce w latach 2003-2017	164
Rysunek 26. Marża kredytów hipotecznych (%) w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 ..	164
Rysunek 27. Dynamika nominalnych cen ofertowych 1 m ² mieszkania w największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%.....	185
Rysunek 28. Dynamika realnych cen ofertowych 1 m ² mieszkania w największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%.....	187
Rysunek 29. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej realnej ceny 1 m ² mieszkania na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach	188
Rysunek 30. Dynamika nominalnych cen transakcyjnych 1 m ² mieszkania na rynku wtórnym w 7 największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%	189
Rysunek 31. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej nominalnej ceny 1 m ² mieszkania na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach	191
Rysunek 32. Dynamika realnych cen transakcyjnych 1 m ² mieszkania w 7 największych miastach w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2007=100%.....	192
Rysunek 33. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej realnej ceny 1 m ² mieszkania na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach	193
Rysunek 34. Dynamika nominalnych cen 1 m ² mieszkania na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2009=100%	193
Rysunek 35. Dynamika średnich nominalnych cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2010=100%	197
Rysunek 36. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej nominalnej ceny nieruchomości mieszkaniowej na rynku w Polsce w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach.....	197
Rysunek 37. Dynamika średnich realnych cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017, gdzie ceny roku 2009=100%	198
Rysunek 38. Przeciętna roczna stopa zmiany (%) średniej realnej ceny nieruchomości mieszkaniowej na rynku w Polsce w latach 2003-2017 w poszczególnych podokresach.....	198
Rysunek 39. Średnioroczna stopa zmiany (%) przeciętnej ceny domów w Wielkiej Brytanii:	203
Rysunek 40. Średnioroczna stopa zmiany (%) przeciętnej ceny 1 m ² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	205
Rysunek 41. Średnioroczne stopy wzrostu (%) przeciętnej ceny 1 m ² nieruchomości mieszkaniowych według regionów Wielkiej Brytanii w latach 2004-2016.....	206
Rysunek 42. Dynamika realnych cen 1 m ² mieszkania w Wielkiej Brytanii (rynek pierwotny) i dynamika podaży mieszkań, rok 2003 = 100%.....	208
Rysunek 43. Stopa referencyjna NBP w Polsce w latach 2003-2017	233
Rysunek 44. Roczne oprocentowanie stopy repo-Gilts, overnight w Wielkiej Brytanii.....	244
Rysunek 45. Kwota depozytów banków komercyjnych w NBP w Polsce w latach 2003-2018 [w mln zł]	248
Rysunek 46. Średnia cena 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku pierwotnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (WIBOR 3M, lewa oś) dla Polski w latach 2003-2017	255

Rysunek 47. Średnia cena 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku wtórnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (WIBOR 3M, lewa oś) dla Polski w latach 2003-2017	255
Rysunek 48. Trend dynamiki średniej ceny 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowej (zł) na rynku pierwotnym i wtórnym oraz poziom stopy procentowej dla Polski w latach 2003-2017	256
Rysunek 49. Średnia cena 1m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (lewa oś) w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	257
Rysunek 50. Średnia cena 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym (prawa oś) oraz poziom stopy procentowej (lewa oś) w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	257
Rysunek 51. Trend średniej ceny 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym i wtórnym oraz stopy procentowej dla Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017.....	258
Rysunek 52. Ramy polityki pieniężnej oraz nadzoru mikro- i makroostrożnościowego.....	267
Rysunek 53. Nadzór nad rynkiem finansowym, model zintegrowany w Polsce	272
Rysunek 54. Model nadzoru finansowego w Wielkiej Brytanii przed 1998 r.....	277
Rysunek 55. Model nadzoru finansowego w Wielkiej Brytanii – 1998-2013	278
Rysunek 56. Nadzór nad rynkiem finansowym, model horyzontalny typu Twin Peaks w Wielkiej Brytanii	281
Rysunek 57. Mechanizm wpływu zmian we wskaźnikach LtV i DtI na cykl kredytowy i odporność sektora finansowego	282
Rysunek 58. Porównanie struktury portfela kredytów złotych i denominowanych w walutach obcych w Polsce ze względu na bieżący wskaźnik LtV (%) (wg stanu na koniec 2017 roku).....	304
Rysunek 59. Struktura portfela kredytowego ze względu na rok udzielenia (mld)	306
Rysunek 60. Struktura kredytów mieszkaniowych udzielonych w Wielkiej Brytanii według wskaźnika LtV w latach 2003-2017 (%).....	316
Rysunek 61. Poziom przeciętnych miesięcznych dochodów na 1 osobę w gospodarstwach domowych (w funtach) w Wielkiej Brytanii w latach 2005-2017	331
Rysunek 62. Struktura dochodów netto osiągniętych przez respondentów w Polsce i w Wielkiej Brytanii	331
Rysunek 63. Struktura oceny największych trudności w relacji z bankiem na etapie spłacania kredytu hipotecznego w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	345
Rysunek 64. Czynniki wpływające na zmianę ceny mieszkania po zakupie w ocenie badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	352

SPIS TABEL

Tabela 1. Klasyfikacja ekonomicznych uwarunkowań rozwoju rynku mieszkaniowego.....	41
Tabela 2. Podstawowe czynniki kreujące popyt i podaż mieszkań.....	46
Tabela 3. Założenia polityki mieszkaniowej w Wielkiej Brytanii.....	67
Tabela 4. Liczba mieszkań na 1000 osób w wybranych krajach UE w latach 2003-2017 (%)	75
Tabela 5. Wskaźnik przeludnienia w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 (%).....	76
Tabela 6. Odsetek najemców mieszkań (cena rynkowa) w UE w latach 2003-2017 (%).....	77
Tabela 7. Odsetek właścicieli nieruchomości ogółem w UE w latach 2003-2017 (%).....	79
Tabela 8. Liczba pozwoleń na budowę mieszkań w Polsce w latach 2005-2017	83
Tabela 9. Gospodarka mieszkaniowa i komunalna w Polsce. Zasoby mieszkaniowe w mieście i na wsi w latach 2003-2017	84
Tabela 10. Zasoby mieszkaniowe według formy budownictwa w Polsce w latach 2003-2017 (%)	85
Tabela 11. Liczba oddanych do użytkowania mieszkań w Polsce w podziale na formy budownictwa w latach 2003-2017	88
Tabela 12. Liczba wybudowanych mieszkań w podziale na mieszkania w domach wielorodzinnych i indywidualnych, w miastach i na wsi w Polsce w latach 2003-2017	89
Tabela 13. Nowo oddane mieszkania w krajach Zjednoczonego Królestwa w latach 2003-2017	91
Tabela 14. Funkcje realizowane przez banki.....	95
Tabela 15. Zadłużenie oraz całkowita emisja listów zastawnych w Wielkiej Brytanii [w mln euro] w latach 2008-2017	111
Tabela 16. Procentowy udział listów zastawnych w PKB w Wielkiej Brytanii w latach 2008-2017	112
Tabela 17. Zadłużenie oraz całkowita emisja listów zastawnych w Polsce [w mln euro] lata 2003-2017.....	115
Tabela 18. Procentowy udział listów zastawnych w PKB w Polsce w latach 2003-2017	115
Tabela 19. Liczba zawartych umów kredytowych w programie „Mieszkanie dla Młodych”	121
Tabela 20. Wartość inwestycji kredytowych programu „Mieszkanie dla Młodych” w latach 2014-2018.....	122
Tabela 21. Liczba i kwota gwarancji rządowych do kredytów hipotecznych w latach 2013-2017 w Wielkiej Brytanii w ramach programu „Mortgage guarantee” (mld £). 126	
Tabela 22. Podstawowe charakterystyki programu <i>Mortgage guarantee</i> w układzie regionów	128
Tabela 23. Wartość pożyczek mieszkaniowych dla osób fizycznych oraz wartość sprzedanych nieruchomości w Wielkiej Brytanii, lata 2013-2018 [w mln £] – program <i>Equity Loan</i>	129
Tabela 24. Charakterystyka programu „ISA” - dane za okres XII.2015-VI.2018 roku (mld £)	131
Tabela 25. Podstawowe charakterystyki programu „ISA” w układzie regionów Wielkiej Brytanii (w okresie XII.2015-VI.2018).....	132
Tabela 26. Łączne saldo kredytów mieszkaniowych w wybranych krajach UE w latach 2003-2017 (mld euro)	133
Tabela 27. Saldo kredytów mieszkaniowych w przeliczeniu na mieszkańca (w euro) w wybranych krajach UE w latach 2003-2017.....	134
Tabela 28. Łączne saldo kredytów mieszkaniowych w stosunku do PKB (%) w wybranych krajach UE w latach 2003-2017	135

Tabela 29. Zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych jako % dochodu rozporządzalnego w Polsce w latach 2003-2017	136
Tabela 30. Liczba i kwota nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017.....	141
Tabela 31. Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy w Polsce w latach 2003-2017 oraz kwota należności kredytowych banków z tytułu kredytów mieszkaniowych (w mld zł).....	145
Tabela 32. Udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2005-2017 (mln zł)	146
Tabela 33. Zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych jako % dochodu rozporządzalnego rocznego w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	148
Tabela 34. Należności banków z tytułu kredytów mieszkaniowych oraz kwota nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii [w mln euro] w latach 2003-2017	152
Tabela 35. Wartość kredytów mieszkaniowych dla osób fizycznych w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2017 [w mln £] – stan na koniec IV kwartału	155
Tabela 36. Liczba i dynamika czynnych umów o kredyt mieszkaniowy w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017	157
Tabela 37. Powstanie i pęknięcie bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii – wyjaśnienie na podstawie teorii Minsky’ego	171
Tabela 38. Średnia nominalna cena 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w 7 największych miastach Polski w latach 2003-2017.....	185
Tabela 39. Średnia realna cena 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) w 7 największych miastach Polski* w latach 2003-2017 (ceny stałe dla roku 2016) **	186
Tabela 40. Średnia nominalna cena 1 m ² powierzchni nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym (ceny transakcyjne) 7 największych miastach Polski* w latach 2003-2017.....	189
Tabela 41. Wskaźnik dostępności mieszkania w Polsce w latach 2003-2017	195
Tabela 42. Średnia cena nominalna nieruchomości mieszkaniowych na rynku w Polsce....	196
Tabela 43. Średnia realna cena nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017	197
Tabela 44. Przeciętna cena domów w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017 – dynamika w ujęciu nominalnym i realnym (według cen z 2017 r.).....	202
Tabela 45. Przeciętna nominalna cena 1 m ² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017.....	204
Tabela 46. Przeciętna realna cena 1 m ² mieszkania na rynku pierwotnym i wtórnym w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017.....	208
Tabela 47. Preferencje respondentów w zakresie oszczędności w Polsce i w Wielkiej Brytanii	213
Tabela 48. Preferencje respondentów w zakresie inwestowania w nieruchomości mieszkaniowe w Polsce i w Wielkiej Brytanii	214
Tabela 49. Preferencje respondentów w sytuacji wystąpienia kryzysu na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii	216
Tabela 50. Inflacja, PKB, bezrobocie w krajach stosujących strategię BCI i niestosujących tej strategii w latach 2000-2013	222
Tabela 51. Fazy oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę	223
Tabela 52. Stopy procentowe NBP w latach 2003-2017	234
Tabela 53. Przetargi bonów pieniężnych NBP w Polsce w latach 2003-2017	242

Tabela 54. Kwota kredytów refinansowych NBP w Polsce w latach 1990-2017 [mld zł]	246
Tabela 55. Wymagania strategiczne odnośnie do kształtowania nadzoru makroostrożnościowego	264
Tabela 56. Porównanie nadzoru mikroostrożnościowego i makroostrożnościowego.....	267
Tabela 57. Umieszczenie mikroostrożnościowego nadzoru bankowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii	282
Tabela 58. Główne zadania FCA.....	285
Tabela 59. Skuteczność <i>LtV</i> i jego ograniczenia	290
Tabela 60. Równowagi, które musi osiągnąć polityka regulacyjna – na poziomie mikro, makro.....	292
Tabela 61. Rekomendacje KNF w zakresie kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2003-2017.....	295
Tabela 62. Maksymalny poziom wskaźnika <i>LtV</i> według Rekomendacji S (czerwiec 2013 r.) dla nieruchomości mieszkaniowych.....	302
Tabela 63. Struktura kredytów mieszkaniowych udzielonych w Polsce według wskaźnika <i>LtV</i> (%) w latach 2003-2017	302
Tabela 64. Rekomendacje (standardy) Urzędu Nadzoru Finansowego (FSA/FCA) w zakresie kredytów mieszkaniowych w latach 2003-2017	307
Tabela 65. Wykształcenie respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	325
Tabela 66. Struktura kredytobiorców mieszkaniowych według dominującego źródła dochodów gospodarstwa domowego (w %).....	326
Tabela 67. Cechy kredytów mieszkaniowych pobranych przez ankietowanych	329
Tabela 68. Ocena* wybranych aspektów działalności banku, w którym pobrano kredyt mieszkaniowy dokonana przez kredytobiorców w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	333
Tabela 69. Ocena elementów pobranego kredytu hipotecznego przez badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii	334
Tabela 70. Ocena zabezpieczenia kredytu w opinii kredytobiorców (struktura wskazań w %)	335
Tabela 71. Ocena wcześniejszej spłaty kredytu przez badanych respondentów.....	335
Tabela 72. Przeciętny wkład własny w % badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	335
Tabela 73. Akceptacja przez bank zagranicznych źródeł dochodu kredytobiorcy – odsetek respondentów uzyskujących dochody zagranicą.....	336
Tabela 74. Struktura respondentów według zabezpieczenia kredytu w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	337
Tabela 75. Ocena konieczności zaciągnięcia kredytu hipotecznego w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	340
Tabela 76. Struktura odpowiedzi respondentów w aspekcie znaczenia dla kredytobiorców określonych cech kredytu (w %)	341
Tabela 77. Struktura odpowiedzi respondentów w aspekcie znaczenia dla kredytobiorców określonych cech kredytu mających wpływ na warunki kredytu (w %).....	342
Tabela 78. Ocena największych utrudnień w relacji z bankiem na etapie pobrania kredytu hipotecznego w opinii badanych respondentów	343
Tabela 79. Ocena parametrów decydujących o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego w momencie pobrania kredytu w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii	343
Tabela 80. Ocena motywów nabycia kredytowanego mieszkaniowego przez respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii	348

Tabela 81. Kształtowanie się stóp procentowych banku centralnego w okresie poprzedzającym decyzję o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego.....	349
Tabela 82. Struktura pozostałych czynników poza potrzebą mieszkaniową, które wpłynęły na zaciągnięcie kredytu w ocenie badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii	350
Tabela 83. Czynniki ograniczające rozwój rynku mieszkaniowego w ocenie badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	354
Tabela 84. Negatywne i pozytywne konsekwencje zaostrzenia rekomendacji dotyczących kredytów mieszkaniowych kredytowej przez nadzór finansowy w opinii badanych respondentów	355
Tabela 85. Wpływ decyzji NBP odnośnie do stóp procentowych na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych w ocenie respondentów	356
Tabela 86. Wpływ decyzji Banku Anglii odnośnie do stóp procentowych na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych w ocenie respondentów	357
Tabela 87. Ocena kształtowania się popytu na mieszkania pod wpływem wzrostu stóp procentowych w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	358
Tabela 88. Ocena kształtowania się popytu na mieszkania pod wpływem spadku stóp procentowych w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	358
Tabela 89. Ocena znaczenia obniżenia górnego pułapu LtV na dostępność kredytu w opinii respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii.....	360
Tabela 90. Oceny zagrożeń dotyczących spłaty kredytu w opinii badanych respondentów w Polsce oraz w Wielkiej Brytanii	361
Tabela 91. Współczynniki korelacji Pearsona* pomiędzy zmiennymi opisującymi ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce a zmiennymi niezależnymi...	362
Tabela 92. Zbiorcze podsumowanie wyników analizy regresji metodą wszystkich możliwych regresji dla zmiennej zależnej Y_1 – ceny nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym w Polsce	363
Tabela 93. Parametry funkcji regresji opisującej wpływ wybranych zmiennych niezależnych na poziom cen mieszkań na rynku pierwotnym w Polsce.....	364
Tabela 94. Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: Y_2 Polska	365
Tabela 95. Współczynniki korelacji Pearsona* pomiędzy zmiennymi opisującymi ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii a zmiennymi niezależnymi.....	367
Tabela 96. Zbiorcze podsumowanie wyników analizy regresji metodą wszystkich możliwych regresji dla zmiennej zależnej Y_1 – ceny mieszkań na rynku pierwotnym w Wielkiej Brytanii.	368
Tabela 97. Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: Y_1 Wielka Brytania.....	369
Tabela 98. Podsumowanie regresji zm. zależnej: Y_2 Wielka Brytania.....	370
Tabela 99. Zmienne objęte badaniami zależności cech przy użyciu testów zgodności chi-kwadrat	372
Tabela 100. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy czynnikami mającymi wpływ na popyt na kredyty mieszkaniowe w opinii respondentów (X_i) a determinantami ich decyzji kredytowej (Z_i) – wyniki dla próby w Polsce	374
Tabela 101. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy czynnikami mającymi wpływ na popyt na kredyty mieszkaniowe w opinii respondentów (X_i) a determinantami ich decyzji kredytowej (Z_i) – wyniki dla próby w Wielkiej Brytanii	377

Tabela 102. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy motywami zakupu mieszkania (Y_i), a determinantami decyzji kredytowej	382
Tabela 103. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera* dla zależności pomiędzy motywami zakupu mieszkania (Y_i), a determinantami decyzji kredytowej	382
Tabela 104. Wartości testu χ^2 , p-value oraz współczynników: V-Cramera1 i tau-Kendalla dla zależności pomiędzy znaczeniem kredytu dla realizacji celu mieszkaniowego (F_i) a determinantami decyzji kredytowej respondentów (Z_i) – próba w Polsce	384
Tabela 105. Wartości testu χ^2 , p-value i współczynnika V-Cramera1 i tau-Kendalla dla zależności pomiędzy znaczeniem kredytu dla realizacji celu mieszkaniowego (F_i) a determinantami decyzji kredytowej respondentów (Z_i) –próba w Wielkiej Brytanii	385

ZAŁĄCZNIK



UNIWERSYTET RZESZOWSKI

Wydział Ekonomii

ul. M. Ćwiklińskiej 2,

35-601 Rzeszów

mail kontaktowy: tomek1278@op.pl

służy wyłącznie celom

badawczym

ANKIETA

Badanie opinii klientów korzystających z kredytu hipotecznego na cele mieszkaniowe w latach 2003-2017

1. Jeżeli w latach 2001-2017 korzystał(a) Pan(i) z kredytu hipotecznego to proszę o wypełnienie poniższego zestawienia:

Rok pobrania	Kwota	Bank	Okres kredytu (ilość lat)

2. Cel kredytu:

a. 1 budowa domu, b. 2 zakup mieszkania, c. 3 inne (jakie)

3. W jakiej walucie zaciągnięto kredyt? O PLN O EURO O CHF O USD O INNE

4. Dane osobowe kredytobiorcy. Proszę zaznaczyć „X” właściwe rubryki

	Wiek w latach	Płeć		Wykształcenie ¹⁾			
		K	M	p	z	ś	w
Właściciel							

¹⁾ p - podstawowe, z - zawodowe, ś - średnie, w - wyższe

5. Miejsce pracy. Zakreśl właściwe

A	b	c	D	E
praca zarobkowa	własna firma	gospodarstwo rolne	praca zarobkowa i gosp. rolne	emeryt, rencista + firma

6. Miesięczny dochód netto (do dyspozycji) w Pana(i) gospodarstwie domowym wynosi:

1 O 1 800zł-2 400zł 2 O 2 401zł-3 000zł 3 O 3 001zł-3 600zł 4 O 3 601zł-4 200zł 5 O 4 201zł-4 800zł 6

O Powyżej 4 800zł

Miesięczna rata kredytu hipotecznego wynosi: zł

Jaki % miesięcznego dochodu stanowią rata kredytu mieszkaniowego + raty innych kredytów (pożyczek)%

7. Jak ocenia Pan(i) współpracę z Bankiem

1 bardzo dobra ☐ 2 dobra ☐ 3 występują drobne problemy ☐
4 poprawna ☐ 5 słaba ☐ 6 zła ☐

8. Proszę w skali pkt od 1 do 3, ocenić następujące aspekty działalności Banku. Gdzie pkt 3 to najlepsza ocena

Uprzejmość personelu 1		Dostęp poprzez nowoczesne kanały (internet, 11 modem, telefon)	
Dostępność banku - godziny otwarcia 2			
Warunki lokalowe, parking 3		Oprocentowanie kredytów 12	
Kwalifikacje kadry 4		Oprocentowanie depozytów 13	

Sieć placówek, bankomaty 5		Opłaty i prowizje za usługi bankowe 14	
Przyjazność procedur bankowych 6		Elastyczność oferty np. możliwość negocjacji warunków umowy 15	
Szybkość obsługi (np. przelewy, kredyty) 7		Jakość informacji 16	
Różnorodność oferty 8		Zróżnicowanie asortymentu usług 17	
Promocje, upusty 9		Ogólna ocena działalności 18	
Pomoc konsultingowa 10			
Możliwość korzystania ze specyficznych usług; leasing, faktoring, ubezpieczenia, fundusze inwestycyjne 19			

9. Oceń poszczególne elementy warunków pobranego kredytu:

1. karencja	1 wystarczająca O, 2 niewystarczająca O, 3 brak O
2. okres spłaty	1 zbyt krótki O, 2 taki jak chciałem(am) O, 3 wynikający z poziomu dochodów O
3. wysokość prowizji bankowej	1 zbyt wysoka O, 2 taka jak w innych bankach O, 3 niska O
4. wysokość oprocentowania kredytu	1 za wysokie O, 2 takie jak w innych bankach O, 3 atrakcyjne O
5. łączne koszty kredytu	1 za wysokie O, 2 takie jak w innych bankach O, 3 niskie O
6. zabezpieczenie kredytu	1 właściwe O, 2 wygodne O, 3 zbyt wysoka kwota O, 4 kosztowne O, 5 uciążliwe w procedurze O 6 inne uwagi
7. możliwość wcześniejszej spłaty kredytu	1 pełna O, 2 ograniczona co do kwoty O, 3 wiążąca się z poniesieniem części kosztów kredytu O, brak O
8. możliwość przewalutowania	1 pełna O, ograniczona co do kwoty O, 2 wiążąca się z poniesieniem części kosztów kredytu O, 3 brak O
9. możliwość zmiany spłaty kredytu	1 Tak O, 2 Nie O,
10. wymagany wkład własny w inwestycji	1 0 % O, 2 5 % O, 3 10% O, 4 15 % O, 5 więcej % (ile) O
11. akceptacja zagranicznych źródeł dochodu kredytobiorcy	1 Tak O, 2 Nie O, 3 Nie dotyczy O
12. ubezpieczenie kredytu	1 właściwe O, 2 wygodne O, 3 zbyt wysoka kwota O, 4 kosztowne O, 5 uciążliwe w procedurze 6 O 7 inne uwagi

10. Czy żałuje Pan/i swojej decyzji o zaciągnięciu kredytu na ww. warunkach? Jeśli tak, to dlaczego?

Tak ☐ Nie ☐

Komentarz:.....

11. Ocena sprawności obsługi kredytowej;

- 1 Czy uzyskał Pan(i) w banku wyczerpujące informacje dotyczące warunków uzyskania kredytu?
- 2 Czy uzyskał Pan(i) pomoc w wypełnianiu dokumentów i regulowaniu innych formalności ze strony: - banku
- innych instytucji, jakich?
- 3 Czy warunki stawiane przez bank w zakresie zabezpieczenia kredytu były zbyt wygórowane?
- 4 Czy jest Pan(i) usatysfakcjonowany poziomem obsługi bankowej?

1 tak	2 nie	3 nie w pełni
.....		
.....		

12. Jakie były największe utrudnienia w relacji z bankiem na etapie pobrania kredytu hipotecznego.

Proszę wybrać 3 przyczyny wg skali ważności od 1 do 3. Gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

☐ 1 nadmiernie zbiurokratyzowanie procedur

☐	2 niejasność przepisów i wymogów formalnych
☐	3 zbyt wygórowane wymogi co do zabezpieczeń
☐	4 wysokie oprocentowanie i prowizje bankowe
☐	5 wysokie koszty związane z przygotowaniem wniosku kredytowego
☐	6 brak fachowej pomocy ze strony personelu kredytowego w banku
☐	7 brak zainteresowania banku w przypadku niskiej kwoty wnioskowanego kredytu
☐	8 nadmierne wydłużenie w czasie procedury kredytowej
☐	9 brak rzetelnej informacji o dostępnych kredytach
☐	10 inne, jakie?

13. Jakie są największe utrudnienia w relacji z bankiem na etapie spłacania kredytu hipotecznego. Proszę wybrać 3 przyczyny wg skali ważności od 1 do 3, gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

☐	1 brak możliwości odstąpienia od umowy o kredytu	☐	6 konsolidacja kredytów
☐	2 brak możliwości wcześniejszej spłaty kredytu	☐	7 zmiana harmonogramu spłaty kredytu
☐	3 naliczanie kosztów z tytułu wcześniejszej spłaty kredytu	☐	8 przewalutowanie kredytu
☐	4 możliwość wydłużenia okresu spłaty kredytu	☐	9 upadłość konsumencka
☐	5 prolongata spłaty tzw. wakacje kredytowe	☐	10 inne,.....
☐	11 inne, jakie?		

14. Jakie były inne czynniki poza potrzebą mieszkaniową, które wpłynęły na zaciągnięcie kredytu? Proszę w skali od 1 do 3, ocenić następujące aspekty, gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

☐	1 niskie stopy procentowe w momencie ubiegania się o kredyt
☐	2 perspektywa wzrostu stóp procentowych w przyszłości
☐	3 liberalna polityka Nadzoru Finansowego odnośnie warunków udzielania kredytów przez banki
☐	4 perspektywa zaostrzenia wytycznych Nadzoru Finansowego dotyczących oceny zdolności kredytowej klientów
☐	5 niskie ceny mieszkań
☐	6 perspektywa wzrostu cen mieszkań w przyszłości
☐	7 inne, jakie?
☐	8 inne, jakie?

15. Czy wartość mieszkania po zakupie: a. 1 wzrosła (ile %)..... b. 2 zmalała (ile %) c. 3 nie zmieniła się

Jeśli się zmieniła, proszę odpowiedzieć na pytanie 16.

16. Co wg Pana(i) wpłynęło na zmianę ceny mieszkania?

Proszę wybrać 3 przyczyny wg skali ważności od 1 do 3, gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

☐	1 niskie stopy procentowe,	☐	4 zmiana rekomendacji utrudniająca dostęp do kredytów
☐	2 wysokie stopy procentowe	☐	5 wzrost gospodarczy
☐	3 zmiana rekomendacji ułatwiająca dostęp do kredytów	☐	6 kryzys gospodarczy
☐	7 inne, jakie?		

17. Jaki jest, na obecny moment, stan spłaty Pana(i) kredytu. Proszę podać w %:.....

18. Na ile zaciągnięcie kredytu hipotecznego był konieczne dla realizacji Pana(i) celu mieszkaniowego (inwestycyjnego). Proszę podać wg skali ważności od 0 do 2, gdzie: 0- brak znaczenia, 1- ważne znaczenie, 2- b. ważne

☐	1 praktycznie jedyna możliwość zakupu mieszkania
☐	2 sposób na przyspieszenie zakupu mieszkania
☐	3 sposób na rozłożenie jednego, dużego wydatku na wiele lat
☐	4 inne, jakie?

19. Oceń jakie znaczenie dla kredytobiorcy mają następujące czynniki (wstaw znak X we właściwej kolumnie)

Cechy kredytu	1 małe	2 duże	3 b. duże
1 całkowite koszty kredytu			
2 wysokość miesięcznej raty			
3 okres kredytowania			
4 waluta kredytu			
5 wysokość oprocentowania			
6 dostępność kredytu (łatwość pozyskania, szybkie procedury)			
7 inne (jakie).....			
.....			
Czynniki zewnętrzne	1 małe	2 duże	3 b. duże
8 wzrost stóp procentowych			
9 spadek stóp procentowych			
10 zmiana rekomendacji ułatwiająca dostęp do kredytu			
11 zmiana rekomendacji utrudniająca dostęp do kredytu			
12 wzrost cen nieruchomości			
13 spadek cen nieruchomości			
14 inne (jakie).....			
15 inne (jakie).....			

20. Jakie czynniki wpłynęły na zaciągnięcie przez Pana(i) kredytu mieszkaniowego w momencie jego pobierania

Proszę w skali pkt od 1 do 3, ocenić następujące aspekty (gdzie 3 oznacza największe znaczenie), 0 oznacza brak znaczenia.

	1 zaostrzenie polityki kredytowej		5 wzrost stop procentowych
	2 poluzowanie polityki kredytowej		6 spadek stop procentowych
	3 spowolnienie gospodarki na skutek kryzysu		7 zaostrzanie rekomendacji KNF
	4 wzrost gospodarczy		8 liberalizacja rekomendacji KNF
	9 pozostałe, jakie?.....		
	10 pozostałe, jakie?.....		

21. Wskaż, jakie znaczenie dla Pana(i) miał poniższy motyw nabycia (kredytowanego) mieszkania.

Oceń w skali punktowej od 1 do 3, gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

	1 zamiana wynajmowanego mieszkania na własne		6 poprawa standardu życia
	2 zmiana mieszkania (domu) na większe		7 koszty utrzymania obecnego mieszkania
	3 samodzielne zamieszkanie		8 poprawa standardu życia
	4 zamiana lokalizacji na inną (lepszą, nową)		9 zmiana miejsca pracy
	5 powiększenie się rodziny		10 inwestycja
	11 inne, jakie.....		

22. Oceń, jaki wpływ na dostępność kredytu (tym samym na popyt na mieszkania) miało zaostrzenie przez KNF kryteriów związanych z przyznawaniem kredytów. Proszę ocenić w skali pkt od 1 do 3, gdzie 3 - największe znaczenie.

NEGATYWNE ODDZIAŁYWANIE

	1 trudniejszy dostęp do kredytu

☐	2 wzrost kosztów finansowania zakupu mieszkania
☐	3 wydłużenie się procesu ubiegania o kredyt
☐	4 zmniejszenie zainteresowania rynkiem pierwotnym nieruchomości
☐	5 wstrzymanie się z zakupem mieszkania przez zainteresowanych klientów
☐	6 wzrost cen mieszkań
☐	7 wzrostu skomplikowania procesu ubiegania o kredyt
☐	8 inne, jakie.....

POZYTYWNE ODDZIAŁYWANIE

☐	9 lepsze zabezpieczenie interesów banków
☐	10 ograniczenie ryzyka dla kredytobiorców (kłopoty ze spłatą kredytu)
☐	11 „rzetelne” szacowanie dochodów klientów przez banki
☐	12 rozszerzanie oferty usług (np. hipoteka odwrotna)
☐	13 szersze uwzględnienie wszystkich zobowiązań kredytobiorcy
☐	14 wzrost znaczenia innych niż placówka bankowa kanałów dystrybucji (pośrednicy finansowi)
☐	15 wyższy pułap dochodu, który pozostaje klientom po spłacie kredytu
☐	16 spadek cen mieszkań
☐	17 inne, jakie.....

23. Czy w momencie poprzedzającym decyzję kredytową (np. pół roku przed decyzją) stopy procentowe:
a/ 1 wzrosły, b/ 2 spadły, c/ 3 nie zmieniły się.

24. Wskaż jak decyzje NBP odnośnie stóp procentowych wpłynęły na zmiany na rynku kredytów mieszkaniowych.

W kolumnie 2 i 3 wpisz odpowiedź TAK (wystąpiła wskazana w wierszu zmiana w przypadku wzrostu lub spadku stóp), NIE (nie było zmiany). Jeśli TAK to określ siłę wpływu stóp procentowych na określoną zmianę na rynku kredytowym (w skali od 1 do 3, gdzie 3 oznacza najsilniejszy wpływ).

Charakter zmiany na rynku	Wzrost stóp		Spadek stóp	
	tak/nie	pkt 1-3	tak/nie	pkt 1-3
1 zaostrzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej				
2 złagodzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej				
3 niechęć banków do finansowania gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej				
4 udzielanie kredytów dla gospodarstw domowych o słabej kondycji finansowej				
5 zwiększenie formalności w bankach				
6 mniej formalności w bankach				
7 wyższy koszt kredytu				
8 tańszy koszt kredytu				
9 konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych				
10 brak konieczności posiadania większych środków własnych				
11 niekorzystne warunki udzielania kredytu				
12 korzystne warunki udzielania kredytu				
13 trudności z uzyskaniem kredytu mieszkaniowego				
14 łatwy dostęp do kredytu mieszkaniowego				
15 inne,				

25. Oceń, jak kształtował się popyt na mieszkania w momencie wzrostu stóp procentowych NBP.

1 Silny wzrost **O** 2 Słaby wzrost **O** 3 Brak zmian **O** 4 Niewielki spadek **O** 5 Duży spadek **O**

26. Oceń, jak kształtował się popyt na mieszkania w momencie spadku stóp procentowych NBP.

1 Silny wzrost ☐ 2 Słaby wzrost ☐ 3 Brak zmian ☐ 4 Niewielki spadek ☐ 5 Duży spadek ☐

27. Co według Ciebie, stanowi barierę rozwoju rynku mieszkaniowego. Proszę ocenić znaczenie poszczególnych cech w skali od 1 do 3, gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

	1 zbyt wysokie ceny mieszkań
	2 niskie dochody społeczeństwa
	3 źle działający rynek terenów budowlanych
	4 uciążliwe procedury ubiegania się o kredyt
	5 wysokie stopy procentowe
	6 wysoki wkład własny
	7 inne, jakie.....

28. Oceń jakie znaczenie miało obniżenie możliwego do zaakceptowania przez banki (górnego) LtV na dostępność kredytu. Proszę ocenić znaczenie poszczególnych cech w skali od 1 do 3, gdzie 3 oznacza największe znaczenie.

	1 konieczność finansowania zakupu z większym udziałem środków własnych
	2 ograniczenie albo brak możliwości otrzymania kredytu
	3 zniechęcenie do ubiegania się o kredyt
	4 mniejsza kwota dochodu kredytobiorcy po spłacie kredytu
	5 dodatkowe obowiązki, biurokracja
	6 spadek popyt na mieszkania
	7 inne, jakie.....

29. Czy ma Pan(i) obawy co do spłaty kredytu? Tak ☐ Nie ☐

Jeśli się TAK, proszę odpowiedzieć na pytanie 30.

30. Z czym związane są obawy? Proszę ocenić ich znaczenie w skali od 1 do 3, gdzie 3 największe znaczenie.

	1 utrata pracy
	2 znaczący wzrost oprocentowania
	3 żądanie przez bank dodatkowego zabezpieczenia
	4 wzrost wartości waluty kredytu
	5 brak możliwości zamiany waluty kredytu
	6 kłopoty zdrowotne, skutkujące zwiększonymi wydatkami finansowymi
	7 inne, jakie.....

31. Jaka jest % relacja obecnego zadłużenia (kredytu) do jego zabezpieczenia (wartość mieszkania)
.....%

32. Czy uważa Pan(i), że obecnie lokowanie oszczędności w zakup nieruchomości jest dobrą inwestycją?

Tak ☐ Nie ☐

33. Jeżeli miał(a)by Pan(i) znaczące oszczędności, to zainwestował(a)by w:

- ☐ 1 nieruchomości dodatkowe, takie jak mieszkanie, grunt, dom
- ☐ 2 giełdowe papiery wartościowe
- ☐ 3 obligacje skarbowe
- ☐ 4 lokaty bankowe
- ☐ 5 inne, jakie?

34. Jeśli zdecydował(a) by się Pan(i) na zainwestowanie oszczędności w nieruchomość dodatkową, to kiedy?:

- a. Kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają powoli rosnąć
- b. Ceny nieruchomości na rynku zaczynają szybko spadać
- c. Kiedy ceny nieruchomości na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian
- d) Nie zamierzam dokonywać takich inwestycji

- 35. Jeżeli kupił(a) by Pan(i) nieruchomość dodatkową w celu lokaty oszczędności, to w jakiej sytuacji na rynku nieruchomości dokonał(a)by jej sprzedaży:**
- a. Kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają szybko rosnąć
 - b. Ceny nieruchomości na rynku zaczynają powoli spadać
 - c. Kiedy ceny nieruchomości na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian
- 36. Jeżeli w wyniku kryzysu wiele osób zaczyna sprzedawać na rynku zakupione wcześniej nieruchomości, to jaką decyzję podejmie Pan(i), mając także nieruchomość dodatkową (jako lokatę oszczędności):**
- a. Także sprzedam swoją nieruchomość, bez względu na cenę
 - b. Czasowo wstrzymam się z decyzją, zasięgając porady doradcy ds. nieruchomości
 - c. Nie podejmę żadnych działań
 - d. Nie mam takiej nieruchomości
- 37. Jeżeli kupił(a) by Pan(i) nieruchomość dodatkową finansowaną poprzez zaciągnięcie kredytu w banku, to w sytuacji szybkiego i znacznego spadku cen na rynku nieruchomości, jaką podejmie Pan(i) decyzję:**
- a. Sprzedam taniej nieruchomość i zwrócę kredyt z dopłatą brakującej kwoty z własnych środków
 - b. Wystąpię do sądu o ogłoszenie tzw. upadłości konsumenckiej wobec mojej osoby w celu niespłacenia części kredytu
 - c. Będę dalej spłacał(a) raty kredytowe - oczekując poprawy koniunktury na rynku nieruchomości
 - d. Wystąpię do banku o restrukturyzację zadłużenia kredytowego
 - e. Nie mam takiej nieruchomości

STRESZCZENIE

Wpływ polityki monetarnej i mikroostrożnościowej na koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych (przykład Polski i Wielkiej Brytanii)

Rynek nieruchomości mieszkaniowych charakteryzuje się szerokimi powiązaniami gospodarczymi oraz silnie reaguje na zmiany stopy procentowej niezależnie od tego, czy występują one w długim, czy w krótkim okresie. Rynek nieruchomości mieszkaniowych jest także silnie powiązany z sektorem finansowym, nie tylko poprzez rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych, ale także rynek różnego rodzaju instrumentów finansowych, które są źródłem finansowania akcji kredytowej banków na tym rynku, takich jak listy zastawne, czy instrumenty sekurytyzacji kredytów hipotecznych.

Koniunktura na rynku mieszkaniowym jest zmienna, a te zmiany mogą mieć charakter cykliczny (mówi się wówczas o cyklu mieszkaniowym) – jak i mogą mieć charakter różnego rodzaju wahań będących efektem oddziaływania czynników niestandardowych dla tego rynku lub czynników trwale na niego oddziałujących, ale występujących ze szczególną siłą i intensywnością. Rynek mieszkaniowy podlega oddziaływaniu wielu czynników o charakterze egzogenicznym, np. czynniki makroekonomiczne, jak i czynników endogenicznych dla tego rynku (np. dostęp do terenów pod zabudowę, dostęp do źródeł finansowania), które wpływają na koniunkturę na tym rynku. Z drugiej strony rynek nieruchomości, a ściślej koniunktura na tym rynku, wpływa na stabilność systemu finansowego i stabilność makroekonomiczną. Poznanie zatem czynników wpływających na rynek nieruchomości i określenie ich wpływu na koniunkturę na tym rynku jest bardzo istotne nie tylko dla zrozumienia mechanizmów kształtujących stabilność na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Jest to także bardzo istotne dla poznania jednego z elementów i mechanizmów kształtujących stabilność finansową i stabilność gospodarczą w danym kraju i na świecie. Rynki nieruchomości są bowiem powiązane z rynkami finansowymi na całym świecie, stąd turbulencja na danym rynku nieruchomości mieszkaniowych może w mniejszym lub większym stopniu – poprzez rynki finansowe – wpływać na zakłócenia stabilności sektora finansowego i gospodarki nie tylko w kraju w którym te turbulencje na rynku nieruchomości wystąpiły, ale także w innych krajach lub nawet na całym świecie.

System finansowania rynku nieruchomości w Polsce i w Wielkiej Brytanii jest różny. W Wielkiej Brytanii jest ukształtowany od wielu dziesięcioleci i wyposażony w wiele zróżnicowanych instrumentów finansowania – zarówno refinansowania banków kredytujących rynek nieruchomości, jak i finansowanie kredytobiorców mieszkaniowych. W Polsce ten rynek jest dużo słabiej rozwinięty i ukształtowany, gdyż ma zaledwie dwie dekady historii.

Tematyka oddziaływania instrumentów polityki monetarnej banków centralnych w Polsce i w Wielkiej Brytanii (w szczególności stóp procentowych) na rynek nieruchomości mieszkaniowych nie doczekała się jak dotychczas kompleksowego opracowania. Powyższe argumenty stanowiły podstawę do przyjęcia tematu badawczego, sformułowania celów pracy oraz hipotez badawczych. Celem głównym dysertacji jest wpływ polityki monetarnej Banku Centralnego oraz polityki nadzorczej na rynek nieruchomości mieszkaniowych oraz na rynek kredytów hipotecznych.

Rozprawa składa się z 8 rozdziałów, z wniosków, bibliografii, spisów tabel i rysunków oraz aneksu, w którym umieszczono kwestionariusz ankiety badawczej. W rozdziale pierwszym ujęto zagadnienia dotyczące zagadnień metodycznych. Zostały zaprezentowane cele i hipotezy badawcze.

W rozdziale drugim i trzecim przedstawiono ekonomiczną istotę nieruchomości mieszkaniowych oraz ich rolę w gospodarce. Dokonano charakterystyki pojęcia i istoty nieruchomości mieszkaniowych oraz rynku nieruchomości. Opisano system finansowania nieruchomości jako czynnik rozwoju rynku mieszkaniowego. Scharakteryzowano inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe w ujęciu mikro i makroekonomicznym. Przedstawiono rynek mieszkaniowy w Polsce i w Wielkiej Brytanii.

W czwartym rozdziale dokonano charakterystyki sektora bankowego jako źródła finansowania nieruchomości mieszkaniowych. Przedstawiono bankowe narzędzia finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych, w szczególności hipoteczne kredyty mieszkaniowe i inne produkty bankowe oparte na hipotece. Dalej dokonano charakterystyki rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii w latach 2003-2017. W rozdziale piątym z kolei przedstawiono mechanizm powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Opisano istotę bańki cenowej na rynku aktywów, w odniesieniu do modelu kryzysu finansowego według Minsky'ego. Skupiono się na bańce cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Opisano znaczenie czynników behawioralnych w kreacji bańki. W rozdziale szóstym opisano politykę monetarną Banku Anglii (Bank of England BoE) i Narodowego Banku Polskiego (NBP) i jej wpływ na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Dokonano charakterystyki instrumentów polityki monetarnej oraz ich oddziaływania na rynek nieruchomości mieszkaniowych, poprzez ry-

nek kredytów hipotecznych. W rozdziale siódmym dokonano charakterystyki systemu nadzoru finansowego w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Opisano zadania i uprawnienia nadzoru finansowego mikro i makroostrożnościowego w odniesieniu do sfery kredytów mieszkaniowych. Dokonano charakterystyki rekomendacji i norm nadzorczych odnoszących się do rynku kredytów mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii i w Polsce. Dalej dokonano analizy ich wpływu na koniunkturę na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii i w Polsce w latach 2003-2017. W rozdziale ósmym dokonano analizy wpływu zmian w polityce monetarnej i zmian w polityce nadzoru finansowego w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych na koniunkturę rynku mieszkaniowy w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Na podstawie własnych badań ankietowych kredytobiorców mieszkaniowych, przedstawiono ocenę oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej oraz rekomendacji nadzorczych na ich decyzje kredytowe.

Wyniki badań zależności między determinantami decyzji kredytowej a przesłankami pobrania kredytu mieszkaniowego potwierdzają wcześniej wykazaną prawidłowość, że dla kredytobiorców w Polsce duże znaczenie dla zaciągnięcia kredytu mieszkaniowego miały zarówno zmiany stóp procentowych, jak i zmiany rekomendacji nadzorczych dla kredytów mieszkaniowych adresowane przez KNF do banków. Natomiast w przypadku kredytobiorców w Wielkiej Brytanii zasadnicze znaczenie dla kredytobiorców – niezależnie od motywu zaciągnięcia kredytu – miały zmiany stóp procentowych. W przypadku, gdy kredyt stanowił jedyną możliwością zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej, kredytobiorcy w decyzji o pobraniu kredytu uwzględniali także zmiany rekomendacji nadzorczych w obszarze kredytów mieszkaniowych idące w kierunku ich zaostrzenia.

Porównując wyniki badań ankietowych dla ww. cech pomiędzy próbami w Polsce i w Wielkiej Brytanii możemy zauważyć, że dla respondentów w Polsce wciąż dominujące znaczenie mają motywy związane z zaspokojeniem podstawowych potrzeb mieszkaniowych i usamodzielnieniem się „małej rodziny” (lub danej osoby). Dla respondentów w Wielkiej Brytanii kluczowe znaczenie przy zakupie mieszkania ma: powiększenie się rodziny, poprawa standardu życia, zmiana lokalizacji, zmiana mieszkania na większe oraz zmiana pracy. Wyniki te potwierdzają wcześniejsze obserwacje, że dla wielu osób i rodzin w Polsce zakup mieszkania jest aktem wyjątkowym w skali całego cyklu życia, jest zaspokojeniem podstawowej potrzeby życiowej i stwarza możliwość usamodzielnienia się. Natomiast dla mieszkańców Wielkiej Brytanii, jest to często wymiana kolejnego mieszkania, zamiana mieszkania mniejszego na większe, położonego w gorszej lokalizacji na usytuowane w bardziej atrakcyjnym miejscu. Jest to ewentualnie zamiana mieszkania wynajmowanego na własne lub transakcja powodowana zmianą miejsca zamieszkania.

Słowa kluczowe: polityka monetarna, polityka mikroostrożnościowa, rynek nieruchomości, stopa procentowa Banku Centralnego, Polska, Wielka Brytania.

The impact of monetary and micro-prudential policies on the economic situation on the housing market (example of Poland and Great Britain)

The residential real estate market is characterized by wide economic interconnections and reacts strongly to changes in the interest rate, regardless of whether they occur in the long or short term. The residential real estate market is also strongly linked to the financial sector, not only through the housing mortgage loan market, but also through the market of various types of financial instruments that are the source of financing the lending activities of banks on this market, such as covered bonds or mortgage loan securitization instruments.

The economic situation on the housing market is changeable, and these changes may be cyclical (then we refer to the housing cycle) - as well as various types of fluctuations resulting from the influence of non-standard factors for this market or factors permanently affecting it, but occurring with particular strength and intensity. The housing market is affected by many exogenous factors, e.g. macroeconomic factors, as well as endogenous factors for this market (e.g. access to development land, access to financing sources), which affect the economic situation on this market. On the other hand, the real estate market, or more precisely, the economic situation on this market, affects the stability of the financial system and macroeconomic stability¹. Therefore, learning about the factors influencing the real estate market and determining their impact on the economic situation on this market is very important not only for understanding the mechanisms shaping the stability of the residential real estate market. It is also very important to know one of the elements and mechanisms shaping financial and economic stability in a given country and in the world. Real estate markets are linked to financial markets around the world, hence the turbulence in a given residential real estate market may, to a greater or lesser extent - through financial markets - affect the stability of the financial sector and economy not only in the country where these real estate market turbulences occurred but also in other countries or even around the world.

The real estate market financing system in Poland and in Great Britain is different. In Great Britain, it has

been shaped for many decades and equipped with many different financing instruments - both refinancing banks crediting the real estate market and financing housing borrowers. In Poland, this market is much less developed and shaped, as it has only two decades of history. The subject of the impact of monetary policy instruments of central banks in Poland and Great Britain (especially interest rates) on the residential real estate market has not yet been comprehensively studied. The above arguments were the basis for adopting the research topic, formulating the objectives of the work and research hypotheses. The main objective of the dissertation is the impact of the Central Bank's monetary policy and supervisory policy on the residential real estate market and the mortgage loan market.

The dissertation consists of 8 chapters, conclusions, bibliography, lists of tables and figures, and an annex with a research questionnaire. The first chapter deals with methodological issues. Research goals and hypotheses were presented. Chapters two and three present the economic essence of residential real estate and their role in the economy. Characteristics of the concept and essence of residential real estate and the real estate market were made. The real estate financing system was described as a factor in the development of the housing market. Investments in residential real estate were characterized in micro and macroeconomic terms. The housing market in Poland and Great Britain is presented. The fourth chapter characterizes the banking sector as a source of financing residential real estate. Banking tools for financing the residential real estate market were presented, in particular mortgage loans and other mortgage-based banking products. Next, the characteristics of the housing loan market in Poland and Great Britain in the years 2003-2017 were made. The fifth chapter presents the mechanism of the formation of a price bubble in the residential real estate market. The essence of the price bubble in the asset market was described in relation to the financial crisis model according to Minsky. The focus was on the price bubble in the residential real estate market in Poland and the UK. The importance of behavioral factors in bubble creation was described. The sixth chapter describes the monetary policy of the Bank of England (BoE) and the National Bank of Poland (NBP) and its impact on the residential real estate market. Monetary policy instruments and their impact on the residential real estate market through the mortgage loan market were characterized. The seventh chapter describes the financial supervision system in Poland and Great Britain. Tasks and powers of micro and macro prudential financial supervision in relation to housing loans are described. The characteristics of the recommendations and supervisory standards relating to the housing loan market in Great Britain and Poland were made. Next, an analysis of their impact on the economic situation on the residential real estate market in Great Britain and Poland in the years 2003-2017 was made. Chapter eight analyzes the impact of changes in monetary policy and changes in financial supervision policy in relation to housing loans on the economic situation of the housing market in Poland and Great Britain. Based on own surveys of housing borrowers, an assessment of the impact of monetary policy instruments and supervisory recommendations on their decisions is presented. credit cards.

The results of the study of the relationship between the determinants of the credit decision and the premises for taking out a housing loan confirm the previously demonstrated regularity that for borrowers in Poland both changes in interest rates and changes in supervisory recommendations for housing loans addressed by the Polish Financial Supervision Authority to banks were of great importance for taking out a housing loan. By contrast, in the case of borrowers in the UK, changes in interest rates were of fundamental importance to borrowers, regardless of the motive for taking out the loan. If the loan was the only possibility to meet the housing need, the borrowers, in the decision to take out the loan, also took into account the changes in supervisory recommendations in the area of housing loans towards their tightening.

Comparing the results of surveys for the above-mentioned characteristics between the samples in Poland and in Great Britain, we can notice that for respondents in Poland, the motives related to satisfying basic housing needs and becoming independent of a "small family" (or a given person) are still dominant. For respondents in Great Britain, the following are of key importance when buying a flat: expanding the family, improving the standard of living, changing the location, moving to a larger flat and changing the job. These results confirm earlier observations that for many people and families in Poland, the purchase of a flat is an exceptional act in the scale of the entire life cycle, it is the satisfaction of a basic life need and creates the opportunity to become independent. On the other hand, for residents of Great Britain, it is often the exchange of another apartment, the exchange of a smaller apartment for a larger one, located in a worse location, for one located in a more attractive place. It is possibly a replacement of a rented flat for one's own or a transaction caused by a change of residence.

Keywords: monetary policy, micro-prudential policy, real estate market, central bank interest rates, Poland, Great Britain.