

Główka Gabriel

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

Determinanty i skutki wahań koniunkturalnych na współczesnym rynku nieruchomości mieszkaniowych

1. Wprowadzenie

Rynek nieruchomości mieszkaniowych jest jednym z tych segmentów gospodarki, który oprócz oddziaływania stabilizującego na jej rozwój, poprzez pozytywny wpływ na rozmiary zatrudnienia, poziom oszczędności i inwestycji oraz tempo wzrostu gospodarczego, może stać się istotnym czynnikiem destabilizującym jej funkcjonowanie. Z obserwacji rynków mieszkaniowych wynika, że pojawiają się na nich cykliczne wahania w poziomie cen oraz liczbie budownych mieszkań. Wahania te mogą być determinowane zarówno czynnikami fundamentalnymi, jak również mogą być rezultatem różnego rodzaju szoków zewnętrznych.

Jednym z istotniejszych warunków dających szansę na skuteczne prowadzenie polityki stabilizacji, w celu łagodzenia negatywnych skutków wahań koniunkturalnych na rynku nieruchomości mieszkaniowych, jest poznanie genezy i mechanizmu wywoływanych stanów nierównowagi na współczesnych rynkach mieszkaniowych. Dotyczy to w szczególności tych nierównowag, których rezultatem jest powstawanie baniek cenowych. Tego typu zjawiska wywołują poważne ryzyko naruszania stabilności systemowej kraju, ze wszystkimi tego negatywnymi skutkami natury zarówno ekonomicznej, jak i społecznej.

Rozpoznanie tych zjawisk wydaje się szczególnie istotne w sytuacji, gdy skutki ostatniego kryzysu nie zostały jeszcze do końca przezwyciężone, a na lokalnych rynkach nieruchomości mieszkaniowych obserwujemy, w ostatnim okresie, niepokojące zjawiska wzrostu cen sugerujące możliwość tworzenia się kolejnych baniek cenowych.

2. Cykliczność jako strukturalna cecha rynku nieruchomości mieszkaniowych

Zjawisko wahań w poziomie aktywności gospodarczej znane jest od dawna, ale próba jego zdefiniowania pojawiła się w połowie dziewiętnastego wieku. Układ następujących po sobie wzrostowych i spadkowych zmian koniunkturalnych, które mają charakter cykliczny, tworzy cykl koniunkturalny [Barczyk i Lubiński, 2009, s.12]. W. Szymański przedstawia w swej pracy ważniejsze teorie cyklu koniunkturalnego w gospodarce [Szymański, 2009, s. 137 – 138]. Z kolei R. Barczyk dokonuje przeglądu współczesnych definicji i sposobów interpretacji cykli koniunkturalnych. Autor charakteryzuje również, w oparciu o bogaty materiał empiryczny, morfologię współczesnych cykli koniunkturalnych, zarówno w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej, jak i w krajach będących w okresie przebudowy systemu ekonomicznego. Omawia ich strukturę wewnętrzną, ze szczególnym uwzględnieniem faz cyklu koniunkturalnego i występujących w jego ramach punktów zwrotnych [Barczyk, 2006, s. 129 – 196].

Cyklom koniunkturalnym podlegają z różnym natężeniem wszystkie rodzaje rynków. Jednym z nich jest rynek nieruchomości. A. Baum cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości określa jako tendencje popytu, podaży, cen i stóp zwrotu z nieruchomości do wahań wokół ich długookresowych trendów bądź wartości przeciętnych [Baum, 2001, s. 103 – 115]. Cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości opisywany jest również jako powracające, lecz nieregularne wahania w poziomie globalnego dochodu z wszystkich rodzajów nieruchomości, zaznaczające się również innymi wskaźnikami rynku nieruchomości, lecz z różnym wyprzedzeniem bądź opóźnieniem w stosunku do średniej z wszelkich rodzajów nieruchomości [Understanding..., 1994, s. 9]. Stanowi to ważne uzupełnienie definicji cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości, gdyż określa charakter wahań cyklicznych. Wahania te mają charakter powtarzalny, ale nieregularny i w związku z tym dosyć trudno przewidywalny. Potwierdza to analiza tego rodzaju zmian na rynkach nieruchomości obserwowana w przeszłości. Zmiany koniunkturalne nie przebiegają równolegle w czasie i podobnie na wszystkich rodzajach rynku nieruchomości. W literaturze podkreśla się odrębność i specyfikę poszczególnych rynków nieruchomości w tym zakresie [Su i Kelly, 1995]. Na pewno dość unikalny pod tym względem będzie rynek nieruchomości mieszkaniowych, chociażby z uwagi na różne jego segmenty. W inny sposób zmiany będą przebiegały na dominującym segmencie tego rynku, służącym zaspokojeniu potrzeb

mieszkaniowych, niż w drugim z podstawowych jego segmentów, którym jest równie ważny segment inwestycyjny.

Jedną z istotniejszych cech odrębności rynku nieruchomości mieszkaniowych, w odniesieniu do innych rynków, jest różny sposób jego zachowania w długim i krótkim okresie. W długim okresie zmiany na rynku nieruchomości mieszkaniowych determinowane są przez popyt, który określają czynniki fundamentalne, a dostosowania podaży następują poprzez budowę nowych mieszkań, jak również deprecjację istniejącego zasobu mieszkaniowego i mają charakter długookresowy. W długim okresie podaż uelastycznia się wraz z wydłużaniem się badanego okresu, jeśli tylko ceny pokrywają długookresowe koszty wytwarzania mieszkań. Ponadto, na rynek nieruchomości mieszkaniowych może napływać nowy kapitał, który będzie powiększał możliwości zmian po stronie podaży. Można zatem stwierdzić, że w długim okresie rynek uruchamia mechanizmy wyrównujące dysproporcje między popytem i podażą. Dostosowania te jednak nie mogą z reguły zakończyć się osiągnięciem stanu równowagi rynkowej, gdyż zmiany popytowe są znacznie większe i następują w miarę często, poza tym obserwujemy w gospodarce zjawisko konkurencyjności rynków o inwestorów.

Rozpatrując natomiast funkcjonowanie rynku mieszkaniowego w krótkim okresie obserwujemy pojawiające się na nim zewnętrzne szoki popytowe, które uruchamiają mechanizmy krótkookresowych dostosowań. Krótkookresowe silne wzrosty popytu mieszkaniowego napotykać na sztywną i mało elastyczną podaż mieszkań, zarówno w obszarze mieszkań zaoferowanych do sprzedaży w ramach już istniejącego zasobu, jak również nowego budownictwa. Z uwagi na to, że przyrost podaży jest przesunięty w czasie, w stosunku do pojawiającego się impulsu wynikającego ze wzrostu popytu, powstają naturalne warunki do generowania cykli na rynkach mieszkaniowych, których efektem jest wzrost cen mieszkań i pojawianie się baniek spekulacyjnych. Z kolei efekty wynikające z przyspieszenia rozmiarów budownictwa mieszkaniowego, pojawiające się z opóźnieniem w stosunku do impulsu cenowego, często spotykają się z istotnie zmienioną sytuacją na rynku. Przyrost podaży może okazać nadmierny w stosunku do aktualnego poziomu popytu mieszkaniowego. Mamy wówczas w konsekwencji do czynienia ze zjawiskiem nadmiernej reakcji podaży na pojawiające się szoki popytowe na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Istniejąca zatem na rynku nierównowaga nie jest wygaszana przez klasyczny mechanizm dochodzenia do równowagi. Skutkiem tego jest pogłębienie skali spadku cen mieszkań, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami. W sytuacji kumulacji wszystkich tych

niekorzystnych czynników z reguły dochodzi do kryzysu nieruchomościowego, który może destabilizować poza rynkiem nieruchomości, system finansowy, a następnie całą gospodarkę kraju. Zależności pomiędzy stanem rynku nieruchomości mieszkaniowych a stabilnością makroekonomiczną zostały potwierdzone wynikami badań [Andre i Girouard, 2009].

Stopień zagrożenia i prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu w systemie ekonomicznym, wywołanego wysoką amplitudą wahań koniunkturalnych na rynku nieruchomości mieszkaniowych, jest trudny do oszacowania. Dzieje się tak pomimo stosowanych w praktyce wielu narzędzi i mierników służących badaniu i prognozowaniu koniunktury zarówno w całej gospodarce danego kraju, jak i w poszczególnych jej segmentach [Trojanek, 2011; Klimkiewicz, 2009, s. 167 – 176; Garczarezyk i Mocek, 2009, s. 205 – 238]. Wynika to głównie z tego, że powszechnie stosowane tradycyjne mierniki odzwierciedlają przede wszystkim fazę cyklu koniunkturalnego, a nie ryzyko wystąpienia takiego poziomu destabilizacji, której skutkiem będzie wywołanie głębokiego kryzysu. Rynek nieruchomości mieszkaniowych zachowuje się w tym zakresie, podobnie jak ma to miejsce w przypadku innych rodzajów rynków. Powstaje mianowicie wrażenie, iż w okresie ożywienia /pomyślniej koniunktury/ ryzyko systemowe ulega obniżeniu, a z kolei rośnie ono w fazie spadku, czyli recesji. Tym czasem ryzyko to rośnie w fazie ożywienia, co związane jest z narastaniem w okresie wzrostu koniunktury stanu nierównowagi rynkowej, która prowadzi do punktu zwrotnego w cyklu koniunkturalnym na rynku mieszkaniowym. Oznacza to zakończenie fazy wzrostu i rozpoczęcie fazy spadku, kierującej rynek w stronę recesji. Powyższe zjawisko określa się mianem luki percepcji ryzyka (risk perception gap) [Niedziółka, 2009, s. 174].

3. Diagnozowanie współczesnych wahań koniunkturalnych na rynku mieszkaniowym

Podjmując próbę wskazania podstawowych uwarunkowań i czynników wywołujących cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości mieszkaniowych warto podkreślić, że bogata teoria dotycząca koniunktury gospodarczej jest zdaniem badaczy tych zjawisk ciągle zbiorem, pomimo jej nieustannego rozwoju, „bardziej lub mniej udowodnionych prób wyjaśnienia mechanizmów gospodarczych, których efektem są określone zmiany aktywności gospodarczej” [Barczyk i Lubiński, 2009, s. 33]. R. Barczyk przedstawia ewolucję poglądów w tym obszarze badań ekonomicznych [Barczyk i

Lubiński, 2009, s. 34 – 53].

Przyczyny występowania wahań koniunkturalnych na rynku nieruchomości mieszkaniowych, ze względu na źródła ich pochodzenia mogą mieć charakter zarówno endogeniczny, jak i egzogeniczny. Za tradycyjne uwarunkowania wahań koniunkturalnych w przypadku tego rodzaju rynku uznaje się przyczyny o charakterze endogenicznym. Chodzi tutaj głównie o opóźnienia w dostosowywaniu się podaży do pojawiających się szybkich zmian w popycie. Wzrost popytu mieszkaniowego powodowany jest przede wszystkim przyrostem gospodarstw domowych, migracjami ludności oraz wzrostem dochodów ludności. Pod wpływem oddziaływania tych czynników popyt mieszkaniowy może zmieniać się relatywnie szybko, natomiast odpowiedni przyrost podaży mieszkań, wskutek ich wysokiej kapitałochłonności i długich cykli realizacji, pojawia się na rynku bardzo często nawet za kilka lat. Z reguły również stopień i zakres przyśpieszenia realizacji budownictwa mieszkaniowego jest ograniczony i niewystarczający. W następstwie tego rosną ceny mieszkań i sytuacja taka trwa do momentu pojawienia się bariery popytu. W okresie zbliżania się rynku do bariery popytu często poszukuje się oszczędności w kosztach budowy mieszkań oraz zwiększa gęstość zabudowy. Wraz z pojawieniem się bariery popytu na mieszkania, z reguły obserwowany jest na rynku spadek transakcji, co prowadzi do spadku cen mieszkań i ograniczania rozmiarów budownictwa mieszkaniowego. Najczęściej zarówno spadek cen mieszkań, jak i wyhamowywanie budownictwa mieszkaniowego, nie mają wówczas charakteru zbyt gwałtownych zjawisk. Nie zawsze też negatywne skutki dekoniunktury na rynku mieszkaniowym są groźne dla całej gospodarki. Z obserwacji rynków nieruchomości mieszkaniowych wynika, że bańki cenowe o mniejszych rozmiarach, wywoływane czynnikami fundamentalnymi i będące skutkiem strukturalnych niedostosowań popytu i podaży na tym rynku, są z reguły w sposób stopniowy absorbowane przez realny spadek cen mieszkań, zarówno w wyniku inflacji, jak i wzrostu dochodów oraz zdolności kredytowej gospodarstw domowych.

Z powyższych rozważań wynika, że rynek nieruchomości mieszkaniowych ma naturalne skłonności do generowania permanentnych stanów nierównowagi [Kucharska – Stasiak, 2016] Jednak stany nierównowagi wywoływane tradycyjnymi i fundamentalnymi czynnikami tkwiącymi w charakterze rynku, mogą wygasać, ale również mogą one być eksplozywne. Decydujący na to wpływ ma zachowanie się rynku nieruchomości mieszkaniowych determinowane zmianami zachodzącymi w jego otoczeniu, czyli czynnikami egzogenicznymi. Stan otoczenia rynku nieruchomości mieszkaniowych może powodować, że zmiany popytu i cen, wynikające z czynników o charakterze

fundamentalnym, są tylko impulsem wywołującym bańkę cenową, której narastanie, wraz ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami, determinują czynniki zewnętrzne.

Zgodnie z ustaleniami R. J. Shillera determinanty baniek cenowych na rynkach aktywów możemy podzielić na czynniki powodujące ich narastanie /precipitating factors/ oraz mechanizmy wzmacniające to zjawisko /amplifying mechanisms/, potęgujące oddziaływanie tych poprzednich [Shiller 2005, s. 35 – 39]. Czynniki wzmacniających bańkę cenową na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest wiele i wzajemnie się one przenikają. Do najważniejszych z nich można zaliczyć funkcjonowanie systemu finansowego, zachowania uczestników rynku, interwencjonizm państwa oraz sposób regulacji rynku mieszkaniowego.

W dyskusjach naukowych dotyczących problemów koniunktury gospodarczej powszechnie wyrażane są poglądy, że sektor finansowy ma istotną rolę w przebiegu cykli koniunkturalnych [Cantor i Wenninger, 1993]. Dotyczy to również praktyki funkcjonowania rynku nieruchomości mieszkaniowych. System finansowy jest obecnie bardzo mocno powiązany z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych, co szczególnie silnie przejawia się dwóch zasadniczych obszarach [Jajuga, 2010]. Pierwszy z nich, dotyczy finansowania nieruchomości, przede wszystkim za pomocą instrumentów finansowych zabezpieczonych hipotecznie, zarówno na pierwotnym, jak i wtórnym rynku mieszkaniowym. Drugi natomiast, związany jest z szerokim zakresem inwestycji lokowanych na rynku nieruchomości. Dotyczy to bowiem zarówno możliwości inwestowania w sposób bezpośredni w nieruchomości, jak i w sposób pośredni, czyli inwestowanie w różnego rodzaju instrumenty finansowe rynku nieruchomości, najczęściej zabezpieczone hipotecznie.

W rezultacie silnego powiązania rynku nieruchomości mieszkaniowych z sektorem finansowym, występuje wyraźny związek między dynamiką cen mieszkań, a dostępnością kredytu hipotecznego i skalą akcji kredytowej. W pełni uprawnione jest stwierdzenie, że czynnikiem wzmacniającym narastanie bańki cenowej na rynku mieszkaniowym i prążyć źródłem kryzysu może stać się mechanizm nadmiernej ekspansji kredytowania hipotecznego. W sytuacji bowiem gdy wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, wywołany naturalną cyklicznością rynku, zostanie spotęgowany poprzez nadmierną ekspansję w zakresie kredytowania hipotecznego, to wówczas pojawia się z reguły bańka cenowa olbrzymich rozmiarów. Następnie dochodzi do jej gwałtownego pęknięcia, które skutkuje załamaniem rynku z wieloma tego bardzo negatywnymi konsekwencjami dla systemu bankowego i całej gospodarki. Doświadczenia ostatnich kilkudziesięciu lat wskazują na to, że nie jest możliwe zrozumienie współczesnych cykli koniunkturalnych na

rynku nieruchomości mieszkaniowych bez uwzględnienia ich natury finansowej. Możemy nawet mówić o finansjalizacji cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Pod pojęciem tym należy rozumieć radykalny wzrost roli i znaczenia czynników finansowych w przebiegu wahań koniunkturalnych na rynku mieszkaniowym. Jest to proces, który ma swe źródła w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku, ale dużego znaczenia nabral w latach następnych w związku z szerokim zakresem deregulacji i liberalizacji rynków finansowych.

Istota zjawiska finansjalizacji gospodarki i jej konsekwencje są podejmowane w literaturze [Żyżyński, 2006; Palley, 2007; Barczyk, Lubiński i Małecki 2014]. Do najistotniejszych konsekwencji tego zjawiska należy zaliczyć to, że współczesny system finansowy już nie tylko pośredniczy pomiędzy oszczędzającymi a inwestującymi i pełni rolę służebną w gospodarce. Doświadczenia pokazują, że może on funkcjonować samoistnie, w oderwaniu od sfery realnej gospodarki, i wywoływać różnego rodzaju szoki oraz generować cykle finansowe, które w zasadniczy sposób wpływają na cykle koniunkturalne w gospodarce, co określa się mianem ich finansjalizacji [Małecki, 2016]. Zjawiska te obserwujemy również na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Badania pokazują, że to przede wszystkim szoki finansowe stają się głównym źródłem wysokiej amplitudy wahań koniunkturalnych, a nie czynniki endogeniczne tkwiące w sferze realnej. Rynek nieruchomości mieszkaniowych staje się bowiem od pewnego czasu bardzo podatny na szoki finansowe, w tym przede wszystkim niebezpieczeństwo uruchomienia mechanizmu ekspansji kredytowania hipotecznego i wzrost znaczenia czynników spekulacyjnych w dynamice wzrostu cen mieszkań. Istnieje wówczas możliwość, jak to pokazują doświadczenia ostatniego kryzysu, uruchomienia samonapędzającego się mechanizmu wzrostu cen, oczekiwań cenowych i popytu. Popyt kreowany jest wówczas przez coraz mocniej konkurujące ze sobą banki, które ryzyko udzielanych kredytów oceniają poprzez pryzmat rosnących wartości ich hipotecznych zabezpieczeń [Siemińska, 2009]. Mamy wtedy najczęściej do czynienia z szybkim narastaniem bańki cenowej na rynku mieszkaniowym.

Oznacza to, że system finansowania nieruchomości mieszkaniowych jest z jednej strony jednym z najistotniejszych czynników długofalowego rozwoju rynku mieszkaniowego, gdyż zwiększa dostępność mieszkań, z drugiej natomiast strony może stać się czynnikiem wywołującym destabilizację rynku mieszkaniowego poprzez kreowanie nadmiernego popytu, w wyniku kierowania na ten rynek zbyt dużej ilości

środków w postaci kredytów hipotecznych w fazie wzrostu koniunktury lub gwałtownie hamując popyt działaniami ograniczającymi kredytowanie rynku mieszkaniowego w okresie załamania się tendencji wzrostowych. W obu tych przypadkach może to oznaczać istotne pogłębianie amplitudy wahań na rynku mieszkaniowym, a negatywne tego skutki mogą destabilizująco oddziaływać w pierwszej kolejności na system bankowy, co z kolei z reguły prowadzi do zaburzeń w skali całej gospodarki. W pełni potwierdzają to doświadczenia płynące z kryzysów wywoływanych na rynkach nieruchomości. M. Iwanicz – Drozdowska stwierdza na podstawie przeprowadzonych badań, że „analiza współczesnych kryzysów bankowych wskazuje na to, że kredytowanie nieruchomości było często przyczyną pogarszania się kondycji banków/.../. Jako przykłady mogą posłużyć USA, Japonia, Hiszpania i kraje skandynawskie. W każdym z tych krajów wystąpił kryzys bankowy o różnej sile i konsekwencjach, a jako jedną z ich przyczyn można podać załamanie się cen na rynku nieruchomości /... /” [Iwanicz – Drozdowska 2007]. Bardzo podobny charakter miał ostatni kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 roku. Został on wywołany poprzez kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych [Szymański, 2009, s. 125 i nast.], ale zjawiska o podobnym charakterze pojawiły się również w Wielkiej Brytanii, Hiszpanii i wielu innych krajach.

Z badań literatury przeprowadzonych na potrzebę niniejszego opracowania wynika jednak, że dla lepszego zrozumienia procesu narastania baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych, które mogą kreować ryzyko naruszenia stabilności makroekonomicznej, niezbędne jest bardziej pogłębione i kompleksowe badanie otoczenia tego rynku. Przedmiotem zainteresowania powinny być nie tylko finansowe czynniki potęgujące narastanie baniek cenowych, ale również te o charakterze społecznym, kulturowym i instytucjonalnym.

Procykliczne oddziaływanie systemu finansowego może być wzmacniane poprzez zachowania konsumentów i inwestorów na rynku mieszkaniowym, ze szczególnym uwzględnieniem spekulacji i zachowań zbiorowych. Zjawiska te należy analizować z uwzględnieniem sposobu postrzegania mieszkania jako dobra ekonomicznego. Mieszkanie kreuje usługi, które mogą zaspokajać bezpośrednio potrzeby mieszkaniowe właściciela, ale także być przedmiotem działalności komercyjnej oraz spekulacji. W związku z tym popyt na mieszkania może być generowany przez osoby chcące zaspokoić swoje własne potrzeby mieszkaniowe, przez właścicieli – inwestorów, którzy zamierzają mieszkanie wynajmować oraz przez

spekulantów, którzy chcą mieszkanie tanio kupić i drogo sprzedać [Łaszek, Olszewski i Augustyniak, 2017].

W ujęciu historycznym mieszkanie jest przede wszystkim dobrem konsumcyjnym służącym zaspokojeniu potrzeb mieszkaniowych właściciela, a także dodatkowo, w miarę bezpieczną, lokatą długoterminowych oszczędności. Wraz z rozwojem systemów finansowania nieruchomości i w rezultacie znacznie łatwiejszy dostęp do zewnętrznych środków finansowych wyraźnie zmieniał się charakter mieszkania jako dobra ekonomicznego. W coraz większym stopniu jest ono traktowane jako dobro inwestycyjne, często będące przedmiotem zakupów spekulacyjnych.

Mieszkanie traktowane jako dobro inwestycyjne może być nabywane na rynku głównie z dwóch powodów. Po pierwsze, nabywcą może być inwestor kupujący mieszkanie w celu jego wynajmu. Tego typu decyzje inwestycyjne mogą być wzmacniane, przy założeniu neutralnego nastawienia inwestora do ryzyka, poprzez utrzymywanie się stóp zwrotu z inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe na wyższym poziomie niż nominalne stopy procentowe od kredytów i depozytów, a także niezbyt wysoki poziom instytucjonalnych ograniczeń możliwości upłynnienia mieszkań. Po drugie, motywem zakupu mieszkania mogą być cele spekulacyjne. Czynnikiem oddziaływującym wówczas na zachowanie inwestora jest przekonanie o szybkim wzroście cen mieszkań. Na rynku mieszkaniowym możemy obserwować różne motywy spekulacji i zachowań zbiorowych [Augustyniak i in., 2012, s. 109]. Wyróżniamy spekulację, która może mieć podłoże fundamentalne i być racjonalna, co oznacza, że kupujący mieszkanie może oczekiwać wzrostu jego ceny w przyszłości. Decyzje tego typu inwestorów o nabywaniu mieszkań, z uwagi na to, że będzie drożej, prowadzą do wzrostu ich cen. Spekulacja może mieć również charakter klasyczny i polegać na próbie uzyskania nadzwyczajnych zysków poprzez nabycie mieszkania i szybką jego sprzedaż po wzroście ceny. Mamy wówczas do czynienia z uwarunkowaniami dynamicznego wzrostu cen determinowanego czynnikami spekulacyjno – psychologicznymi.

Doświadczenia pokazują, że dla przebiegu cyklu koniunkturalnego na rynku mieszkaniowym zachowania spekulacyjne wynikające z przekonania uczestników rynku o dalszym nieuchronnym wzroście cen mieszkań mają istotne znaczenie. Deweloperzy, wspomagani przez pośredników kredytowych, prowadzą z reguły wówczas intensywne kampanie marketingowe, przy pomocy których w sposób bardzo skuteczny potrafią

przekonać potencjalnych nabywców mieszkań o dalszym wzroście cen i tym samym zachęcają do przyspieszania decyzji o ich zakupie. W rezultacie tych działań pojawiają się presja nadwyżkowego popytu umożliwia deweloperom sprzedaż również „wirtualnych“ mieszkań w ilości i cenie znacznie wyższej, niż to wynikałoby z fundamentalnej równowagi rynkowej. Na rynku deweloperskim obserwujemy wtedy, charakterystyczny dla boomu inwestycyjnego, proces odkupowania terenów budowlanych przygotowanych do rozpoczęcia robót lub rozpoczętych już projektów mieszkaniowych.

Cała gama powyższych uwarunkowań kreuje dodatkowy istotny impuls do wzrostu cen mieszkań. W rezultacie tego oczekiwania potencjalnych nabywców mieszkań, odnośnie wzrostu cen mieszkań, materializują się, co tylko wzmacnia oczekiwania dalszego ich wzrostu w najbliższym czasie. W takim stanie rynku pojawia się z reguły przekonanie, że ceny mieszkań będą „zawsze rosły“. Z reguły mamy wówczas do czynienia z narastaniem bańki cenowej olbrzymich rozmiarów, której pęknięcie grozi głębokim kryzysem nieruchomościowym, a następnie destabilizacją systemu bankowego, który najczęściej poprzez zbyt łatwy dostęp do pieniądza te nieracjonalne zakupy finansuje.

Kolejną grupą determinant tkwiących w otoczeniu rynku nieruchomości mieszkaniowych, które mogą potęgować narastanie bańki cenowej są czynniki o charakterze społeczno – kulturowym. Zwrócili na ich znaczenie uwagę, już kilkanaście lat temu, R. J. Herring i S. Wachter, którzy wyjaśniali występowanie cykli na rynku nieruchomości między innymi krótkowzrocznością inwestorów dotyczącą załamań rynku oraz ich nadmiernym optymizmem [Herring i Wachter, 1999]. Rola czynników tej natury, w procesie kreowania baniek cenowych w tym segmencie gospodarki, została potwierdzona wynikami badań empirycznych przeprowadzonych przez A. Czerniaka [Czerniak, 2014, s. 97 – 139]. Z badań tych wynika, że istnieje kilka cech społeczno – kulturowych społeczeństw, które mogą powodować narastanie niebezpiecznych dla stabilności systemu ekonomicznego baniek cenowych na rynku mieszkaniowym. Należą do nich przede wszystkim uwarunkowany kulturowo optymizm, krótkookresowa orientacja w kulturze narodowej, niska skłonność do unikania niepewności oraz wysoki poziom zaufania w społeczeństwie [Czerniak, 2014, s. 140]. Tego typu cechy tkwiące w otoczeniu rynku mieszkaniowego mogą sprzyjać finansowaniu zakupu mieszkań z kredytów hipotecznych, podejmowaniu nadmiernego ryzyka kredytowego przez zarządzających bankami przy finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych,

formułowaniu przez uczestników rynku nadmiernie optymistycznych prognoz wzrostu cen mieszkań w krótkim okresie. W rezultacie oddziaływania tych czynników możemy mieć do czynienia ze wzrostem podaży taniego pieniądza, co umożliwia irracjonalnie zachowującym się uczestnikom rynku i zbyt łatwe zakupy mieszkań. Rosnący szybko wówczas popyt mieszkaniowy wpływa z reguły na nieracjonalne zachowania kolejnych inwestorów. Splot tych uwarunkowań może sprzyjać, w zależności od siły oddziaływania powyższych cech w danym kraju, narastaniu bańki cenowej na rynku mieszkaniowym do rozmiarów zagrażających stabilności systemu ekonomicznego.

Miejsce potrzeb mieszkaniowych w hierarchii potrzeb człowieka, jak również rola rynku mieszkaniowego w gospodarce narodowej sprawia, że jest to obszar objęty szerokim zakresem interwencji państwa, podejmowanej w ramach prowadzonej polityki mieszkaniowej [Lis, 2012, s. 201 – 229]. Władze publiczne podejmują rolę regulatora rynku nieruchomości mieszkaniowych, tworząc regulacje dotyczące przede wszystkim planowania przestrzennego, prawa budowlanego, podatków oraz zasady wspierania możliwości zaspokajania potrzeb mieszkaniowych gospodarstw domowych poprzez użycie w tym celu środków publicznych. Polityka mieszkaniowa stanowi zatem istotny czynnik determinujący kształtowanie się popytu i podaży na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Wyniki badań wskazują, że interwencjonizm publiczny oraz jego zakres na rynku nieruchomości mieszkaniowych może być istotnym czynnikiem stabilizującym rynek, jak również stymulującym narastanie baniek cenowych [Pawłowicz i Lepczyński, 2013], co w sytuacji kumulacji niekorzystnych uwarunkowań mogą prowadzić do dalekosiężnych negatywnych skutków na rynku mieszkaniowym i w gospodarce kraju. Z uwagi na dyskrejonalny charakter interwencjonizmu publicznego, niektóre z działań podejmowanych w jego ramach, mogą mieć bowiem efekt podobny do zewnętrznych szoków rynkowych. Obserwacja funkcjonowania rynków nieruchomości mieszkaniowych wskazuje, że największy wpływ na ich cykliczność mają przede wszystkim takie działania władz publicznych jak:

- ekspansywna polityka banku centralnego, której efektem są niskie stopy procentowe oraz zasilanie banków komercyjnych w „tani pieniądz“, co sprzyja rozwojowi kredytowania hipotecznego i dynamice popytu mieszkaniowego;

- stosowanie różnego rodzaju dopłat do mieszkaniowych kredytów hipotecznych bądź oszczędności na cele mieszkaniowe. Wprowadzenie tego typu preferencji, korzystne ze względów społecznych, zwiększa dostępność kredytów na nabywanie mieszkań i tym samym presję na wzrost cen. Istnieje również niebezpieczeństwo, że część z tych kredytów, po wygaśnięciu dopłat, może okazać się kredytami zagrożonymi, gdyż osoby je zaciągające mogą nie zadawać sobie sprawy z przyszłych kosztów obsługi takiego zobowiązania (np. po wygaśnięciu dopłat do odsetek od kredytów w ramach polskiego programu rządowego „Rodzina na swoim“);
- decyzje regulacyjne administracji publicznej w zakresie stosowania ulg podatkowych. Działania takie były podejmowane również w przypadku naszego kraju. System ulg i zwolnień w podatku dochodowym w ramach pomocy państwa w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych stosowano w naszym kraju w znacznym zakresie. Warto przypomnieć chociażby o wprowadzeniu budowlanej ulgi odsetkowej, niższej stawki VAT w budownictwie mieszkaniowym, zwrocie części wydatków poniesionych na budowę własnego domu lub mieszkania. Z doświadczeń wynika, że bardzo niekorzystnie na kształtowanie się poziomu popytu i cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych wpływają różnego rodzaju zapowiedzi władz publicznych o zamiarze dokonania zmian regulacyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem zmian podatkowych. Mogą one wywoływać znaczny wzrost popytu i cen na rynku mieszkaniowym;
- działania władz publicznych na rzecz wspierania rozwoju rynku najmu mieszkań. Z badań wynika, że istotny wpływ na wahania cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych, a tym samym wahania makroekonomiczne ogółem, ma wielkość rynku najmu mieszkań w danym kraju [Czerniak i Rubaszek, 2016, s. 24 – 35; Waszczuk, 2017, s. 51 – 64]. Odpowiednio ukształtowany rynek najmu może być alternatywą dla nabywania mieszkań na własność i spełniać istotną rolę w zakresie, w tym przypadku, równoważenia rynku nieruchomości mieszkaniowych. Dzieje się tak z uwagi na jego ważną rolę w ograniczaniu popytu i tym samym pozytywny wpływ na poziom cen mieszkań oraz możliwość pojawiania się baniek cenowych i prawdopodobieństwo kryzysu;
- działalność nadzoru finansowego, która w okresie narastania bańki cenowej na rynku mieszkaniowym często charakteryzuje się, jak to wynika

z wcześniejszych doświadczeń, niewystarczającą aktywnością, bądź spóźnioną reakcją na pojawiające się niekorzystne zjawiska. Z kolei w czasie wybuchu kryzysu decyzje władz nadzorczych są często zbyt gwałtowne i polegają z reguły na nadmiernym podwyższaniu wymogów ostrożnościowych dotyczących kredytów hipotecznych, co powoduje duże ograniczenie dopływu środków kredytowych na rynek mieszkaniowy i pogłębienie kryzysu.

4. Zakończenie

Mechanizm funkcjonowania rynku nieruchomości mieszkaniowych wskazuje, że cykliczności w jego rozwoju nie da się uniknąć. Wahania koniunkturalne jakie obserwujemy na rynkach mieszkaniowych mają złożone uwarunkowania. Ich obserwacja pokazuje że oprócz oddziaływania czynników fundamentalnych pojawiają się na poszczególnych rynkach szoki popytowe, które mogą wygasać lub wywoływać kryzysy. Zasadniczym problemem jest zatem to, czy możliwe jest skutecznie zapobieganie przekształcaniu się cykli koniunkturalnych na rynku mieszkaniowym w kryzysy destabilizujące gospodarkę. Wydaje się, że odpowiednie sterowanie, przede wszystkim popytem mieszkaniowym, może w sposób znaczący wliwać na zmniejszenie ryzyka formułowania się baniek cenowych zarażających stabilności systemowej.

Pojawia się zatem istotne wyzwanie dla instytucji publicznych dotyczące sposobu regulacji tego segmentu gospodarki, której celem byłoby prowadzenie działań ograniczających amplitudę wahań koniunkturalnych i tym samym zapobieganiu ryzyka potencjalnych zaburzeń w funkcjonowaniu gospodarki. Konieczne będzie wykorzystywanie w tym celu zarówno instrumentów polityki pieniężnej, jak również ostrożnościowych regulacji nadzorczych i odpowiedniej polityki mieszkaniowej. Kluczową kwestią jest zdolność do zastosowania takiego zakresu regulacji, który z jednej nie ograniczałby w sposób nieuzasadniony rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych, a z drugiej strony umożliwiał skuteczne zabezpieczenie przed ryzykiem pojawiania się niestabilnego boomu w jego rozwoju i kryzysów w systemie gospodarki.

Literatura:

Andre C., N. Girouard, N. (2008). Housing markets, bussness cyckles and economic policies, w: Austrian National Bank Workshop – Housing Markets Challenges in Europe and the US – any solutions available?, Vienna.

Agnello I., , L. Schuknecht L. (2009). Booms and busts in housing markets. Determinants and implications, ECB Working Paper Series, nr 1071.

Augustyniak H., Łaszek J., Olszewski K., Waszczuk J. (2012). Modelowanie cykli na rynku nieruchomości mieszkaniowych – uwzględnienie interakcji pomiędzy rynkiem pierwotnym oraz wtórnym i efekty mnożnikowe, w: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r., NBP.

Barczyk R., Lubiński M., Małecki W. (2014). Banki a cykle koniunkturalne, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Barczyk R., Lubiński M. (2009). Dylematy stabilizowania koniunktury, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.

Barczyk R. (2006). Morfologia cykli koniunkturalnych w gospodarkach rynkowych i w systemach okresu transformacji, w: R. Barczyk, L. Kąsek, M. Lubiński, K. Marczewski, Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego, PWE, Warszawa.

Baum, A. (2001). Evidence of Cycles in European Commercial Real Estate Markets and Some Hypotheses, w: S. Brown, C. Liu, A Global Perspective on Real Estate Cycles, Massachusetts – Kluwer.

Cantor R., Wenninger J. (1993). Perspective on the Credit Slowdown, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Spring.

Czerniak A. (2014). Wpływ cech społeczno – kulturowych społeczeństw na powstawanie baniek cenowych na rynku mieszkaniowym, Rozprawa doktorska, SGH, Warszawa.

Czerniak A, Rubaszek M. (2016). Znaczenie prywatnego rynku najmu nieruchomości dla stabilności makroekonomicznej krajów strefy euro, Materiały i Studia ne 325, NBP.

Garczarczyk J., Mocek M. (2009). Proste wskaźniki jakościowe koniunktury w prognozowaniu sytuacji na rynku usług finansowych, w: Rynek usług finansowych a koniunktura gospodarcza, pod red. J. Garczarczyka, CeDeWu. pl, Warszawa.

Herring R. J., Wachter S. (1999) Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective. The Wharton School – Financial Institutions Center Paper, Nr 99 – 27.

Iwanicz – Drozdowska M. (2007). Znaczenie rynku nieruchomości dla bezpieczeństwa banków, Finansowanie Nieruchomości, nr 1.

Jajuga K. (2010). Instrumenty finansowe zabezpieczone hipotecznie, w: Współczesna bankowość hipoteczna, red. A. Szelągowska, Ce De Wu.pl, Warszawa.

Klimkiewicz J. (2009). Ocena koniunktury gospodarczej w Polsce na podstawie barometru i wybranych agregatów testu koniunktury IRG SGH, w: Rynek usług finansowych a koniunktura gospodarcza, pod red. J. Garczarczyka, CeDeWu. pl, Warszawa .

Kucharska – Stasiak E. (2016) Rynek nieruchomości mieszkaniowych w procesie powstawania nierównowag makroekonomicznych, Świat Nieruchomości, nr 2.

Lis P. (2012). Wahania cykliczne rynków mieszkaniowych. Aspekty teoretyczne i praktyczne, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.

Łaszek J., Olszewski K., Augustyniak H. (2017). Model popytu mieszkaniowego – analiza od strony właścicieli, właścicieli – inwestorów i inwestorów, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie , nr 2.

Małecki W., (2016). Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej, Gospodarka Narodowa, nr 4.

Niedziółka P. (2009). Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa, Monografie i Opracowania nr 563, SGH, Warszawa.

Palley T., I. (2007). Financialisation: What is and Why it Matters, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Papers, no 153.

Pawłowicz L., Lepczyński B., red.. (2013). Interwencjonizm a kryzysy na rynkach nieruchomości i kredytów hipotecznych, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.

Shiller R., J. (2005). Diverse Views on Asset Bubbles, w: W. C. Hunter, G. G. Kaufman, M. Pomerleano /red./, Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary Policy, Regulatory, and International Policies, The MIT Press, Cambridge.

Siemińska E. (2009). Utrata wartości nieruchomości a problem adekwatności zabezpieczenia ekspozycji kredytowej, Finansowanie Nieruchomości, nr 1.

Su J., Kelly, J. (1995). Property Cycles in European Office Markets, Jones Lang Wootton Research, London, June.

Szymański W. (2009). Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie, Difin, Warszawa.

Trojanek R. (2011). Wpływ wahań koniunkturalnych na lokalne rynki nieruchomości, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, vol. 19, nr 1.

Understanding the Property Cycle Understanding the Property Cycle. (1994). Report.

Waszczuk J. (2017). Wpływ regulacji na kształtowanie się relacji między rynkiem najmu a mieszkań własnościowych w wybranych krajach Unii Europejskiej, w: Regulacje w optyce funkcjonowania przedsiębiorstw, red. T. Pakulska, SGH. Warszawa.

Żyżyński J. (2006). System finansowy a gospodarka realna: między służebnością a wyobcowaniem, Ekonomista, nr 4.

