

ROZWÓJ I FINANSOWANIE SEKTORA NIERUCHOMOŚCI W POLSCE¹

1. TWORZENIE I EWOLUCJA SYSTEMU FINANSOWANIA NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

System finansowania nieruchomości w Polsce po 24 latach transformacji (od 1989 r.) obejmuje swoim zasięgiem nieruchomości mieszkaniowe oraz komercyjne, oferując finansowanie w fazie inwestycji (*project finance*), zakupu gotowego obiektu, jak też jego eksploatacji. Zakup terenów budowlanych, ze względu na ryzyko, finansowany jest głównie poprzez fundusze inwestycyjne, zwłaszcza o charakterze spekulacyjnym.

Nieruchomości komercyjne od początku były finansowane na zasadach rynkowych, w większości przypadków poprzez zagraniczne fundusze inwestycyjne. Polski sektor bankowy czy (ściślej) banki operujące na polskim rynku dopiero wchodzą w ten segment, zwłaszcza jeżeli zestawić aktywa banków związane z tym sektorem z aktywami mieszkaniowymi. Bardzo duża dynamika rozwoju nieruchomości handlowo-usługowych, biurowych i logistycznych w ostatnim dziesięcioleciu wskazuje, że w nadchodzących latach trafią one do aktywów bankowych pod postacią wierzytelności hipotecznych. Jak pokazują doświadczenia historyczne, sektor nieruchomości komercyjnych jest bardziej zmienny i ryzykowny od sektora mieszkaniowe-

¹ Tekst opiera się na rocznych i kwartalnych opracowaniach Narodowego Banku Polskiego z lat 2007–2013, dotyczących sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce oraz opracowaniu Jacka Łaszka, *Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, SGH, Warszawa.

go. W Polsce, która nadrabia zaległości rozwojowe po czasach socjalizmu, sektor ten jest w fazie wzrostowej, a w ciągu następnych lat sytuacja ta ulegnie zmianie i stanie się on normalną częścią gospodarki, coraz silniej finansowaną przez sektor bankowy. Wówczas będziemy musieli w większym niż obecnie zakresie brać pod uwagę potencjalny negatywny wpływ sektora nieruchomości komercyjnych na sektor bankowy.

System finansowania nieruchomości komercyjnych, mieszkaniowych i terenów budowlanych w Polsce można podzielić na cztery główne segmenty:

1. **Wyspecjalizowany system finansowania przygotowania i uzbrojenia terenu pod zabudowę.** Finansowanie przygotowania terenów pod zabudowę mieszkaniową lub komercyjną we wszystkich krajach uchodzi za działalność prawie na skraju spekulacji, bardzo zyskową, ale i obciążoną dużym ryzykiem. Zasadniczym elementem jest tu bardzo dobra znajomość sektora, lokalnego rynku nieruchomości, terenów budowlanych oraz lokalnych uwarunkowań administracyjnych. Segment ten jest finansowany przez niektóre banki oraz wyspecjalizowane fundusze inwestycyjne. Zazwyczaj jednak zakup terenu ze środków własnych inwestora jest traktowany przez sektor bankowy jako podstawowe zabezpieczenie kredytu inwestycyjnego.
2. **Komercyjny system finansowania nieruchomości mieszkaniowych,** realizowany przez banki uniwersalne i hipoteczne. System ten tworzony był w latach 90. przy wsparciu instytucji zagranicznych, tj. Banku Światowego (WB), Amerykańskiej Agencji Rozwoju Międzynarodowego (USAID), Niemieckiej Federacji Banków Hipotecznych. Obecnie dominują w nim banki uniwersalne, oferujące kredyty o zmiennych stopach procentowych, zazwyczaj indeksowanych względem WIBOR. Banki hipoteczne tworzone na podstawie ustawy z 1996 r. mają znaczenie marginalne.
3. **System preferencyjnego finansowania lub subsydiowania nieruchomości mieszkaniowych** zarówno w fazie budowy, jak też eksploatacji. System ten przechodził w omawianym okresie liczne ewolucje i obejmował systemy subsydiowania kredytów na zakup mieszkań prywatnych od dewelopera (zarówno gotowych, jak też w fazie budowy), na budowę mieszkań systemem gospodarczym i poprzez spółdzielnie, na zakup mieszkań na rynku wtórnym oraz na finansowanie remontów mieszkań. Subsydiowano też bezpośrednio wydatki mieszkaniowe w postaci ulg w podatku dochodowym lub zwrotów podatku VAT, jak też kontynuowano niektóre programy jeszcze z czasów gospodarki socjalistycznej (premie gwarancyjne dla oszczędzających na mieszkania) oraz z okresu transformacji (wykup kapitalizowanych odsetek od kredytów spółdzielczych). Stworzono także specjalistyczny system kredytu kontraktowego (kasy mieszkaniowe), który po kilku latach zlikwidowano. Osobnym działaniem był **Program budowy popularnych mieszkań na wynajem** (TBS, czyli Towarzystwa Budownictwa Społecznego) – uruchomiony w 1995 r., obecnie zlikwidowany. In-

stytucjonalnie w znaczną część programów włączony był specjalistyczny bank państwowy BGK. Mówiąc o systemach subsydiowania sektora, należy też wspomnieć o programie dodatków mieszkaniowych (*housing allowance*), najważniejszym *de facto* instrumencie polityki mieszkaniowej, udzielanym poprzez gminy i wprowadzonym jeszcze w latach 90. Zakres programu był później stopniowo redukowany na rzecz bardziej politycznych programów subsydiowania nowych mieszkań, szczególnie deweloperskich.

4. **System finansowania nieruchomości komercyjnych.** Pomimo że największe obiekty finansowane są poprzez fundusze inwestycyjne, polskie banki współfinansują niektóre z nich. Do systemu tego należy *mezzanine finance*² proponowany przez niektóre grupy kapitałowe. Warto też wspomnieć o niewielkich komercyjnych nieruchomościach biurowych, handlowo-usługowych czy hotelowych, często o skromnym standardzie, zaspokajających potrzeby lokalnych rynków, które zazwyczaj finansowane są przy współudziale kredytów bankowych.

Rynek komercyjnych kredytów mieszkaniowych jest, obok rynku nieruchomości mieszkaniowych, najlepiej rozwiniętym segmentem rynkowym polskiego sektora mieszkaniowego. Konkurują na nim głównie banki uniwersalne, oferując kredyty hipoteczne i budowlano-hipoteczne dla osób fizycznych oraz budowlane dla deweloperów. Dynamiczny rozwój kredytów hipotecznych obserwowany jest od 1996 r. i wyłamuje się wyraźnie z pesymistycznego obrazu tego sektora, wykorzystywanego instrumentalnie przez polityków. Na rynku tym od początku panowała konkurencja pomiędzy bankami komercyjnymi, widoczna w oferowanych warunkach oraz obniżających się marżach banków. Również dynamika portfeli do 2009 r. była wysoka (por. rysunek 1).

Rozwój komercyjnego sektora kredytów mieszkaniowych w Polsce można podzielić na trzy podokresy:

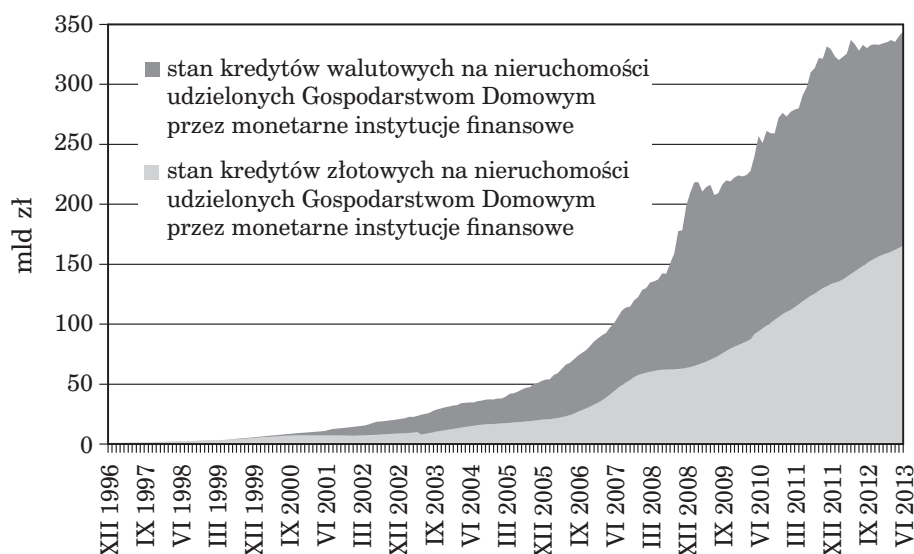
- ❖ pierwszych doświadczeń i pionierskiego rozwoju, przypadający na lata 1994–1999;
- ❖ rozwój związany ze spadkiem inflacji, sukcesami gospodarczymi i akcesją do Unii Europejskiej w latach 2000–2004;
- ❖ okres kredytów denominowanych, bańki cenowej w sektorze i kryzysu globalnego, przypadający na lata 2005–2013.

Na okres pierwszych doświadczeń i pionierskiego rozwoju, obejmujący lata 1994–1998, przypadła większość działań pomocowych WB i USAID. Główną barierą rozwoju była wysoka inflacja, istniejący stary portfel kredytów spółdzielczych (wysoko subsydiowanych i konkurujących z kredytami komercyjnymi) oraz wysokie zadłużenie państwa wypychające poprzez obligacje rządowe produkty komercyjne, w tym kredyty mieszkaniowe. Głównym instrumentem kredytowym były kre-

² *Mezzanine finance* oznacza finansowanie pośrednie, między kredytem a sprzedażą akcji.

dyty denominowane w dolarach i podwójnie indeksowane (wprowadzone w Polsce przez WB stosowane przez PKO BP). Badania przeprowadzone w 1994 r. przez WB i USAID wśród polskich banków pokazywały, że komercyjne kredyty hipoteczne nie przyjmują się w Polsce ze względu na wysokie ryzyko banku i brak chętnych. Przyszłość rozwoju budownictwa większość rozmówców widziała w wysoko subsydiowanych kredytach udzielanych przez PKO.

Rysunek 1. Stan należności gospodarstw domowych z tytułu kredytów na nieruchomości w Polsce w latach 1996–2013



Źródło: Narodowy Bank Polski (dalej NBP).

Podobne badania przeprowadzone w 1997 r. (Łaszek 1997) pokazały, że banki aktywnie wchodziły w sektor mieszkaniowy, a dla części z nich ma on znaczenie strategiczne. Natomiast pod koniec 1998 r. kredyty hipoteczne były już powszechnie uznawane za najlepsze pozycje w portfelach banków. W okresie tym stworzono kadry dla późniejszego rozwoju sektora bankowego oraz dokonano niezbędnych zmian legislacyjnych.

Okres, nazwany umownie czasem rozwoju, datowany na lata 2000–2004, wiąże się ze spadkiem inflacji, sukcesami gospodarczymi i akcesją do Unii Europejskiej. Charakteryzuje go narastająca konkurencja w sektorze bankowym, do którego wchodzi coraz to nowe banki. Równoległe ze spadkiem inflacji, zwłaszcza po 2000 r., rósł też popyt na kredyty i rozwijała się akcja kredytowa. Odbiciem tego były spadające bankowe marże kredytów mieszkaniowych (zwłaszcza w relacji do stopy WIBOR 3M, najczęściej używanej jako *benchmark*), pomimo utrzymującego się ryzyka rynku nieruchomości i makroekonomicznego.

Kredyty hipoteczne nie były nigdy głównym, deklaracyjnym celem polityki mieszkaniowej kolejnych rządów. W konsekwencji nie były one poddawane szo-

kom po częstych zmianach ekip politycznych i związanymi z tym zmianami wizji polityki mieszkaniowej. W sposób w miarę celowy i konsekwentny system ten był rozwijany tylko w latach 1990–1994. Później był pośrednio wspierany przez większość ekip politycznych, które, mimo deklarowania różnych celów polityki mieszkaniowej, w praktyce wspierały właśnie prywatne mieszkania własnościowe. Można też ocenić, że ekipy lewicowe oficjalnie traktowały je jako rozwiązanie marginalne dla bogatych, zgodnie z zasadą, że kogo stać na kredyt hipoteczny, tego stać też na wybudowanie domu bez kredytu.

System kredytów hipotecznych uznaje się w literaturze za wrażliwy na ryzyka zarówno makroekonomiczne, polityczne, jak też mikroekonomiczne, ze względu na wrażliwość społeczną, bezpieczeństwo zastawu i dochodów kredytobiorcy, ryzyko stopy procentowej i rynku. W literaturze przeważa pogląd, że powinno być spełnione pewne minimum warunków, aby system ten zaczął funkcjonować. Spełnienie tych warunków było problemem przy budowie systemu kredytów hipotecznych w niektórych krajach słabiej rozwiniętych³. Do warunków niezbędnych do funkcjonowania systemu kredytów hipotecznych zalicza się przede wszystkim:

- ❖ stabilizację makroekonomiczną oraz niskie nominalne i realne stopy procentowe;
- ❖ realne dodatnie stopy procentowe depozytów;
- ❖ konkurencję pomiędzy bankami;
- ❖ sprawny system rejestracji prawnej nieruchomości i zastawu na nieruchomości;
- ❖ sprawny system windykacji należności (eksmisja).

W Polsce, gdy zaczęła się transformacja, żaden z tych warunków nie był spełniony. Po 10 latach transformacji zostały spełnione dwa z nich, tj. dodatnie realne stopy procentowe na depozytach oraz konkurencja pomiędzy bankami komercyjnymi, ale mimo to system kredytowania hipotecznego rozwijał się. Po 24 latach nadal nie działa poprawnie system windykacji należności. Znaczne wątpliwości budzi też, z punktu widzenia stabilności systemu finansowego, opieranie systemu wyłącznie na bankach uniwersalnych i depozytach. Problemy te wynikały jednak ze słabości polskiej polityki mieszkaniowej, której sektor finansowy jest elementem. Ponieważ rozwój sektora mieszkań prywatnych i związanego z nim systemu bankowości hipotecznej okazał się jedynym realnie funkcjonującym systemem zaspokajania potrzeb mieszkaniowych (sukcesem polityki mieszkaniowej), jest on poddawany silnej presji politycznej, aby finansował mieszkania dla całego społeczeństwa, w tym dla ludzi mniej zamożnych. Takie praktyki, których kontynuacją były kredyty denominowane, jak pokazują obecne i dawne doświadczenia międzynarodowe, zazwyczaj ostatecznie kończą się bankowym kryzysem nieruchomościowym.

³ Podobną opinię prezentuje USAID, uważając że niezbędna jest częściowa realizacja tych postulatów (USAID/RHUPO, Washington 2000).

O sukcesie rozwoju systemu kredytów hipotecznych zdecydowały następujące czynniki:

- ❖ udział instytucji zagranicznych we wdrażaniu programu;
- ❖ doświadczenia obecnego PKO BP z kredytami mieszkaniowymi;
- ❖ wygaśnięcie spółdzielczych kredytów mieszkaniowych w 1996 r.;
- ❖ szybka komercjalizacja sektora bankowego i duża konkurencja wśród banków;
- ❖ uniknięcie błędów eksperymentów, częstych zmian koncepcji oraz subsydiów, wiążące się z brakiem ciągłości polityki kolejnych rządów wobec tego sektora;
- ❖ postępująca stabilizacja i optymizm konsumentów połączony z rosnącymi dochodami i stabilizacją rynku pracy.

Podstawowe, systemowe znaczenie miał wieloletni, udział instytucji zagranicznych, takich jak WB, USAID, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOiR), Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości. Instytucje te, a zwłaszcza WB i USAID, uruchomiły duże, wieloletnie programy wspierające rozwój tego rynku, zwłaszcza od strony developerów oraz banków. W konsekwencji nastąpił masowy przepływ *know-how*, co umożliwiło stworzenie solidnych podstaw przyszłego rozwoju, bez charakterystycznych dla takich sytuacji eksperymentów i błędów. Generalnie *know-how* dotyczył trzech sfer:

- ❖ ogólnych ram regulacyjnych dotyczących sektora i jego otoczenia jak: polityka mieszkaniowa, polityki lokalne, polityka podatkowa, nadzór ostrożnościowy, restrukturyzacja złych wierzytelności hipotecznych (PKO), itp.;
- ❖ instrumentów kredytowych funkcjonujących w warunkach wysokiej inflacji, co umożliwiło wystartowanie kredytów hipotecznych jeszcze w połowie lat 90.;
- ❖ standardowych dokumentów i procedur związanych z kredytowaniem hipotecznym oraz finansowaniem inwestycji o dużej kapitałochłonności (*project finance*) związanego z rozwojem przedsiębiorstw deweloperskich.

Szczególnie istotne było doświadczenie systemowe, gdyż pozwalało to uniknąć eksperymentów, ograniczało barierę braku wiedzy i wpływ grup interesów. Niestety, instytucje te wycofały się ostatecznie z Polski w 2000 r. Temu możemy przypisywać brak reformy związanej z finansowaniem i jakością wierzytelności hipotecznych oraz brak kontroli nad kredytami denominowanymi. Biorąc tę pomoc od strony mikroekonomicznej było również PKO, bank tradycyjnie wyspecjalizowany w tym sektorze, aczkolwiek w produktach gospodarki socjalistycznej. Chociaż przy adaptacji według własnego pomysłu doświadczeń Banku Światowego nie ustrzeżono się znacznych błędów (np. kredyt mieszkaniowy Alicja, z odroczoną spłatą części należności), to jednak stworzono produkt, który mógł funkcjonować na rynku w warunkach wysokiej inflacji i braku stabilizacji makroekonomicznej. Znaczne sukcesy PKO na tym rynku pokazały innym bankom komercyjnym, że jest to przyszłościowy rynek wart zainteresowania.

Drugim czynnikiem o decydującym znaczeniu, obok zaangażowania zagranicznych instytucji, była postępująca stabilizacja ekonomiczna (w tym spadek inflacji

i stóp procentowych po wdrożeniu polityki bezpośredniego celu inflacyjnego przez NBP, wzrost dochodów oraz optymizmu konsumentów). Czynnikiem ten wywierał istotny wpływ na banki, przekonując je o malejącym ryzyku kredytów hipotecznych, oraz na konsumentów, skłaniając ich do podejmowania decyzji o inwestowaniu w nieruchomości przy wsparciu kredytów hipotecznych.

Szerszy rozwój rynku kredytów hipotecznych stał się możliwy dopiero po wygaśnięciu starych, subsydiowanych kredytów PKO. Znacznym sukcesem omawianych zagranicznych instytucji, w tym głównie Banku Światowego, było niedopuszczenie do kontynuacji masowych programów subsydiowanych kredytów. W krajach postsocjalistycznych, w których stare programy były kontynuowane, nie nastąpił rozwój rynku kredytów hipotecznych. Negatywne efekty blokujące rozwój kredytu hipotecznego, szczególnie w Czechach i Słowacji, wywarły też wprowadzone tam na dużą skalę kasy oszczędnościowo-budowlane oferujące wysokie subsydia i destabilizujące rynek komercyjny (z subsydiami trudno konkurować).

Czynnikiem o istotnym znaczeniu dla rozwoju kredytu hipotecznego była też szybka prywatyzacja sektora bankowego i towarzyszący jej wzrost konkurencji. Wymusiła ona na bankach wejście do sektora detalicznego, a następnie poszukiwania w nim nowych, nie zagospodarowanych obszarów.

W konsekwencji rynek kredytów hipotecznych wystartował przy wysokich stopach procentowych, jednak bez sprawnego systemu rejestracji i windykacji należności. Banki kompensowały ryzyko relatywnie wysokimi marżami oraz niskim LTV (*loan to value*). Był więc budowany od góry, czyli od najbogatszych klientów. Programy kredytów hipotecznych były prowadzone przez organizacje zagraniczne, które z założenia odcinały się od powszechnych subsydiów budżetowych dla sektora. W konsekwencji obszaru tego nigdy nie objęto oficjalną polityką mieszkaniową, przez co uniknięto eksperymentów oraz zmian koncepcji typowych dla zmian gabinetów i walki politycznej w kraju słabo rozwiniętym.

W początkowym okresie rozwoju sektora finansowania nieruchomości, tj. w 1994 r., na rynku działały dwa główne podmioty: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski (PKO BP), Polsko-Amerykański Bank Hipoteczny (PAM bank) oraz kilka banków skupionych wokół realizowanego przez Bank Światowy programu funduszu hipotecznego, z których największy był łódzki Powszechny Bank Gospodarczy (PBG). PKO BP nastawiony był na klienta masowego, o relatywnie niskich dochodach, zaś PAM bank na elitarnego o najwyższych dochodach. Pomędzy tymi dwoma grupami lokował się program funduszu hipotecznego.

Pod koniec lat 90. na rynku konkurowała już większość istniejących obecnie banków (por. tabela 1). Bank PKO BP zachował dominującą pozycję na rynku do 2001 r., ale nawet po 24 latach jest istotnym graczem w sektorze, z udziałem rynkowym szacowanym na około 30% w 2013 r.

Komercyjny system finansowania mieszkalnictwa od początku opierał się na bankach uniwersalnych. Również Program WB i USAID, będący *de facto* programem

Tabela 1. Szacunkowe portfele kredytów hipotecznych w polskim sektorze mieszkaniowym (stan na 31 grudnia, w %)

Bank/Okres	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PKO nowy portfel	73,6	74,6	71,5	68,7	59,8	50,1	40,7	36,0
PKO S.A.			2,0	2,1	4,4	10,3	12,6	13,1
PBG	3,4	5,7	5,3	4,1				
PAMB/GE	14,1	8,7	6,5	4,0	3,2	4,8	7,6	7,9
Bank Śląski	4,3	5,3	4,4	3,1		2,6		
WBK				0,2	1,1		4,5	6,3
Bank Zachodni	0,7	1,0	0,7	1,0	1,6	1,9		
BPH			0,9	0,6	2,3	6,9	11,2	10,2
PBK			3,7	3,4	3,7	5,9		
BGŻ			0,8	0,5	0,6	2,6	1,7	1,4
BIG-Bank			0,2	0,1	0,2		1,5	2,7
Kredyt-Bank				1,3	1,5	2,0	3,4	4,6
LG Perto				0,3	2,0	3,1	2,5	2,3
GBG		0,7	0,8	1,6	1,9			
Bud-Bank	1,8	1,3	1,3	2,0	1,8			
Banki hipoteczne portfele mieszkaniowe							1,0	2,0
Inne banki	2,2	2,7	2,0	6,9	16,0	9,2	13,3	13,5

Źródło: szacunki własne na podstawie wielu źródeł.

wprowadzającym do sekurytyzacji lub refinansowania aktywów hipotecznych opartych na modelu Centralnego Banku Hipotecznego, opierał się na bankach uniwersalnych. W drugiej połowie lat 90. powstały nowe regulacje prawne, których zadaniem było stworzenie warunków do rozwoju długookresowych kredytów mieszkaniowych oraz możliwości ich refinansowania w drodze emisji nowego rodzaju papierów wartościowych – listów zastawnych. Była to adaptacja modelu niemieckiego, który ze względu na swoją prostotę wydawał się dobrym rozwiązaniem dla rodzącego się systemu. Tak jak w przypadku programu Banku Światowego,

decydujące znaczenie miał brak wizji dalszej ewolucji systemu oraz bieżące interesy największych banków (tanie i proste finansowanie z depozytów, bez standaryzacji wymogów kredytowych) wspieranych przez polityków (kredyty hipoteczne dla wszystkich).

W okresie tym na warszawskim rynku pierwotnym zaobserwowano pierwszy cykl nieruchomości wywołany w znacznej mierze zmianami regulacji. Ze względu na skalę, zjawiska te były najlepiej widoczne na rynku warszawskim, dotyczyły jednak większości dużych miast. Niski poziom finansowania rynku przez sektor finansowy spowodował, że skutki cyklu dotknęły głównie deweloperów, spółdzielnie mieszkaniowe i ich klientów. Jego mechanizm opierał się na opóźnieniach pomiędzy przyrostem popytu a reakcją podaży, która następowała z opóźnieniem. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym zakłócająco na rynek, i w tym przypadku zwiększającym amplitudę wahań, była polityka państwa. Cofnięcie w 2000 r. subsydiów budowlanych oraz objęcie podatkiem VAT budownictwa deweloperskiego w momencie wystąpienia nadwyżki wolnych mieszkań na rynku, spowodowały przesunięcie problemów na 2001 r. Konsekwencją był spadek liczby przygotowywanych projektów, pozwoleń na budowę, mieszkań nowo rozpoczynanych i budownictwa. Opóźnienie w czasie pomiędzy sprzedażą wcześniej wygenerowanych nadwyżek mieszkań i podjęciem przez deweloperów decyzji o przygotowywaniu nowych projektów, a ich fizycznym wypłynięciem na rynek, było punktem startowym kolejnego cyklu, już po akcesji do UE.

W okresie kredytów denominowanych w walutach obcych, bańki cenowej w sektorze i kryzysu globalnego, datowanym na lata 2005–2013, nastąpiło gwałtowne przyspieszenie akcji kredytowej opartej na kredytach denominowanych finansowanych z europejskiego rynku kapitałowego, co spowodowało bańkę cenową na rynkach największych miast. Wybuch kryzysu finansowego w USA zahamował tę ekspansję i do kryzysu w sektorze nieruchomości oraz w sektorze bankowym nie doszło, miał natomiast miejsce pierwszy duży cykl na rynkach. Był on spowodowany, jak to zazwyczaj bywa, splotem kilku czynników (demografia, wzrost gospodarczy i dochodów, spekulacja, etc.), jednak bezpośrednim czynnikiem sprawczym był sektor bankowy i tanie kredyty denominowane we frankach szwajcarskich. Konsekwencją tych wydarzeń, w dzisiejszej i zapewne jeszcze w wieloletniej perspektywie, są duże portfele kredytów denominowanych w walucie obcej w polskich bankach, co stwarza dla kraju ryzyko kursowe oraz makroekonomiczne. Trzeba podkreślić, że banki przerzuciły ryzyko kursu walutowego na klientów, którzy z kolei nie mogli się przed nim zabezpieczyć.

Cykle, które wystąpiły na rynkach mieszkaniowych w największych miastach w Polsce, ze względu na ich przebieg oraz ogólne zależności były bardzo podobne do tych występujących w innych krajach, w tym USA. Podstawową różnicą pomiędzy rynkiem polskim a innymi, na których załamanie było boleśniej odczuwalne gospodarczo, była odwrotna dynamika cen w fazie boomu i załamania, co tłumaczy

mniejszą wielkość bańki i łagodniejsze konsekwencje załamania. W Polsce nastąpił szybki proces wzrostu cen w wyniku boomu kredytowego oraz załamanie stosunkowo łagodne i rozłożone w czasie. W konsekwencji straty były mniejsze, gdyż gwałtowny przyrost portfeli trwał tylko 3–4 lata, a spadek cen był rozłożony na ponad 6 lat, co pozwoliło uniknąć strat zarówno bankom, jak też deweloperom. Druga różnica to podaż na rynku, która w Polsce, w odróżnieniu od rynków wysoko rozwiniętych, miała postać kontraktów nie na gotowe mieszkania, ale na ich budowę. Ten system, niekorzystny dla konsumenta, umożliwił zwiększenie elastyczności podaży i ograniczył wzrost cen. Zjawisko to wystąpiło wyraźnie w ostatniej fazie boomu, gdy wzrostowi spekulacyjnego popytu towarzyszyło znaczące zwiększenie podaży kontraktów na budowę mieszkań, a w mniejszym zakresie dalsze wzrosty cen.

Kryzysu w USA wybuchł w odpowiednim momencie, aby przerwać narastanie nierównowagi, a jednocześnie napięcia, chociaż znaczne, nie były jeszcze katastroficzne i nie spowodowały wielkiego załamania rynku. Równocześnie portfele kredytowe nie były jeszcze tak duże, a banki i firmy deweloperskie mocno skapitalizowane, co umożliwiło im przeżycie najtrudniejszych momentów. Znając charakter rynku mieszkaniowego, gdzie często niewielkie, marginalne wielkości decydują o poziomach cen, można powiedzieć, że szczególnie istotna była wysoka kapitalizacja firm deweloperskich i relatywnie mały rozmiar dźwigni finansowej, co uchroniło rynek przed efektem domina.

Podstawowymi czynnikami powodującymi boom i w następnym etapie bańki cenowe na rynkach największych miast Polski w latach 2005–2007 była rosnąca dostępność kredytowa dla gospodarstw domowych – efekt wprowadzenia kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich. Obok znacznie wyższej dostępności (efektu dysparytetu stóp procentowych) i ryzyka, kredyty te były krótkookresowo bardziej zyskowne dla sektora bankowego⁴. Równoległe wystąpiło oddziaływanie czynników fundamentalnych, tj. demograficznych, jak migracje i przyrost nowych gospodarstw domowych oraz wzrost dochodów i optymizmu społecznego.

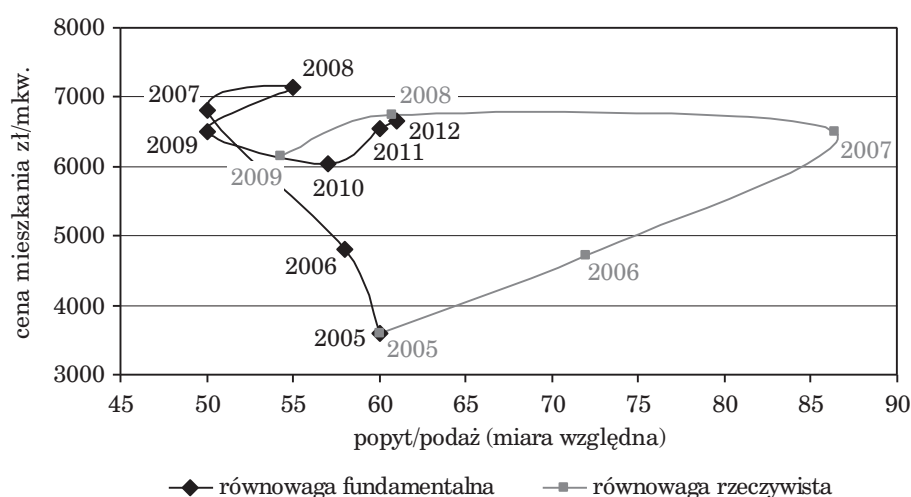
Istotne znaczenie, zwłaszcza w fazie boomu, gdy mieszkania stawały się niedostępne ze względu na wysokie ceny, miała też liberalizacja polityki kredytowej banków. Czynniki te odegrały rolę katalizatora, podczas gdy główną siłą napędzającą boom okazały się spekulacja, oczekiwania wzrostu cen i związane z tym zachowania zbiorowe.

Działanie rynku nieruchomości mieszkaniowych przedstawić można na prostym analitycznym modelu. Na podstawie bieżącego monitoringu w eksperckim modelu rynku nieruchomości mieszkaniowych w Warszawie założono, że równowaga na

⁴ Szerzej w Raporcie o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w rozdziale 4, *Oddziaływania pomiędzy sektorem finansowym a sektorem nieruchomości*, (NBP 2011a).

tym rynku występowała w latach 2002–2005. Dla oszacowania bazowej, zrównoważonej krzywej popytu posłużono się krzywą dostępności kredytowej mieszkania, uwzględniającą zmiany warunków cen mieszkań, dochodów gospodarstw domowych oraz warunków udzielania kredytów mieszkaniowych. Krzywa ta, obliczana na podstawie reprezentatywnej próby gospodarstw domowych GUS dla Warszawy, pokazuje efekty dochodowe zmian stóp procentowych i cen mieszkań bez efektów substytucyjnych, co powoduje lekkie niedoszacowanie spadku popytu. Krzywą tę skorygowano o zmienne demograficzne (przyrost małżeństw) i migracje. Krzywą podaży oszacowano na podstawie cen transakcyjnych oraz struktury ofert na rynku mieszkaniowym. Punkty równowagi na rynku mieszkaniowym obliczono numerycznie. Rysunek 2 przedstawia wyniki analizy krótkookresowych równowag rynkowych dla zagregowanych rynków 6 największych miast Polski, szacowane według eksperckich modeli równowagi. Na wyniki teoretycznej rynkowej ścieżki równowagi nałożono rzeczywiste, obserwowane wielkości cen i sprzedaży mieszkań. Należy zauważyć, że fundamentalna wielkość sprzedaży kontraktów na budowę mieszkań przy obserwowanych cenach powinna zawierać się w przedziale 50–60 tysięcy jednostek, podczas gdy rzeczywiste rozmiary sprzedaży przekroczyły 85 tysięcy kontraktów w 2007 r., w tym w znacznej części o wysokim poziomie ryzyka ze względu na bardzo wczesny etap realizacji inwestycji (tzw. dziury w ziemi). Zachowanie to w literaturze określa się jako kredytowanie spekulacyjne (*speculative lending*) i wyjaśnia ono drugą fazę boomu. Jak już wspomniano, w warunkach sprzedaży gotowych mieszkań zanotowano by zapewne dalszy, znaczący wzrost cen.

Rysunek 2. Ścieżka równowagi pierwotnego rynku mieszkaniowego (stan i prognoza dla 6 miast)

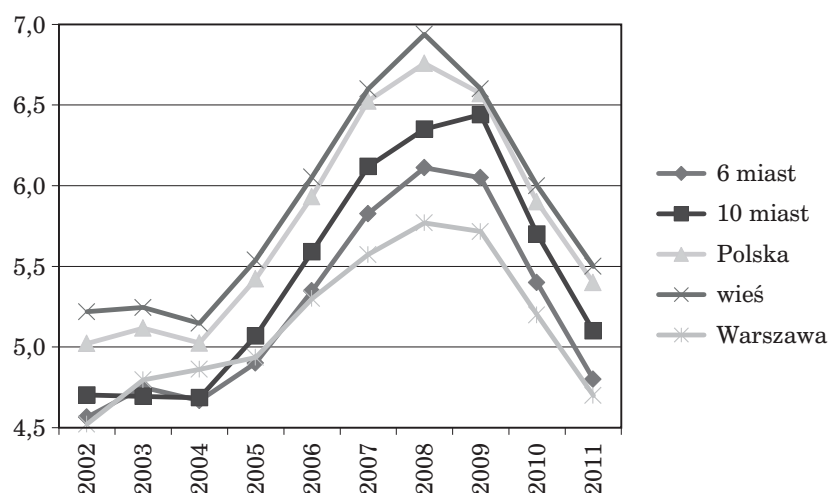


Uwaga: 6 miast – Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Gdańsk

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Na największym rynku warszawskim mechanizm cyklu miał przebieg typowy dla tych zjawisk, natomiast cykle w poszczególnych 6 największych miastach wykazywały pewne różnice. Wynikały one z lokalnego charakteru głównych oddziałujących czynników. Wzrost dochodów, spadek stóp procentowych i marż oraz liberalizacja przez banki wymogów ostrożnościowych przełożyły się bezpośrednio na dostępność kredytów i popyt na kredyty. W konsekwencji szybko zaczęły rosnąć salda tych kredytów w systemie bankowym, co wpłynęło już bezpośrednio na popyt mieszkaniowy. Drugim istotnym elementem wzrostu popytu na mieszkania były czynniki demograficzne, a w szczególności wzrost liczby nowo zawieranych małżeństw oraz migracja do największych miast stymulowana dobrą koniunkturą gospodarczą, w tym głównie możliwościami zarobkowymi⁵ (por. rysunki 3–6).

Rysunek 3. Liczba małżeństw na 1000 ludności w Polsce w latach 2002–2011



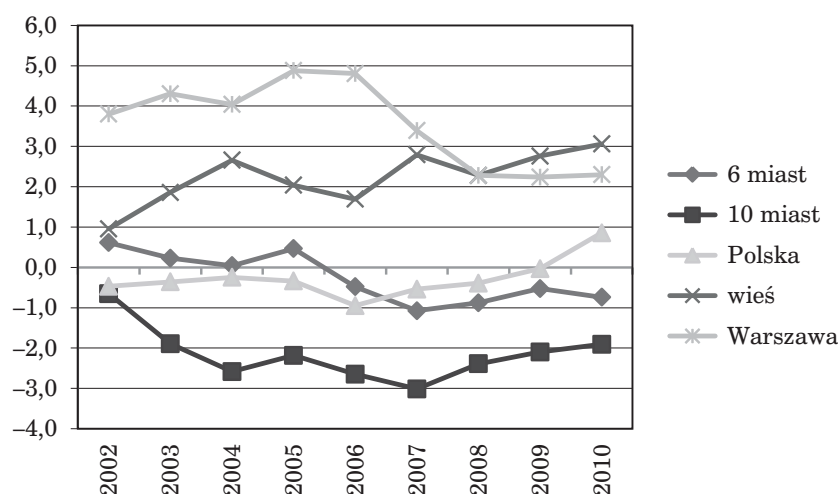
Uwaga: 6 miast – Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Gdańsk;

10 miast – Białystok, Bydgoszcz, Kielce, Katowice, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

⁵ Szerzej w Raporcie o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w rozdziale 6 *Tendencje rozwoju rynków lokalnych – analiza porównawcza* oraz w części III *Monografie 16 miast w Polsce* (NBP 2011a).

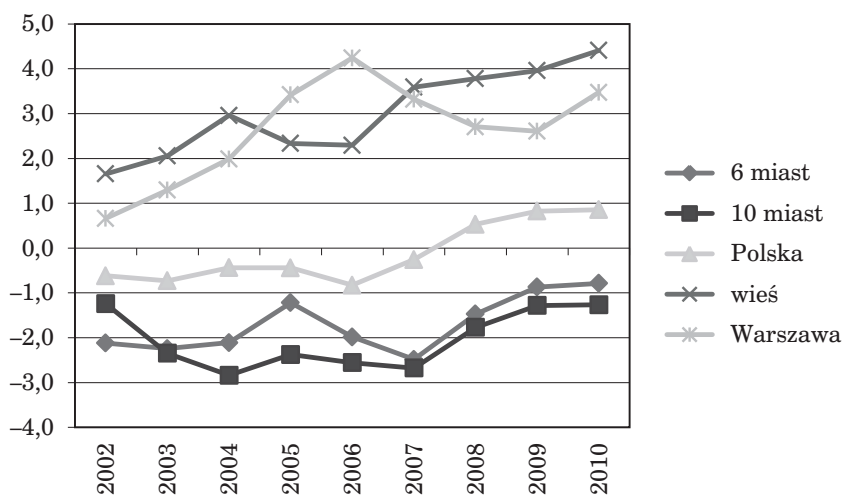
Rysunek 4. Migracje netto na 1000 ludności w Polsce w latach 2002–2010



Uwaga: 6 miast – Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Gdańsk;
 10 miast – Białystok, Bydgoszcz, Kielce, Katowice, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin,
 Zielona Góra.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Rysunek 5. Przyrost naturalny oraz migracje netto na 1000 ludności w Polsce w latach 2002–2010

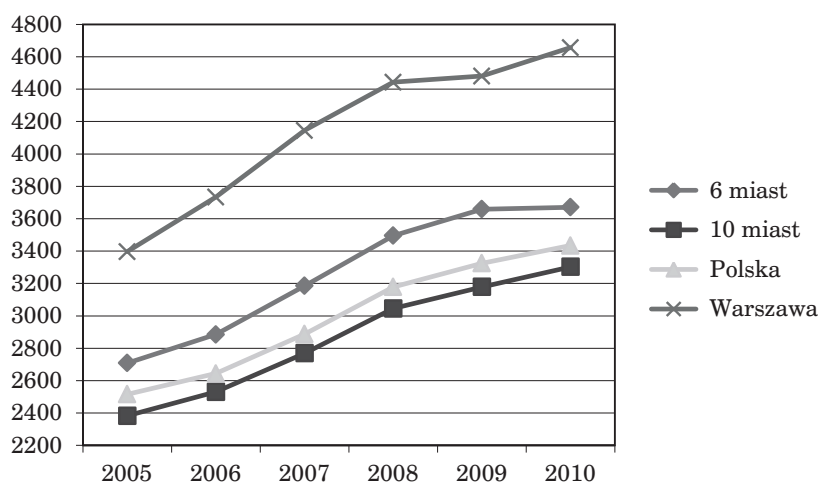


Uwaga: 6 miast – Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Gdańsk;
 10 miast – Białystok, Bydgoszcz, Kielce, Katowice, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin,
 Zielona Góra.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Interesujące były też zjawiska przestrzennej autokorelacji cen. Rosły one najszybciej w największych miastach, następnie w mniejszych miastach wojewódzkich i pozostałych miejscowościach. Pierwotny impuls cenowy pochodził z rynku

Rysunek 6. Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2005–2010



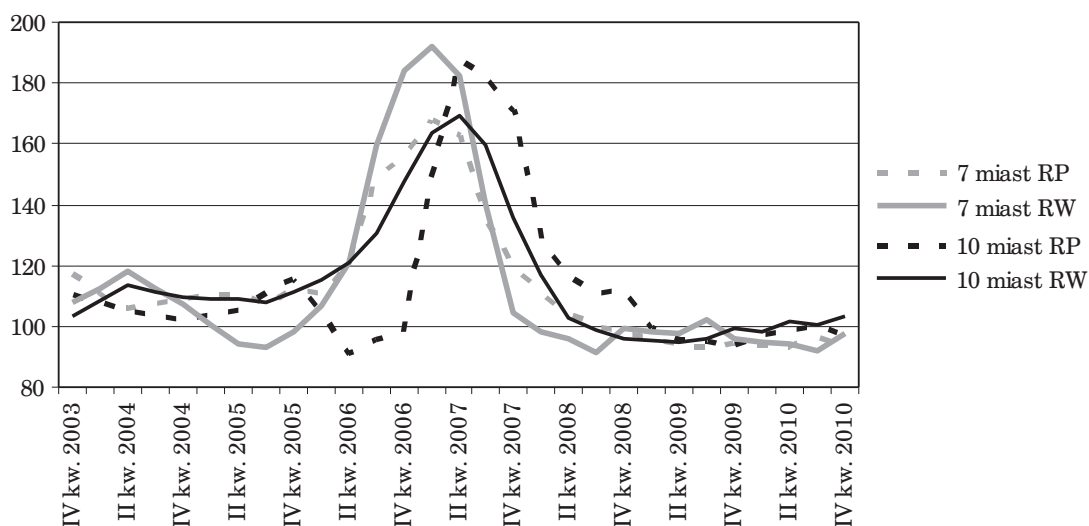
Uwaga: 6 miast – Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Gdańsk;

10 miast – Białystok, Bydgoszcz, Kielce, Katowice, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

wtórnego, a następnie przenosił się na rynek pierwotny. Największe opóźnienie wykazały koszty budowy, co było związane z wysoką konkurencją w sektorze budowlanym (por. rysunki 7 i 8).

Rysunek 7. Dynamika r/r cen ofertowych mieszkań RP i RW w latach 2003–2010 (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)

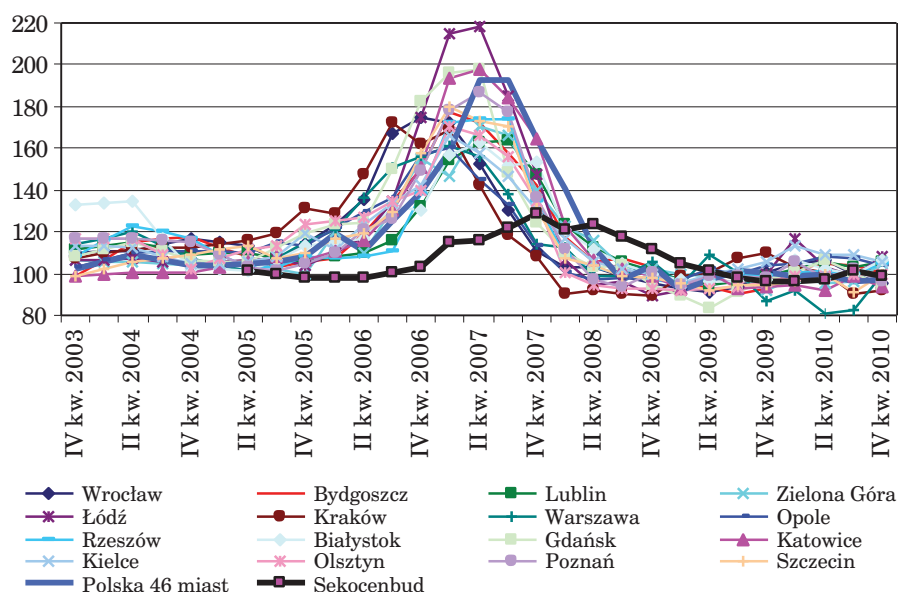


Uwaga: 7 miast – Warszawa, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, Gdańsk z Gdynią;

10 miast – Białystok, Bydgoszcz, Kielce, Katowice, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i PONT Info.

Rysunek 8. Dynamika r/r cen ofertowych mieszkań RW w latach 2003–2010 (analogiczny kwartał poprzedniego roku = 100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i Sekocenbud.

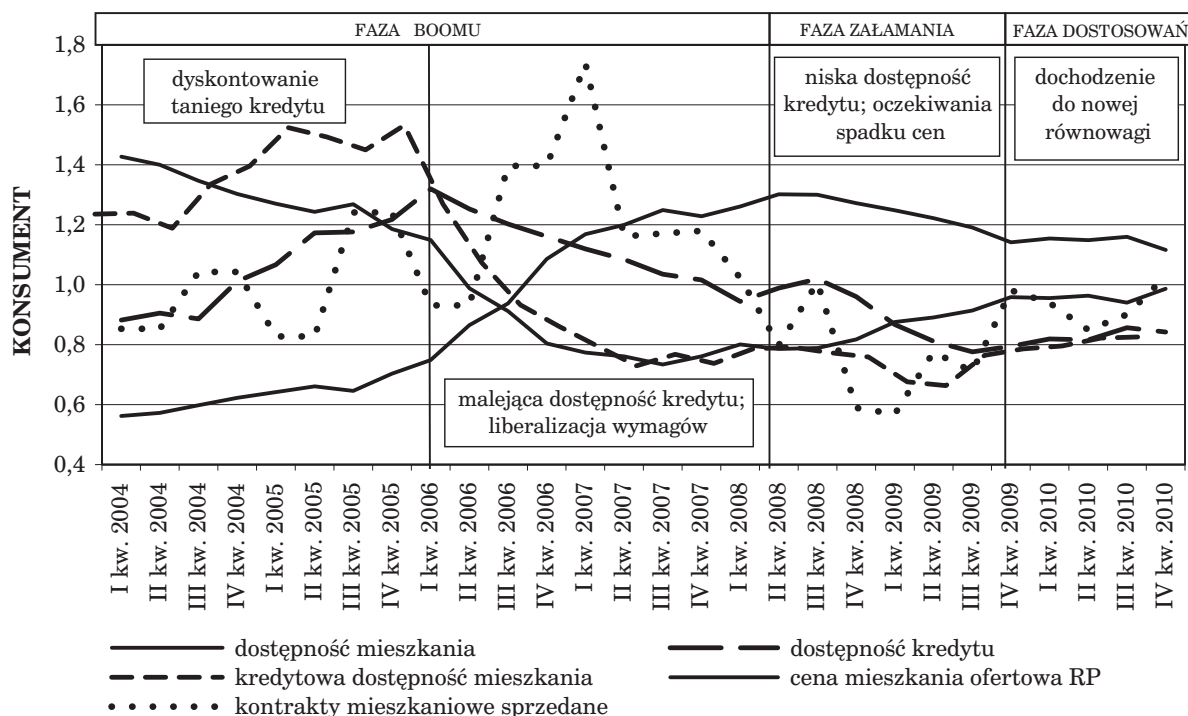
W trakcie cyklu na podmioty zaangażowane w transakcje na rynku nieruchomości mieszkaniowych oddziaływało wiele czynników, przy czym niektóre oddziaływały krótkookresowo (np. kurs walutowy), zaś oddziaływania części z nich kumulowały się (por. rysunek 8). Część z reakcji da się opisać jedynie z obserwacji realnych procesów na rynku. Szczególnie interesująca jest główna zależność pomiędzy dostępnością kredytów a dochodami oraz dostępnością i ceną mieszkań. Jest to jednocześnie klasyczna zależność mająca swoje uzasadnienie w teorii konsumenta oraz opisywana wielokrotnie na innych rynkach nieruchomościowych. W pierwszej fazie cyklu, lata 2004–2006, rosnąca dostępność kredytów powodowała wzrost ich wypłat i w konsekwencji wzrost popytu mieszkaniowego, co w zetknięciu ze sztywną podażą zapoczątkowało proces wzrostu cen mieszkań. Rosnące dochody gospodarstw domowych oraz spadające stopy procentowe spowodowały jednak, że pomimo wzrostu cen mieszkań ich dostępność kredytowa (rozumiana jako liczba metrów kwadratowych możliwych do sfinansowania dostępnym kredytem) wykazywała wzrost. W konsekwencji wskaźnik kosztu własności (będący odwrotnością wskaźnika dostępności kredytowej mieszkania) wykazywał spadek, co oznaczało, że koszty obsługi kredytu dla gospodarstwa domowego na zakupione mieszkanie spadały bezwzględnie w efekcie spadku stóp procentowych, a następnie względnie w relacji do dochodów na skutek wzrostu dochodów. Konsekwencją spadku kosztu własności mieszkania był dalszy wzrost popytu mieszkaniowego, co przy sztywnej podaży powodowało dalszy wzrost cen mieszkań (por. rysunek 9). W II kwartale 2006 r. dostępność kredytów zaczęła maleć. Jednak popyt rósł dalej, napędzany

oczekiwaniem dalszych wzrostów cen i związanymi z tym zakupami spekulacyjnymi. W tym samym okresie na rynku mieszkań popyt natrafił na sztywną część podaży (co najmniej rok na zaoferowanie kontraktu na zakup mieszkania typu „dziura w ziemi”), co skutkowało przyspieszeniem wzrostu cen. W wyniku wzrostu inflacji spadały też realne stopy procentowe kredytów, a złoty mocno się umacniał. Spadek realnych kosztów finansowania (stopy realne) oraz wzrost zysków kapitałowych (ceny mieszkań, różnice kursowe) spowodowały, że inwestowanie w mieszkanie zaczęło przynosić, przynajmniej na papierze, krótkookresowe, znaczne zyski.

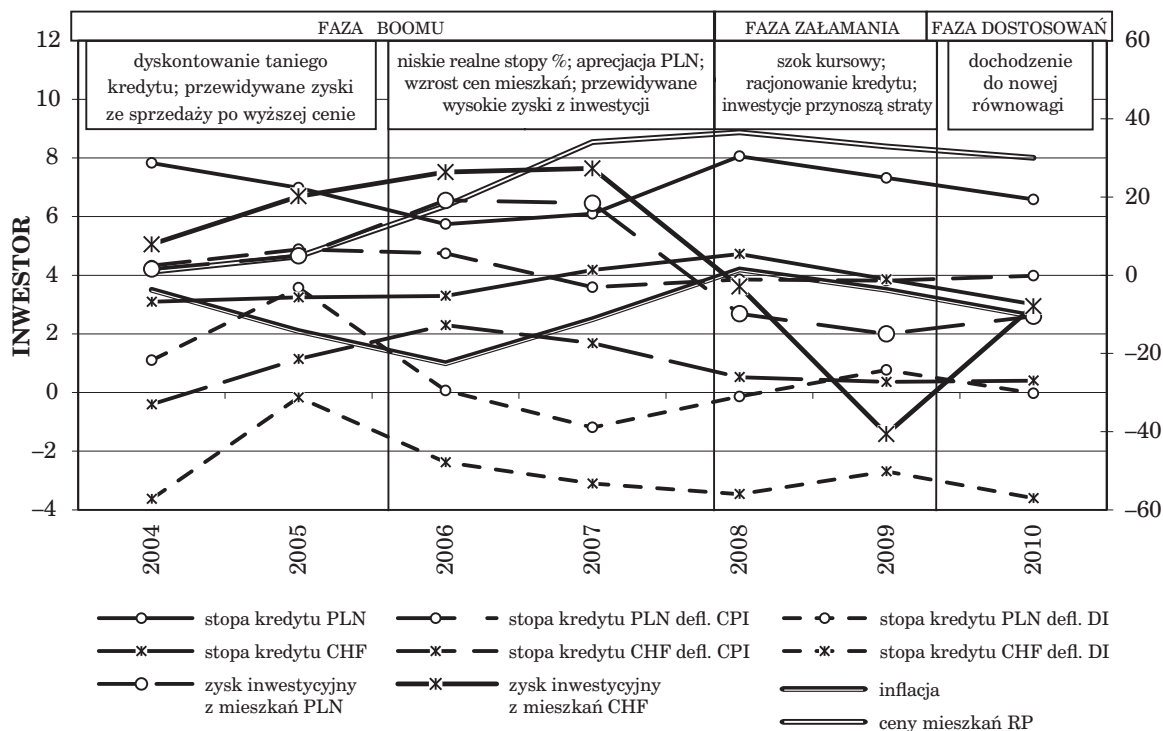
Gorączka zakupów na rynku mieszkań wpłynęła na zachowania niektórych firm deweloperskich. Aby przyspieszyć realizację projektów i związanych z nimi zysków, część firm deweloperskich, zwłaszcza zagranicznych, które później weszły na rynek i bazowały na swoich krajowych doświadczeniach (tam ceny mieszkań rosły wiele lat) decydowała się na odkupywanie już realizowanych projektów i przygotowanych terenów budowlanych i finansowania tych transakcji kredytem. Wystąpiło więc zjawisko znane w literaturze jako udzielanie ryzykownych kredytów (*speculative lending*).

Rysunek 9. Mechanizm cyklu w Warszawie w latach 2004–2010

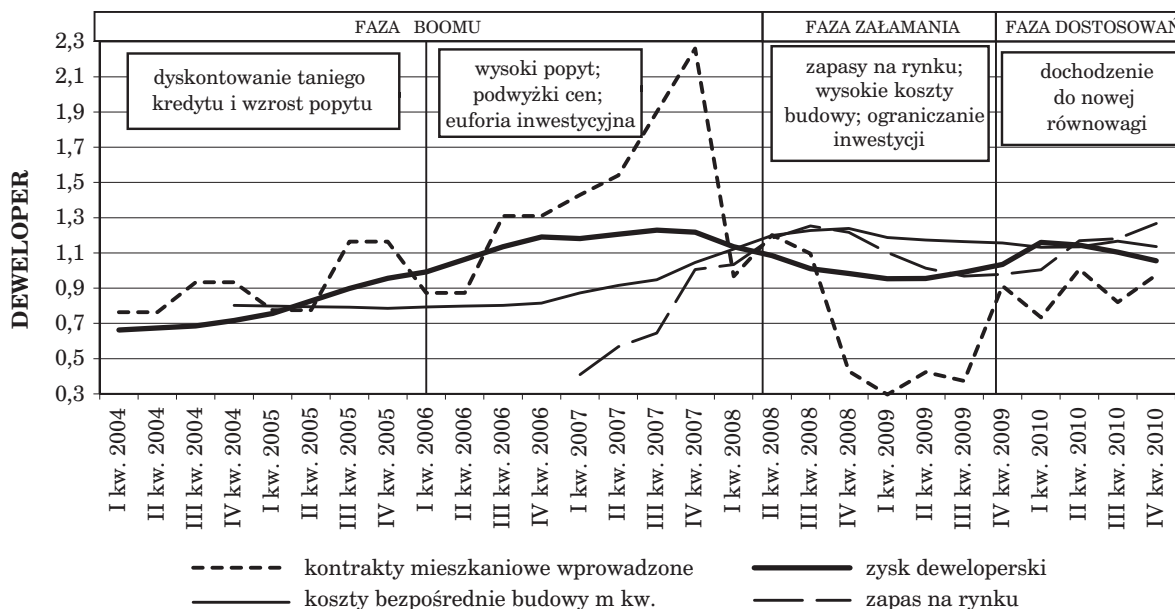
A.



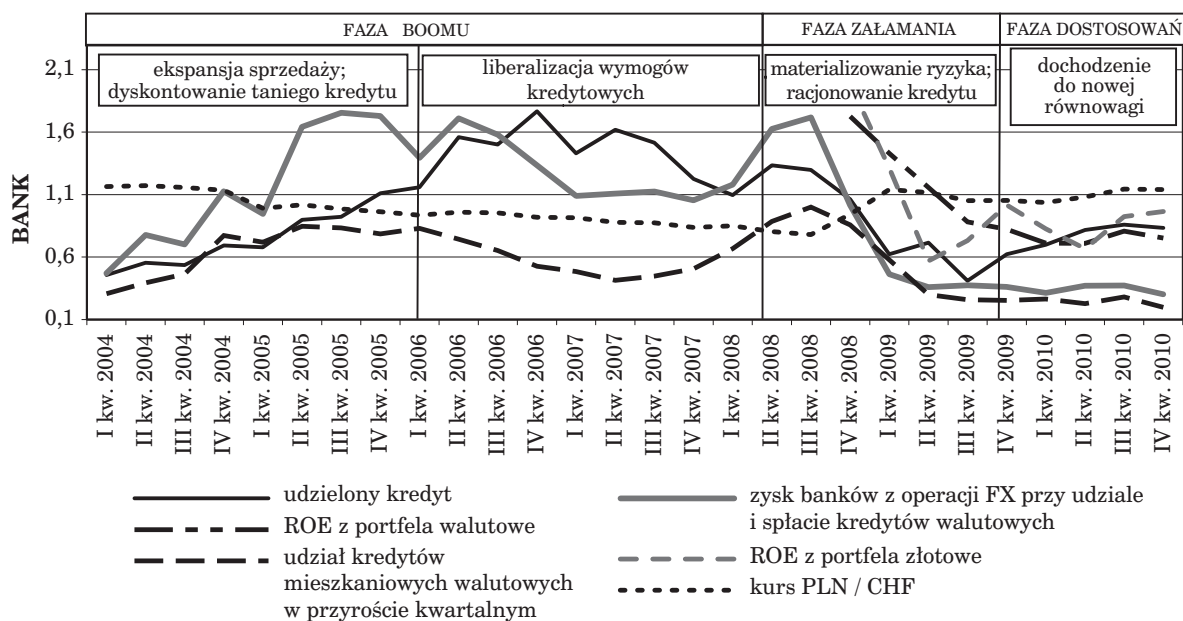
B.



C.



D.

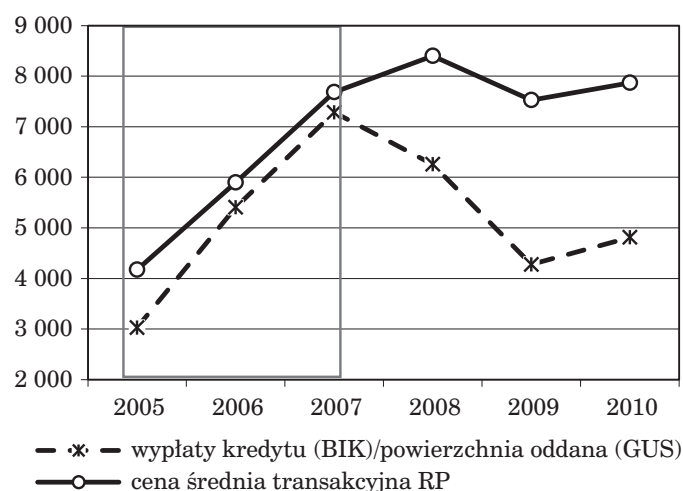


Uwaga: wielkości dla konsumenta, dewelopera oraz banku odnoszone do średniej z lat 2004–2010.

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

Rosnące wypłaty kredytów przy malejącej zdolności kredytowej pod koniec 2006 r. i na początku 2007 r. (efekt wzrostu stóp procentowych, por. rysunek 9) oznaczały, że sektor bankowy został włączony do gry spekulacyjnej i udzielał kredytów według rosnącej spekulacyjnie wartości zabezpieczeń a nie zdolności kredytowej. W rzeczywistości następowała kumulacja ryzyk, gdyż wartość zabezpieczenia, a w konsekwencji jakość wierzytelności, też stawała się problematyczna. Wynikało to z faktu, że banki oceniały wartość kredytowanych nieruchomości stosując metodę porównawczą, tj. porównując cenę kredytowanej nieruchomości z poziomem cen innych nieruchomości. W rzeczywistości jednak to banki, zwiększając wypłaty kredytów, kreowały poziom cen nieruchomości na rynku i narastające ryzyko ich korekty. Zjawisko to ilustruje na przykładzie Warszawy rysunek 10, który pokazuje kształtowanie się cen na pierwotnym rynku mieszkaniowym oraz ceny hipotetyczne uzyskane z podzielenia nowo oddanej powierzchni mieszkaniowej przez wypłaty kredytów dla tego rynku z uwzględnieniem wielkości LTV. Warto zwrócić uwagę, że ceny mieszkań doskonale elastyczne na wzrost popytu usztywniły się po jego spadku, co jest widoczne po 2007 r. Powiększająca się luka pomiędzy ceną transakcyjną a hipotetyczną to niesprzedane mieszkania, których zasób zaczął narastać.

Rysunek 10. Warszawa – średnia cena transakcyjna na rynku pierwotnym (RP) a hipotetyczna cena równowagi w latach 2005–2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

W 2007 r. podaż zaczęła się uelastyczniać w związku z upływem czasu niezbędnego do przygotowania projektów inwestycyjnych na tyle, aby mogły zostać wprowadzone na rynek. W związku z boomem na rynku w większości przypadków były to projekty na bardzo wczesnym etapie realizacji, a więc obciążone wysokim ryzykiem. W ustabilizowanych warunkach rynkowych projekty takie charakteryzują się większą premią za ryzyko i niższą ceną, co oznacza, że faktyczny wzrost cen w 2007 r. był wyższy od mierzonego statystycznie (towar obciążony znacznym ryzykiem, niepełnowartościowy, sprzedawano w cenie pełnowartościowego). Wysoki popyt spowodował też wzrost oczekiwań cenowych firm budowlanych i producentów materiałów budowlanych – w konsekwencji pojawiła się inflacja na rynku budowlanym (produkcji budowlano-montażowej) i materiałów budowlanych. Coraz wyższe ceny mieszkań w połączeniu ze wzrostem podaży spowodowały, że na rynkach zaczął wzrastać zasób niesprzedanych mieszkań.

W 2008 r. nastąpiło odwrócenie dotychczasowych tendencji, a przyczyną tego zjawiska była zmiana zależności bilansowych pomiędzy przyrostem kontraktów na budowę mieszkań a przyrostem kredytów na ich sfinansowanie. O ile do 2008 r. obserwowano całkowitą sprzedaż wszystkich kontraktów, to od tego momentu sprzedaż mieszkań deweloperskich zaczęła spowalniać. Wprawdzie ceny w latach 2007–2008 nie wzrosły już tak gwałtownie jak w latach ubiegłych, to jednak na rynku pojawiła się dodatkowa podaż z nowych projektów inwestycyjnych. Przekraczała ona dotychczasowe jej rozmiary o 50–80%, podczas gdy podaż kredytów we wspomnianym okresie praktycznie ustabilizowała się, gdyż sektor bankowy zaczął odczuwać problemy związane z kryzysem finansowym (*subprime*) oraz dodatkowo zaczął dostrzegać ryzyka na polskim rynku. W III kwartale 2008 r. złoty zaczął

gwałtownie tracić na wartości, co oznaczało problemy z portfelami kredytów denominowanych w walutach obcych, rozpoczęła się też wojna depozytowa, oznaczająca wzrost stóp procentowych kredytów złotych. Inwestycje w mieszkanie oraz portfele kredytów hipotecznych zaczęły przynosić straty. W konsekwencji zapas niesprzedanych nowych mieszkań na rynku 6 największych miast w Polsce wzrósł z poziomu około 12 tys. (na początku 2006 r.) do ponad 30 tys. (w 2008 r.), aby w III kwartale 2010 r. przekroczyć 38 tys. Banki rozpoczęły też racjonowanie kredytu, którego podaż spadła nieproporcjonalnie do spadku zdolności kredytowej, która wprawdzie zmniejszyła się w latach 2006–2007, ale w 2008 r. była już stabilna⁶. Na dostosowania rynkowe w kolejnych latach miały wpływ regulacje, zaburzające ten proces, ceny wykazywały niewielkie spadki nominalne i większe realne, które trwały do 2013 r.

Lata 2005–2013, a zwłaszcza faza boomu, to klasyczny przypadek cyklu na tym rynku, który można wyjaśnić zmianami dostępności kredytów oraz podejmowaniem decyzji dotyczących przyszłości na podstawie analizy historycznej (*backward looking*).

Konsumenci odczuwający niski poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych reagują racjonalnie zwiększając zakupy mieszkań gdy pojawiają się tanie kredyty denominowane, w tym zwłaszcza konsumenci młodzi, którzy zawarli nowe związki małżeńskie. Swoją dotychczasową brak negatywnych doświadczeń związanych z ryzykiem kursowym ekstrapolują na następne 30 lat. Również ich zachowanie w reakcji na szybko drożejące mieszkania jest, obiektywnie patrząc, nieracjonalne. Lepiej kupić mieszkanie dzisiaj niż znacznie droższe jutro. Podobne są też oczekiwania spekulantów łączące ceny mieszkań z kosztami finansowania i ryzykiem kursowym.

Sektor bankowy udziela kredytów denominowanych w walutach obcych, gdyż są one bardziej dostępne dla gospodarstw domowych, jest na nie popyt i są wysoce rentowne. Liberalizacja wymogów kredytowych dotyczących kredytobiorcy i LTV też jest krótkookresowo uzasadniona, gdyż rośnie wartość zabezpieczeń.

Deweloperzy zwiększają produkcję mieszkań, gdyż ceny, a więc i zyski oraz stopy zwrotu, szybko rosną.

Analiza makroekonomiczna pokazuje, że procesy te prowadzą do kryzysu, jednakże wszystkie podmioty kierują się analizą mikroekonomiczną i krótkookresową. W konsekwencji bez interwencji z zewnątrz w sektorze narasta bańka, oznaczająca złą alokację zasobów, która musi pęknąć i spowodować znaczące problemy gospodarcze.

⁶ Por. rozdział 3, *Proporcje, mechanizmy i procesy w sektorze mieszkań prywatnych w Polsce*, w: *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*, NBP (2011a).

Podstawowym problemem interwencji rynkowej w sektorze jest jej polityczny charakter. W odróżnieniu od innych dóbr konsumpcyjnych rosnące, aż do załamania, ceny mieszkań często spotykają się z przychylnym przyjęciem ze strony większości społeczeństwa, biznesu oraz polityków. Rosnące ceny dotyczą wprawdzie kupujących nowe mieszkania, ale jest to w części kompensowane tańszym kredytem oraz ich przekonaniem, że osiągnęli korzyści, gdyż proces wzrostu cen będzie nadal postępował. Dla banków, deweloperów i pośredników operujących na tym rynku są to wysokie nadzwyczajne zyski. Dla pozostałej części społeczeństwa jest to wzrost ich majątku osobistego, który skłania do większych wydatków oraz wspiera koniunkturę gospodarczą. W konsekwencji politycy też popierają ten proces licząc, że tym razem będzie inaczej i załamanie nie nastąpi, bądź też, że uda się znaleźć dobre wytłumaczenie załamania. Z praktycznego punktu widzenia oznacza to, że ostrzejsze regulacje antycykliczne, zwłaszcza te dotyczące sektora bankowego, należy wprowadzać zanim nastąpi boom.

2. ROZWÓJ RYNKU FINANSOWYCH PRODUKTÓW MIESZKANIOWYCH I HIPOTECZNYCH W POLSCE

Pierwsze komercyjne, tj. niesubsydiowane kredyty hipoteczne, zostały udzielone w Polsce prawdopodobnie na początku lat 90., gdy wyodrębniono z Narodowego Banku Polskiego (NBP) banki komercyjne, rozpoczynając budowę systemu bankowego. Rozpoczęło się to wraz z uruchomieniem programu Banku Światowego (Fundusz Hipoteczny) oraz utworzeniem Polsko-Amerykańskiego Banku Hipotecznego. Instytucje te wprowadziły uproszczone, bo dostosowane do lokalnych warunków, procedury analizy i udzielania kredytów hipotecznych, opierające się na doświadczeniach krajów rozwiniętych, głównie amerykańskich (*Fannie Mae*). Wprowadzono też dostosowane do sytuacji i miejsca specyficzne produkty bankowe: kredyty denominowane w dolarach oraz kredyty podwójnie indeksowane. Zarówno standardy udzielania kredytów, jak też produkty zostały w następnym okresie z mniejszą lub większą dokładnością oraz często z błędami skopiowane przez pozostałe banki, w tym PKO BP, który zaadaptował kredyt podwójnie indeksowany. Jest to instrument kredytowy z grupy kredytów indeksowanych, lub szerzej – o opóźnionych płatnościach. Kredyty indeksowane różnią się tym od klasycznych produktów finansowych, że płatności nalicza się indeksując saldo kredytu o pewien indeks, co zazwyczaj oznacza odroczoną spłatę części odsetek. Mają one zastosowanie gdy chcemy dopasować płatności kredytu do przepływów finansowych, z których będą one dokonywane. W przypadku kredytu podwójnie indeksowanego stosuje się dwa indeksy, z których jeden służy do naliczania płatności, a drugi do korekty salda kredytu. Instrument taki stosuje się często, choć nie tylko w warunkach wysokiej inflacji, i wówczas od strony księgowej mamy zjawisko kapitalizacji odsetek i od-

roczonych przychodów banku. Instrumenty indeksowane umożliwiają ograniczenie skutków kumulacji płatności w pierwszych latach po uruchomieniu kredytu (tzw. *payment tilt*), występujących przy wysokiej inflacji. Instrumenty podwójnie indeksowane umożliwiają ograniczenie szoków związanych z nierównomiernym wzrostem cen i płac w takich warunkach. Podstawową wadą tego instrumentu jest jego wysoka złożoność zarówno od strony księgowej (aspekty podatkowe, problem spłacalności, obliczania dochodowości), jak i przede wszystkim od strony zrozumienia przez konsumentów⁷.

Do 1999 r. dominowały produkty podwójnie indeksowane oferowane głównie przez PKO i program Banku Światowego (por. tabela 2). Od 2001 r. rozpoczyna się dominacja produktów indeksowanych kursem waluty. Ponieważ na polskim rynku zawsze dominowały produkty indeksowane, lata 80. oznaczały dolaryzację⁸ gospodarki, rozwój kredytów denominowanych, zwłaszcza w dolarach, był naturalną i nie zablokowaną w porę przez organy nadzoru drogą rozwoju sektora. O ile jednak złotowe kredyty indeksowane chroniły przed wysoką inflacją, to kredyty denominowane w walucie obcej były obejściem polityki monetarnej banku centralnego i narażały zarówno kredytobiorców, jak też całą gospodarkę na znaczne ryzyko. W latach 90. ryzyko to było nieznaczne z uwagi na wielkość portfela, jednakże po 2000 r. wraz z rozwojem kredytów denominowanych we franku szwajcarskim stało się istotnym zagrożeniem.

Drugą charakterystyczną cechą dla tego okresu była relatywnie niewielka wysokość kredytów. Była to konsekwencja niskich dochodów, wysokich stóp procentowych oraz ostrożnej polityki banków, co przekładało się na niską zdolność kredytową, pozwalającą zazwyczaj na kredyt znacząco niższy niż wartość zabezpieczenia.

Średnia wartość kredytu udzielonego w latach 1997–2000 zawierała się: pomiędzy 30 000–40 000 zł (PKO BP), a 60 000–70 000 zł (PKO SA). Dla porównania, przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wynosiło w 1997 r. 1157 zł, a w 2000 r. 2057 zł.

Podstawowe segmenty mieszkaniowych kredytów hipotecznych, które ukształtowały się w tych latach w Polsce, tj. kredyty finansujące: mieszkania nowo budowane, mieszkania nabywane w ramach istniejącego zasobu oraz remonty i modernizacje, pozostały do dzisiaj.

Początkowo większość banków opierała stopy procentowe swoich produktów na tzw. stopach bazowych banku, które zazwyczaj zawierały bankowe koszty pozyskania środków, premię za ryzyko i zysk. Pod naciskiem konkurencji w drugiej połowie lat 90. zaczęły one przechodzić na niezależne indeksy oparte głównie na

⁷ Więcej informacji o kredycie podwójnie indeksowanym w opracowaniu Chiquier, Loïc. „*Dual Index Mortgages: Lessons from International Practice and Conditions of Development in Poland.*” Housing Finance International 13 (1998): 8–23.

⁸ Dolaryzacja oznacza wprowadzenie jednostki monetarnej np. dolara jako waluty alternatywnej.

Tabela 2. Produkty mieszkaniowe i hipoteczne indeksowane a klasyczne na rynku w latach 1995–2002 (szacunek; stan na 31 grudnia)

Produkty	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kredyty ogółem (w mln zł), w tym:	578,40	1019,50	1815,20	2985,40	5837,90	9542,10	14022,40	19951,80
Kredyty złotowe (w %), w tym:	99,84	98,02	92,15	91,28	91,05	77,24	50,27	41,30
Kredyty złotowe indeksowane (w %)	10,37	42,18	53,44	58,95	53,10	33,08	22,46	8,52
Kredyty denominowane (w %)	0,16	1,98	7,85	8,72	8,95	22,76	49,73	58,70
Kredyty złotowe indeksowane i denominowane (w %)	10,53	44,16	61,28	67,68	62,05	55,84	72,19	67,22
Przyrosty portfeli (w mln zł)	223,50	441,10	795,70	1170,20	2852,40	3704,30	4480,30	5929,00
Udział kredytów denominowanych i indeksowanych w przyrostach portfeli (w %)		88,26	83,22	77,59	56,17	46,04	107,03	55,44

Źródło: szacunki własne na podstawie wielu źródeł.

WIBOR. O ile jeszcze w latach 1996–1999 marże bankowe osiągały poziom 7–9 pkt. proc. ponad umowny indeks, o tyle w 1999 r. zmalały do poziomu 3,5–4,5%, aby w 2002 r. ukształtować się na poziomie 2,0–2,5% wobec 1,5–2,0% obecnie.

Dla kredytów w walutach wymiennalnych marża dodawana do indeksu (6M lub 3M LIBOR/WIBOR) wynosiła od 6 do 8 pkt. proc. Prowizje kształtowały się od 0,5 do 3,5% kwoty kredytu i można je było finansować z kredytu, natomiast w późniejszych latach uległy one dalszej redukcji.

Podstawowym wymaganym zabezpieczeniem była i jest hipoteka na kredytowanej nieruchomości, przejściowo, do czasu jej ustanowienia, wymagane były inne zabezpieczenia (poręczenia, zastaw, gwarancja, blokada środków). W następnych latach wobec słabości sądów wieczysto księgowych i długiego okresu ustanawiania księgi wieczystej oraz wpisu hipotecznego, rozwinęło się tzw. przejściowe ubezpieczenie kredytu, w które wszedł sektor ubezpieczeń. Często to przejściowe zabezpieczenie funkcjonowało kilka lat.

3. PROBLEM WYBORU SYSTEMU FINANSOWANIA NIERUCHOMOŚCI W POLSCE. SYSTEM BANKÓW HIPOTECZNYCH, UNIWERSALNYCH CZY MODEL SEKURYZACJI?

Od prawie 20 lat, ze zmiennym nasileniem i w zmieniających się gronach, toczy się w Polsce debata o kształcie polskiej bankowości hipotecznej. Jej pierwszy etap zapoczątkowały dyskusje rozpoczęte przed prawie 20 laty w gronie ekspertów zagranicznych, z ograniczonymi jeszcze wówczas doświadczeniami praktycznymi w zakresie możliwości transformacji gospodarki krajów realnego socjalizmu. W dyskusji w zasadzie przewijały się trzy modele: klasyczny niemiecki model banków hipotecznych, którego obrońcą w czystej formie byli twórcy – bankowcy niemieccy; model mieszany, tj. banku hipotecznego emitującego listy zastawne połączonego z bankiem uniwersalnym oraz model banku rozumianego jako instytucja sekurytyzująca wierzytelności (model *Fannie Mae*) lub centralna instytucja refinansująca kredyty (model *Federal Home Loan Bank*, FHLB). Tropem sekurytyzacyjnym poszli w następnych latach Rosjanie, początkowo bez większych rezultatów, gdyż problemem na tym rynku były wtedy słabość banków i brak zaufania społecznego. Drugą dyskutowaną wersją tego modelu był podmiot emitujący obligacje zbliżone do listów zastawnych opartych na tym portfelu. W tym przypadku było to skrzyżowanie modelu amerykańskiego (FHLB), występującego też na niewielką skalę w Europie (Szwajcaria, Francja), z modelem niemieckim.

Uchwalenie w Polsce *Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych* oraz niepowodzenie Programu Funduszu Hipotecznego, który miał być próbą budowy modelu hipotecznego banku centralnego, ograniczyły wybór dostępnych rozwiązań

systemowych do dwóch klasycznych: modelu banków uniwersalnych oraz modelu banków hipotecznych. W literaturze szeroko znane oraz omawiane są słabe i mocne strony obydwu rozwiązań, jak również fakt, że w różnych krajach od wielu lat obydwie formy konkurują ze sobą ze zmiennym powodzeniem (por. Lea i Diamond 1995 oraz Lea 1999). Do mocnych stron systemu banków uniwersalnych w warunkach Polski należą:

- ❖ silna pozycja tych banków na rynku usług bankowych oraz spore już doświadczenie w kredytach mieszkaniowych;
- ❖ posiadanie sieci dystrybucji produktów i bazy klientowskiej oraz możliwość sprzedaży związanej innych produktów finansowych, również dotyczących sektora nieruchomości;
- ❖ potencjalna dywersyfikacja źródeł funduszy. Banki uniwersalne ze względu na nadpłynność oraz taniość środków nie używały do tej pory na większą skalę wieloletnich obligacji, jednakże możliwość taka zawsze istnieje.

Są również słabe strony takiego rozwiązania:

- ❖ brak koncentracji na finansowaniu nieruchomości powoduje problemy organizacyjne (niezbędni są dodatkowi wyspecjalizowani pracownicy) oraz problemy z zarządzaniem ryzykiem. W szczególności są to problemy z właściwym monitorowaniem ryzyka w ostatnich latach, co wyraźnie widać było w latach 2005–2008, gdy banki te zachowywały się nieracjonalnie i nieroztropnie z perspektywy długookresowej. Systemy banków uniwersalnych w wielu krajach miały problemy z powodu kredytowania nieruchomości komercyjnych oraz mieszkaniowych nie tylko podczas ostatniego kryzysu, ale też znacznie wcześniej, i czynnik ten może mieć istotne znaczenie również w warunkach Polski. Doświadczenia specjalistycznych banków hipotecznych w tym zakresie są znacząco lepsze, większa jest też transparentność struktur specjalizowanych;
- ❖ potencjalne problemy z płynnością oraz ograniczanie się na ogół do produktów o zmiennym oprocentowaniu. Problem produktów o stałych stopach nie wydaje się sprzeczny z bankowością uniwersalną, która również ma instrumenty, aby zaoferować takie produkty lub popularne w Europie i oferowane przez banki uniwersalne produkty o oprocentowaniu stałozmiennym (stałe przez określony okres i zmieniające się po pewnym czasie). Jest to raczej kwestia popytu ze strony klientów kredytowych i inwestorów, co z kolei związane jest z postrzeganiem ryzyka stóp procentowych. Jednak istnieje tutaj pewien problem strukturalny. Banki te, jako banki sieciowe, zawsze będą miały dostęp do tańszych depozytów, tak więc dopiero poprzez regulacje związane z lepszym zarządzaniem płynnością mogą być zmuszone do większej dywersyfikacji źródeł finansowania i instrumentów kredytowych. Obecnie głównym problemem wydaje się bardziej ogólna sytuacja na rynkach finansowych niż problemy natury instytucjonalnej i regulacyjnej. Nieco inaczej przedstawia się natomiast problem płynności,

zwłaszcza w połączeniu z problematyką cykliczności sektora i gospodarki oraz stabilności sektora bankowego. Czynnikiem ten nie miał dotychczas w warunkach Polski wielkiego znaczenia wobec strukturalnej nadpłynności, jak jednak pokazują doświadczenia wielu kryzysów bankowych, płynność może być problemem i może prowadzić do problemów wypłacalności banków i sektora. W praktyce, zakładając że mówimy tylko o kredytach w walucie krajowej, oznacza to konieczność dodatkowej emisji pieniądza przez Bank Centralny w ramach jego statutowego celu wspierania stabilności sektora bankowego, co może prowadzić do przenoszenia szoków na kolejne rynki i jest w sprzeczności z celem inflacyjnym. Jeżeli w gospodarce występują też inne napięcia, może to prowadzić do ich kumulacji i efektu śnieżnej kuli. Dlatego znacznie lepszym rozwiązaniem jest dywersyfikacja źródeł finansowania akcji kredytowej i jej lepsze dopasowanie do struktury aktywów niż późniejsze bazowanie na nadzwyczajnych akcjach. W ostatnich latach najbardziej znanym przykładem tego typu była niewypłacalność banku Northern Rock, która jednak nie spowodowała dalszych konsekwencji. Bank Centralny staje się więc zakładnikiem stabilności depozytów finansujących portfele hipoteczne. Problem z reguły narasta w czasie, gdyż wraz ze wzrostem PKB rośnie popyt na mieszkania i kredyty hipoteczne, a ich udział może dochodzić do 80–100% PKB, co pokazuje skalę i możliwe skutki ewentualnej interwencji. Dlatego znacznie lepszym rozwiązaniem jest dopasowanie terminów zapadalności pasywów i wymagalności aktywów, a przynajmniej dywersyfikacja źródeł finansowania akcji kredytowej oraz jej lepsze dopasowanie do struktury aktywów niż finansowanie się z krótkich źródeł finansowania i późniejsze bazowanie na nadzwyczajnych akcjach.

Dlatego, ze względu na własne doświadczenia, problem dywersyfikacji struktury źródeł finansowania kredytów hipotecznych był często podnoszoną kwestią, zwłaszcza przez ekspertów z doświadczeniami międzynarodowymi i z rynku amerykańskiego, szczególnie w kontekście odporności na kryzysy. Lea i Diamond (1995) podsumowując doświadczenia ewolucji systemu amerykańskiego, jak też doświadczenia wynikające z kryzysów bankowych poprzedzających ostatni kryzys w USA oraz analizując sytuację w krajach postsocjalistycznych, wymieniają następujące kryteria wyboru modelu finansowania sektora nieruchomości, które wydają się zachowywać swoją aktualność do dzisiaj (Lea, 1999):

- ❖ Odporność na szoki. Za dobry uznaje się model, który potrafi przetrwać kryzysy makroekonomiczne, rynku nieruchomości oraz finansowe. System powinien więc być odporny oraz trafnie identyfikować, oceniać i zarządzać różnymi ryzykami.
- ❖ Konkurencyjność. Konkurencja wymusza racjonalizację struktur oraz wzrost wydajności. W konsekwencji obniża to marże na rynku. Wymusza też elastyczność, co przekłada się na bogatszą ofertę produktową. W dłuższym okresie wymusza także odpowiednią jakość i standaryzację portfeli. W konsekwencji

systemy konkurencyjne są efektywniejsze, sprawniejsze oraz charakteryzują się większą odpornością na zmiany otoczenia.

- ❖ Minimalizacja wsparcia rządu. Subsydia ograniczają konkurencję oraz sztucznie zmieniają proporcje charakterystyczne dla gospodarki rynkowej. Jednocześnie polityka rządu jest zmienna, co w konsekwencji wystawia system na silne szoki. Dlatego też najwłaściwszy model opiera się na rozwiązaniach rynkowych bez wsparcia rządowego.
- ❖ Szczególne warunki. Niektóre rozwiązania wymagają szczególnych warunków technologicznych, kulturowych bądź prawnych. Konieczność ich stworzenia bywa czasochłonna i kłopotliwa, a czasem wręcz niemożliwa do realizacji.
- ❖ Do warunków tych D.B. Diamond (Lea M. i in. 1995) dodaje dostęp do zdywersyfikowanych źródeł funduszy, który zmniejsza ryzyko sytuacji nagłego ograniczenia środków i zapaści całego systemu w przypadku wystąpienia szoku.

W polskiej dyskusji dotyczącej źródeł finansowania akcji kredytowej aspekt cykliczności gospodarki i sektora i stabilności sektora finansowego na ogół nie był brany pod uwagę *explicite*. Najczęściej spotykane argumenty zwolenników banków hipotecznych dotyczące ich przewagi były następujące:

- ❖ Znacznie większa przejrzystość w stosunku do banków uniwersalnych i w związku z tym większa łatwość i wiarygodność dokonania oceny jakości portfela oraz banku. Jest to szczególnie istotne przy bardzo długich kredytach, które dają duże możliwości ukrywania rzeczywistych problemów oraz specjalistycznych instrumentach refinansowych, które muszą zdobyć wiarygodność inwestorów.
- ❖ Specjalistyczne regulacje nakierowane na bezpieczeństwo inwestorów. Z wyjątkiem Otwartych Funduszy Emerytalnych nie ma w Polsce instytucji finansowych o tak konserwatywnych regulacjach mających na względzie bezpieczeństwo inwestora. Ponieważ jednak w gospodarce wszystko ma swoją cenę, to wzmocnienie pozycji inwestora w listy zastawne jest jednoznaczne z osłabieniem pozycji pozostałych interesariuszy. Jest to niewielki problem w przypadku banku hipotecznego finansującego się tylko listami zastawnymi, większy gdy wykorzystuje on inne źródła finansowania, na największą skalę występuje jednak w modelu banku uniwersalnego emitującego listy zastawne.
- ❖ Koncentracja na rynku nieruchomości gwarantująca dobre rozpoznanie tego rynku i związanego z nim ryzyka zarówno na rynkach lokalnych, jak też w skali makroekonomicznej. Oznacza to umiejętność zarządzania tym ryzykiem oraz możliwość oferowania bardziej specjalistycznych produktów dopasowanych do potrzeb rynku. Ten argument jest zweryfikowany praktycznie – za modelem tym przemawiają ponad 200-letnie dobre doświadczenia, zwłaszcza w Niemczech, Austrii i Danii. Powinno to więc pozytywnie wpływać na potencjalnych inwestorów w listy zastawne również w Polsce.

- ❖ W dłuższym okresie system ten, z uwagi na mniejsze ryzyko kredytowe, daje większe możliwości rozwoju kredytów o stałych stopach procentowych opartych na zasilaniu z rynku kapitałowego.

W praktyce polski system bankowości hipotecznej powstał oraz rozwija się opierając się na bankach uniwersalnych. Inne rozwiązania, jak na razie, nie wyszły poza stadium eksperymentu, gdyż tylko tak można ocenić działające dzisiaj banki hipoteczne.

Podstawowymi problemami, z którymi przyszło się zmierzyć bankom hipotecznym, były restrykcyjne warunki kredytowe narzucane im przez ustawę (jakość listów zastawnych) w zestawieniu z zupełnym (do 2006 r.) brakiem regulacji ostrożnościowych związanych z kredytami hipotecznymi i mieszkaniowymi dotyczącymi banków uniwersalnych. Ta asymetria, pomimo późniejszej nowelizacji ustawy i rozluźnienia części rygorów, praktycznie zablokowała biznesowy sens tworzenia banków hipotecznych, czyniąc je niedostrzegalnymi na rynku, pomimo że formalnie powołano trzy takie banki. Drugim problemem był koszt środków, gdyż benchmarkiem były tutaj obligacje skarbowe, które w każdej konfiguracji były droższe od kosztów depozytów dostępnych dla banków uniwersalnych. Skazywało to bardzo szybko banki hipoteczne na kredyty denominowane i zasilanie z zagranicznych banków-matek lub kredyty komercyjne, gdyby rygorystycznie przestrzegać ich zasad finansowania akcji kredytowej (listy zastawne). W konsekwencji banki hipoteczne były tworzone jako specjalistyczne instytucje wokół dużych banków uniwersalnych lub w ramach dużych grup kapitałowych zawierających banki uniwersalne, instytucje ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz emerytalne, nie zaś jako oddzielne instytucje. W takim układzie były one zazwyczaj planowane jako specjalistyczne instytucje uzupełniające ofertę produktową oraz pozwalające na efektywniejsze zarządzanie kapitałami wewnątrz grupy. W założeniach biznesowych zakładano często współpracę z bankiem uniwersalnym występującym jako agent sprzedający produkty i wspierający pozyskiwanie środków w postaci depozytów poprzez swoją sieć, a ostatecznie awaryjny nabywca listów zastawnych. Równie istotne miały być powiązania z funduszami emerytalnymi i ubezpieczycielami w ramach grupy kapitałowej oraz pomiędzy nimi (kanały dystrybucji, sprzedaż wiązana oraz kapitał). W zamian banki hipoteczne miały udzielać kredytów nie kwalifikujących się do ich portfela w imieniu banków uniwersalnych, a zwłaszcza uzupełniać kredyty hipoteczne „od góry” tak, aby nabywca miał możliwość zakupu kredytów o wyższym LTV niż dopuszcza pokrycie listów zastawnych. Banki hipoteczne były też planowane jako specjalistyczni zarządcy portfelami banków uniwersalnych. W innym wariantcie zakładano też, że banki hipoteczne będą mogły spełniać funkcję centrów sekurytyzacji najlepszych jakościowo aktywów mieszkaniowych również dla kredytów spoza grupy kapitałowej, a po modyfikacji ustawy mają szansę na ustanowienie standardu wierzytelności, a tym samym zapoczątk-

kowanie obrotu wierzytelnościami refinansowanymi według rynku kapitałowego. Znacząco ograniczyłyby to ryzyko płynności wierzytelności hipotecznych. Taki scenariusz rozwoju zbliżałby przyszły polski rynek kredytów hipotecznych bardziej do modelu amerykańskiego, pomimo niemieckiej genezy, i pozwoliłby do zalet systemu niemieckiego dodać najważniejszą zaletę systemu amerykańskiego – płynność. Zarówno zapisy ustawy, ich interpretacja, jak też jej późniejsza nowelizacja, podobnie jak rozwój sytuacji na rynku, nie stworzyły do tego warunków i nie potwierdziły tej ścieżki rozwoju. W praktyce banki hipoteczne musiały konkurować o kredytobiorców z własnymi bankami-matkami dysponującymi siecią, dodatkowo oferując bardziej restrykcyjne produkty, co ustawiało je na przegranych pozycjach na rynku kredytów. Dla odmiany droższe środki przekreślały ich sens biznesowy. Ostatecznie dwóm z nich pozostały nieruchomości komercyjne, jeden nie podjął działalności, jeden przekształcono w zagraniczny oddział banku i powoli wygasza on swoją działalność, a jeden z nich zlikwidowano.

W tej sytuacji ponownie zaczęto rozpatrywać koncepcje emisji hipotecznych listów zastawnych przez banki uniwersalne. Rozwiązanie to miało jednak istotne wady. Przede wszystkim oznaczało *de facto* likwidację istniejących banków hipotecznych, co podważało zaufanie do stabilności rozwiązań. Trudno się było też zgodzić z argumentacją części banków uniwersalnych, że ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych, dając tym ostatnim wyłączność na emisję hipotecznych listów zastawnych, dyskryminuje banki uniwersalne. To właśnie duże banki uniwersalne z reguły utworzyły bądź planowały utworzyć banki hipoteczne jako swoje wyspecjalizowane instytucje, tak więc ustawa nie dyskryminowała ich. Brak możliwości emisji hipotecznych listów zastawnych nie zamykał też bankom uniwersalnym drogi do rynku kapitałowego, czy to poprzez obligacje, czy perspektywicznie poprzez papiery typu *securities*.

Drugą podnoszoną w dyskusji wadą rozwiązania opartego na bankach uniwersalnych jako emitentach hipotecznych listów zastawnych był problem jakości ich aktywów. Jak pokazuje wieloletnie doświadczenie międzynarodowe, w tym ostatni kryzys, należało się liczyć ze znacznie niższą jakością portfeli kredytowych w bankach uniwersalnych, a więc niższą jakością listów zastawnych. Trudniejsze byłyby też warunki kontroli jakości aktywów. W konsekwencji mogłoby to prowadzić do znacznego zróżnicowania jakości hipotecznych listów zastawnych, co by ograniczyło przejrzystość sektora bankowego. Wpłynęłoby to niedobrze, zwłaszcza po ostatnich doświadczeniach międzynarodowych, na polski debiut tych papierów wartościowych, głównie na rynkach zagranicznych, gdzie *benchmarkiem* są niemieckie i duńskie hipoteczne listy zastawne, a przede wszystkim związane z nimi rozwiązania prawnoinstytucjonalne.

Trzecią sprawą podnoszoną przez nadzór finansowy był problem ponoszenia strat w przypadku upadłości banku. Ustawodawstwo o listach zastawnych dyskryminuje innych interesariuszy banku wydzielając je z masy upadłościowej. Nie ma

to wielkiego znaczenia w przypadku banku hipotecznego, gdyż listy zastawne stanowią większość jego aktywów. Jednak w przypadku banku uniwersalnego, gdzie mamy do czynienia z dużym udziałem depozytów gospodarstw domowych, które gwarantuje Bankowy Fundusz Gwarancyjny, a ostatecznie skarb państwa, oznacza zwiększenie ryzyka tych podmiotów.

Dyskusja zwolenników i przeciwników rozszerzenia ustawy o banki uniwersalne, chociaż znowu argumenty po obu stronach nie były przekonujące, zakończyła się pozostawieniem *status quo*. W międzyczasie powróciło zainteresowanie koncepcją sekurytyzacji w wykonaniu zarówno poszczególnych banków komercyjnych, jak też w postaci rządowego banku centralnego. Kryzys amerykańskiego systemu sekurytyzacji załamał się przez działania polityków pozwalających na omijanie podstawowych założeń, na których się opiera, a nie błędnej konstrukcji całego systemu. Pomimo to jego załamanie skutecznie odstrasza od stosowania sekurytyzacji w Polsce.

Główną słabością przy tworzeniu banków hipotecznych w Polsce okazał się brak wizji funkcjonowania tego sektora w dłuższej perspektywie. Kredyty denominowane pozornie rozwiązywały problem dostępności mieszkań – zastępowały dobrą politykę mieszkaniową i były, zwłaszcza w okresie początkowym, bardzo dochodowe dla banków. Brak rozwiązania problemu kredytów hipotecznych powodował problemy z portfelami denominowanymi w walutach obcych.

Dyskusja o bankowości hipotecznej finansującej się z rynku kapitałowego, czy raczej o modelu, który bazuje nie tylko na krótkich depozytach, w obecnej wersji przypomina kwadraturę koła i dlatego problem nie został do tej pory rozwiązany. Nie da się pogodzić sprzecznych oczekiwań zaangażowanych stron. **Bankowcy** chcieliby mieć tanie środki finansowe, które umożliwiłyby uzyskiwanie wysokich marży oraz możliwie liberalne wymogi ostrożnościowe, aby nie ograniczać popytu. **Politycy** chcieliby mieć dostępny instrument umożliwiający większości gospodarstw domowych zakup własnego mieszkania, podczas gdy **politycy gospodarczy** chcieliby mieć nie subsydiowany, rynkowy system kredytowy. Do tego należy jeszcze dodać **konsumentów**, którzy nie kupią instrumentu drogiego i restrykcyjnego, gdy będzie dostępny tańszy i bez ograniczeń, oraz **inwestorów**, którzy chcieliby produktu bezpiecznego i dla których benchmarkiem są obligacje skarbowe. Oparcie kredytu hipotecznego na listach zastawnych oznacza kredyty restrykcyjne i drogie, dostępne dla bogatszej części społeczeństwa. Jest to rozwiązanie rozsądne wtedy, gdy państwo dysponuje rozbudowanym systemem mieszkań na wynajem (tych komercyjnych i o umiarkowanym czynszu, jak np. w Niemczech). Dopuszczenie obydwu rodzajów kredytów, czyli refinansowanych depozytami i listami zastawnymi, spowoduje, że nikt nie kupi tych drugich. Możliwe rozwiązania to subsydiowanie listów zastawnych, co ma miejsce w niektórych krajach postsojalistycznych, konkurencyjny rynek wierzytelności hipotecznych i sekurytyzacje części z nich w bankach hipotecznych lub montaż finansowy (środki z listów i de-

pozytów tworzą kredyt, trochę jak w niemieckich bankach hipotecznych) z udziałem banku hipotecznego i uniwersalnego (wariant banku hipotecznego emitującego listy zastawne), lub wewnątrz banku uniwersalnego (wariant banku uniwersalnego emitującego listy). Najbardziej transparentny i możliwy do realizacji wydaje się wariant z bankiem hipotecznym jako centrum sekurytyzacji najlepszych aktywów, gdyż warianty z montażem finansowym są mało transparentne. Jest to jednak bardzo luźna interpretacja ustawy.

Czynnikiem, który może stopniowo zmieniać sytuację, jest postępująca regulacja kredytów mieszkaniowych udzielanych przez banki uniwersalne. Ich portfele stały się znaczące, ryzyko związane zwłaszcza z częścią denominowaną w walutach obcych istotne, a jakość części złotowej relatywnie niska. W tych warunkach nacisk regulatora na ostrzejsze wymogi kredytowe, a zwłaszcza na lepsze bilansowanie płynności, może zmienić rachunek opłacalności i być czynnikiem ponownego wzrostu zainteresowania bankami hipotecznymi. Jest to jednak bardzo odległa perspektywa.

Przyjęte rozwiązania oraz tendencje występujące na rynku kreślą dosyć wyraźny obraz polskiej bankowości hipotecznej w najbliższej przyszłości. Będzie ona, jak dotychczas, zdominowana przez banki uniwersalne. Coraz silniejsza konkurencja i ich zaangażowanie w sektorze wymusi dalszy rozwój specjalistycznych struktur w obrębie tych banków. Banki hipoteczne będą raczej dalej odgrywały rolę specjalistycznego agenta dla tej części banków uniwersalnych, która zdecyduje się je otworzyć i dalej rozwijać bankowość hipoteczną. Ograniczenia narzucane ustawą, nawet w złagodzonej wersji, spowodują, że będą one udzielać kredytów i sekurytyzować wierzytelności związane z górną częścią rynku mieszkaniowego oraz z nieruchomościami komercyjnymi. Na rynku kredytowym zaczną więc konkurować z bankami uniwersalnymi głównie w tych segmentach. Ograniczenia związane z hipotecznymi listami zastawnymi (60%) wymuszą również na bankach hipotecznych emisję zwykłych obligacji hipotecznych (skryptów dłużnych w nomenklaturze ustawy, lecz jest to drogie rozwiązanie) lub szerszą współpracę z bankami uniwersalnymi (tańsze rozwiązanie). Banki uniwersalne, gdy płynność stanie się dla nich problemem, aby sekurytyzować swoje portfele nie spełniające wymogów *Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych* (te będą być może mogły odsprzedać bankom hipotecznym), również będą emitowały obligacje i może w przyszłości, gdy opadną złe emocje związane z kryzysem amerykańskim, papiery typu *securities*. Te ostatnie w wariantcie papierów o wzmocnionej jakości (poprzez nadmierne zabezpieczenie, ubezpieczenia czy jako instrumenty pochodne) mogą być dla banków hipotecznych bezpośrednią konkurencją również na rynku kapitałowym. Do tego jednak niezbędne są zmiany w ustawie o sekurytyzacji. W konsekwencji w długiej perspektywie obok konkurencyjnego rynku kredytów hipotecznych powinien rozwinąć się konkurencyjny rynek papierów wartościowych związanych z tym sektorem. Nie spowoduje to jednak wzrostu dostępności kredytów, a wprost

przeciwnie, spowoduje wzrost ich cen, ale pozwoli lepiej zarządzać ryzykiem tych portfeli.

Polska uniknęła jak dotąd poważniejszych szoków sektorowych czy makroekonomicznych w znacznej mierze dzięki prostemu systemowi finansowemu i ten czynnik, a nie jakość tych portfeli, sprawił, że są one stabilne. Przyszła polityka nadzorcza i makro stabilnościowa będzie musiała znaleźć kompromis pomiędzy wymogami ostrożnościowymi zakładającymi stresy w gospodarce a dostępnością kredytów mieszkaniowych. Będzie to trudne, gdyż pomimo upływu prawie 25 lat od początku transformacji, polska polityka mieszkaniowa nie stworzyła rozsądnego, alternatywnego dla własności, masowego programu mieszkaniowego i w konsekwencji program kredytów hipotecznych nie jest postrzegany jako program budowy własnego majątku, lecz jako podstawowy program społeczny zaspokajania potrzeb mieszkaniowych.

Słowa kluczowe: finansowanie nieruchomości, bank hipoteczny, rynek mieszkaniowy.

Abstract

This publication presents a literature overview and research results on the functioning and monitoring of the real estate market. A dominant part of the research presented in this publication is performed at the Narodowy Bank Polski. The real estate market was the cause of many economic and banking crises, but until recently has got relatively little attention from the central bank point of view. The analysis focused separately on the problems of the construction sector, on the housing and social policy and on the loan disbursement policy of banks, without looking at the problem in a holistic way. During the transition period Poland lacked a broad, consistent and long-run focused housing policy. The housing market was treated by policymakers in a way, which resulted in a misallocation of resources, the deepening of the natural cyclical nature of the market and even lead to housing market problems. This problem was strengthened by the opacity of the market and it was not easy for policymakers to apply solutions that are used abroad. Housing market cycles tend to be longer and more pronounced than cycles in other sectors of the economy (see Andre 2010), which is the result of a fixed supply in the short run. If housing demand grows due to a rising fundamental demand and also due to speculative demand that is fuelled with bank loans, prices tend to rise fast. In the next step the increased supply enters the market with a time lag, often under new economic circumstances in which economic growth and thus housing demand has declined. The realization of such a boom and bust scenario was stopped in the Polish market in 2009 due to the outbreak of the financial crisis in the world. It changed the sentiment of consumers and investors, made banks issue less loans

and resulted in a declining housing demand. Housing developers started to slow down the construction of new housing or stopped it. In consequence, the market started to move to its equilibrium point, without observing the burst of a bubble and having to deal with the negative consequences that are associated with fast price declines.

This article presents the development of the housing finance system in Poland, which had a direct and strong impact on the housing market. The rising loan availability led to rising housing demand and consequently resulted in a strong rise in house prices that was followed by a housing construction boom. The 2004–2010 cycle is analysed and the behavior of consumers, developers, banks and investors is presented in detail. Moreover, this part describes the evolution of the mortgage market and discusses the choice of an optimal housing finance system. The housing finance system that is currently in place and the up- and downside of various possible financing systems such as universal banks, mortgage banks and various covered bond systems are discussed.

Key words: financing real estate, mortgage bank, residential real estate market.