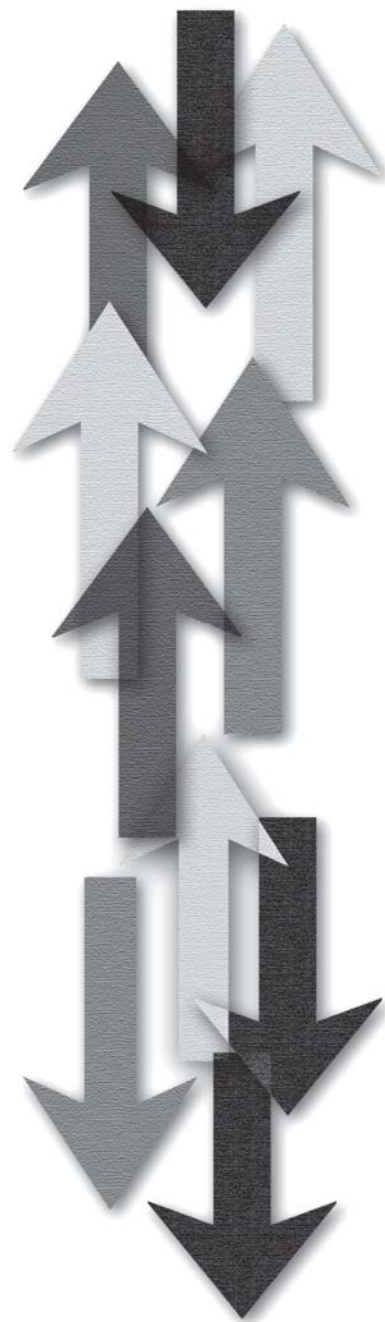


**Ryzyko
rynku
nieruchomości**

Nr 92
2 0 0 7



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa
00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA
00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz
Sekretarz Zeszytów
Krystyna Olechowska

Autorzy
Robert Chojnacki
Kazimierz Kirejczyk
Jacek Łaszek
Jerzy Tofil

Projekt okładki
Jacek Bieńkowski

DTP
SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12
Nakładca
Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14
Oddano do druku w październiku 2007 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4	
WPROWADZENIE	5	
RYZYO RYNKU NIERUCHOMOŚCI W POLSCE Z PERSPEKTYWY DOŚWIADCZEŃ		
NA RYNKU USA – <i>Jacek Łaszek</i>	9	
1. Załamanie na rynku amerykańskim i jego wpływ na pozostałe rynki	9	
2. Ryzyko polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych	12	
RYNEK NIERUCHOMOŚCI A RYZYKO BANKOWE – <i>Jerzy Tofil</i>		17
1. Jak banki mogą zabezpieczyć się przed kryzysem na rynku nieruchomości?	18	
2. Czym jest bank hipoteczny?	21	
3. Podsumowanie	23	
PERSPEKTYWY RYNKU MIESZKANIOWEGO – WPŁYW NA SYTUACJĘ MAKROEKONOMICZNĄ – <i>Robert Chojnacki</i>		25
1. Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych	25	
2. Czego spodziewamy się w popularności poszczególnych segmentów?	26	
3. Oczekiwane zmiany na rynku nieruchomości	28	
4. Podsumowanie	29	
TRENDY CENOWE I SEGMENTACJA NA PIERWOTNYM RYNKU MIESZKANIOWYM – <i>Kazimierz Kirejczyk</i>		31
1. Wstęp	31	
2. Narzędzia służące śledzeniu trendów cenowych na rynku pierwotnym	32	
3. Tło zjawiska – zmiany na rynku w latach 1998-2007 i kluczowe czynniki powodujące te zmiany	38	
4. Podsumowanie i spojrzenie w przyszłość	44	

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Ewa Aksman	WNE UW	Jacek Łaszek	NBP
Irena Arabei	Polbank	Dariusz Machała	STU Ergo Hestia
Marek Banasiewicz		Jan Maciej	PAN INE
Piotr Barnhardt	BiznesPolska.pl	Krzysztof Malaga	AEP
Henryk Bąk	SGH	Krystyna Malborska	PERM
Paulina Błachowicz	Reag	Roksana Malesa	SGH
Piotr Bredrak		Mirosław Maszybrocki	AEGON Polska
Władysław Brzeski	CASE	Wojciech Mijak	CASE
Tomasz Chmielewski	NBP	Marek Misiak	NŻG
Robert Chojnacki	redNet Property Group	Agnieszka Naczyła	Bank Millennium
Marek Chojnacki	BRE Bank	Michał Niwiński	Citibank
Cezary Chrapek	BZ WBK	Krystyna Olechowska	CASE
Paweł Cieślak	Fortis Bank	Ewa Olesińska	Raiffeisen Bank Polska
Jan Czarnicki		Barłomiej Osieka	Erst&Young
Jarosław Czosnyka	BPH	Jacek Osipiński	NBP
Piotr Czuchowski	SKN Inwestor	Sławomir Pacuszka	BGK
Andrzej Czuma	Parkiet	Tadeusz Pawlaczak	Polbank
Marek Dąbrowski	CASE	Małgorzata Pawłowska	NBP
Daniel Dudkowski	Raiffeisen Bank Polska	Ewa Plucińska	EVIP
Mirosław Dusza	UW	Kama Pozczel	BRE Bank Hipoteczny
Małgorzata Dusza	BOŚ	Łukasz Prokułski	BRE Bank
Monika Dybciak	BGŻ	Marcin Radziwiński	REUPC, UW ISM
Hanna Dziarska	Red Internet PR	Elżbieta Ratajczak	BPH
Piotr Fredrowicz	BRE Bank Hipoteczny	Andrzej Rogowski	TV Europa
Marzena J. Gawrońska	WSEI	Maria Rymarowicz	Reag
Marcin Gozdek	Stefan Kwalec-Doradztwo	Ewa Sadowska-Cieślak	NBP
Strategiczne		Włodzimierz Skonieczny	ING Bank
Jolanta Grabieli	EBOR	Dorota Skrobisz	Wydawnictwo Polska Presse
Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	PKO BP	Sergiusz Smulski	BPH
Szymon Grabowski	NBP	Piotr Stefaniak	Manager Magazyn
Remigiusz Grudzień	PKO BP	Łukasz Szadocki	BPH
Włodzimierz Grudziński	BISE	Piotr Szczepański	Bipservice
Tomasz Gryń	ING BSK	Krzysztof Szlickiewicz	Pekao
Andrzej Halesiak	BPH	Paulina Szyrmer	CASE
Tadeusz Hołyński	TV Europa	Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Bernadeta Jadowska	Santander Consumer Bank	Bogusław Tatarewicz	TG Zmiany
Anna Jaros	Ambasada USA	Jerzy Tofil	BPH Bank Hipoteczny
Beata Karolska	Rzeczpospolita	Jan Wagner	POLNORD
Justyna Kawińska	BPH	Janusz Wesołowski	BPH
Kazimierz Kirejczyk	REAS	Marek Wielgo	Gazeta Wyborcza
Paweł Kolski	MF	Maria M. Wincone	BRE Bank
Marek Koziarek		Józef Winiarski	CIGNA
Tomasz Kozik	Fortis Bank	Maciej Wiszniewski	TU Allianz Polska
Edward Kozłowski	REAS	Szymon Wrona	
Anna Kraśniak	EBOR	Barbara Wyczańska	BRE Bank
Edyta Kupisz	BRE Bank Hipoteczny	Paweł Wyczański	NBP
Edyta Kwiecień	Bank Millennium	Michał Wydra	ZBP
Paweł Lipiński	BRE Bank	Jadwiga Zaręba	BPH
		Ilona Zasłoszko	BPH

Wprowadzenie

Ryzyko rynku nieruchomości było tematem 92. seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, we wrześniu 2007 r.

Tematyka ryzyka rynku nieruchomości jest bardzo szeroka, jako że rynek ten składa się ze specyficznych, znacznie różniących się do siebie subrynków nieruchomości mieszkaniowych, komercyjnych, produkcyjnych itd. Na samym rynku mieszkaniowym mamy do czynienia z rynkiem pierwotnym oferującym różne rodzaje produktu mieszkaniowego (mieszkania, domy) przez różne podmioty inwestycyjne (deweloperzy, indywidualni, spółdzielnie, gminy, TBSy). Jeszcze większym jest rynek wtórny obracający „używanymi” mieszkaniami, a obydwie rynki pierwotny i wtórny są połączone funkcjonalnie z rynkiem czynszowym, który z kolei dzieli się na mieszkania wolnorynkowe, komunalne, socjalne i TBSy. Podobnie złożonymi są rynki innych rodzajów nieruchomości. Dlatego też, nie mogąc objąć tak szerokiego wachlarza tematycznego, organizatorzy ograniczyli seminarium do rynku mieszkaniowego, a w jego ramach skupili się na mieszkaniach pierwotnego rynku właścicielskiego obsługiwanego głównie przez prywatnych deweloperów, albowiem ten segment rynku rodzi najwięcej zainteresowania i kontrowersji.

Seminarium BRE-CASE wzbudziło szerokie zainteresowanie i zgromadziło licznych uczestników różnych środowisk zaangażowanych w funkcjonowanie sektora mieszkaniowego. Powodu tak żywego zainteresowania tematem ryzyka tego rynku należy upatrywać przede wszystkim w dramatycznym zeszłorocznym wzroście cen mieszkań potęgowanym coraz powszechniejszym dostępem do kredytu hipotecznego, rosnącymi trudnościami i kosztami produkcji nowych mieszkań, oraz znaczącym udziałem kapitału spekulacyjnego na tym rynku. Rosnące nieprzerwanie ceny w połączeniu z kosztowniejszym dostępem do kredytu hipotecznego oraz wkradający się niepokój o „zaraźliwość”

kryzysu hipotecznego w USA i częściowo Wielkiej Brytanii – wszystko to zapewne przyczyniło się do ostudzenia popytu mieszkaniowego na rynkach mieszkaniowych Polski w bieżącym roku, i co za tym idzie do stagnacji obrotu i przyhamowania, a nawet lekkiego zachwiania, cen w niektórych segmentach tego rynku. Jednocześnie jednak ceny nadal rosną w wielu dużych polskich miastach, nawet w tych, gdzie nie były jeszcze tak wysokie jak w metropoliach.

Bieżąca dwuznaczna sytuacja na rynku mieszkaniowym zrodziła zasadnicze pytania o stopień ryzyka ciężącego na inwestorach, nabywcach oraz finansujących ich kredytodawcach wraz z całym systemem finansowym. Pojawiło się zasadnicze pytanie o to, czy mamy do czynienia ze zdrowym boorem mieszkaniowym czy ze spekulacyjną bańką cenową. Odpowiedź na to pytanie, jeżeli w ogóle możliwa, rzutuje na rodzaj ryzyka i sposobu zarządzania nim.

Jeżeli mamy to pierwsze (zdrowy boom), to wyższe ceny sygnalizują strukturalną zmianę nawet jeśli mamy do czynienia z naturalnymi wahaniami cyklicznymi. Zmiana strukturalna powoduje, że nieruchomości mieszkaniowe uzyskały szerszą akceptację jako aktywa instytucjonalnych portfeli inwestycyjnych, a co za tym idzie mają znacząco większy niż dotychczas udział wśród innych kategorii (akcji, obligacji). Na ile to nastąpiło jest trudno powiedzieć, albowiem mieszkania własnościowe nie generują regularnego dochodu, tylko zysk kapitałowy. Dla takiego stopnia akceptacji aktywów mieszkaniowych przez rynek kapitałowy niezbędna jest również większa płynność i przejrzystość tego rynku (ceny transakcyjne a nie ofertowe), co chyba jeszcze nie nastąpiło. W sytuacji stagnacji cen spodziewana jest realizacja zysków poprzez wyprzedaż tych aktywów, co doprowadzić może do znacznej przeceny, jeżeli udział tego kapitału na polskim rynku pierwotnym jest znaczący. Inwestorzy ci mogą jednak pozostawić sobie te aktywa i zacząć wynajmować mieszkania – jeżeli prawdziwy rynek wynajmu zacznie się rozwijać w metropoliach (wzorem miast amerykańskich i zachodnioeuropejskich). Akceptacja wyższych cen może być również udziałem nabywców mieszkań, którzy w nich mieszkają. Głównie dzięki strukturalnej zmianie, jaką jest upowszechnienie dźwigni kredytu hipotecznego, potęgującej siłę nabywczą, niższy poziom bezrobocia oraz wyższy poziom dochodów.

Jeżeli jednak mamy do czynienia ze spekulacyjną bańką cenową, spowodowaną naturalną cyklicznością rynku mieszkaniowego – spotęgowaną nadmiernie liberalnym kredytowaniem hipotecznym – to spadająca stopa zwrotu wywołana wyższym wzrostem cen niż czynszów może stać się niższą od rosnącego kosztu kredytu, co stworzy ujemną dźwignię finansową i w konsekwencji wymusi spadek cen oraz przeniesienie części popytu na rynki dużych miast polskich lub za granicę, gdzie ceny są znacznie niższe. Przeciwno takiemu scenariuszowi zdaje się świadczyć baczna ostrożność regulacyjna polskiego systemu finansowego – głównie kredyty o zmiennej stopie finansowane depozytami oraz wymogi ostrożnościowe nadzoru bankowego – jak też silne czynniki fundamentalne wspierające popyt mieszkaniowy.

Dużo zależy od tego jak się zachowają koszty kredytu hipotecznego – ryzyko makroekonomiczne – oraz co zrobią inwestorzy spekulacyjni – ryzyko mikroekonomiczne. Przy stałości potrzeb mieszkaniowych w polskich miastach większość ekspertów uważa, że popyt mieszkaniowy ma mocne fundamenty (potrzeby bytowe), oraz że koszty kredytu dramatycznie nie wzrosną. Ten fundamentalny popyt będzie kontynuował presję na większą podaż, więc od tego jak szybko produkcja się zwiększy i na ile wzrosną koszty budowlane, w znacznej mierze zależy tempo ewentualnego wzrostu cen moderowane kosztem kredytu i zachowaniami kapitału spekulacyjnego. Rozplanowanie i uzbrojenie gruntów jest w dużym stopniu w rękach rządu i samorządów. Koszty robocizny i materiałów budowlanych mogą znacznie rosnąć, szczególnie tych pierwszych, jako że mobilność tego czynnika produkcji wydaje się być niższa niż materiałów budowlanych.

By odpowiedzieć na te pytania oraz omówić powyższe tezy organizatorzy zaprosili czterech prelegentów: Jacka Łaszka, pracownika Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP, adiunkta w Katedrze Analizy Rynków i Konkurencji SGH; Jerzego Tofila, członka Zarządu BPH Banku Hipotecznego SA; Roberta Chojnackiego, prezesa redNet Property Group Sp. z o.o. oraz Kazimierza Kirejczyka, prezesa REAS Sp. z o.o. Seminarium prowadził i był moderatorem dyskusji panelowej Władysław J. Brzeski, członek Rady Fundacji CASE.

J. Łaszek omówił aspekty strukturalne i proporcje makro dotyczące sprzęgnięcia rynku mieszkaniowego i hipoteczno-finansowego. J. Tofil przedstawił spojrzenie sektora finansowego na problem ryzyka ciężącego na wierzycielach oraz koniecznych dalszych zmianach w charakterystyce produktów, wycenie zabezpieczenia oraz regulacji pozwalających na lepsze zarządzanie tym ryzykiem. R. Chojnacki przedstawił ocenę sytuacji na rynku mieszkaniowym przez pryzmat pośrednika/doradcy inwestycyjnego tego rynku i pokusił się o prognozy dalszego rozwoju tego rynku. K. Kirejczyk przedstawił analizę tego rynku z perspektywy doradzającego deweloperom oraz ich wierzycielom i z tej perspektywy przedstawił prawdopodobne trendy.

W dyskusji panelowej omawiane były pytania stawiane przez audytorium: waga/rola zagranicznego segmentu popytu mieszkaniowego; szacunek ilościowy popytu rocznego w Polsce; porównanie stóp stałych i zmiennych kredytu hipotecznego; segmentacja rynku mieszkaniowego na mieszkania, domy i grunty; zagrożenia dla słabszych kapitałowo deweloperów przy spadku cen i przedsprzedaży; wpływ mediów na kształtowanie percepcji i preferencji nabywców; stopień trafności udzielonych kredytów hipotecznych; obrót spekulacyjny przed ukończeniem budowy; trudności z dostępem do bazy transakcyjnej AMRON oraz brak danych zbiorczych dla śląskiej aglomeracji.

n o t a t k i

Ryzyko rynku nieruchomości w Polsce z perspektywy doświadczeń na rynku USA

1. Załamanie na rynku amerykańskim i jego wpływ na pozostałe rynki

Tradycyjnie rynki nieruchomości miały wyraźnie lokalny i narodowy charakter (polityka mieszkaniowa, prawo związane z nieruchomościami, systemy rejestracji, etc). Narodowy charakter miały też systemy finansowania mieszkań, dodatkowo były one poddane restrykcyjnym regulacjom. W konsekwencji cykle na rynku mieszkań były powodowane w znacznym stopniu czynnikami wewnętrznymi tj. zmianami podaży (ze swej istoty mało elastycznej) oraz popytu. Mechanizm cykli był dosyć podobny niskie stopy i nadpłynność, liberalizacja nadzoru, ograniczenia podaży, subsydia, spekulacja. Czynniki te oddziaływały jednak z różną siłą, a poszczególne rynki charakteryzowały się specyficznymi czynnikami.

W krajach europejskich mieszkanie było uznawane tradycyjnie jako dobro konsumpcyjne i w pewnym zakresie jako stabilna lokata oszczędności.

Globalizacja powoduje zmianę tej sytuacji, zarówno przez liberalizację systemów finansowania budownictwa mieszkaniowego, ich unifikację (banki uniwersalne, sekurytyzacja¹) i w konsekwencji znacznie łatwiejszy dostęp do środków. Zmienił się też charakter mieszkania jako dobra, w znacznie większym zakresie jest ono postrzegane jako dobro kapitałowe i poddane spekulacji. Zmieniła się też dostępność informacji powodując rozwój technik zarządzania ryzykiem (*credit-scoring*², *rating*³) i większą skłonność do jego absorpcji. Sprzyja temu hazard moralny, będący wynikiem przejścia banków (w części krajów) z roli instytucji zarządzających ryzykiem do roli pośredników transferujących

ryzyko na zewnątrz sektora przez mechanizm sekurytyzacji. Równocześnie rozwój funduszy inwestycyjnych i nadpłynność powodowały popyt na te aktywa. Instytucje nadzorcze i polityka nadzorcza, jeżeli w ogóle reagowały na te zjawiska, to z opóźnieniem. W konsekwencji po raz pierwszy mamy do czynienia z synchronizacją cykli w skali globalnej.



Na rynku amerykańskim kumulacja tych czynników nastąpiła już nie pierwszy raz, ale ze szczególną siłą. Stopy procentowe obniżono do poziomu najniższego od ponad 40 lat. W połączeniu z subsydiami odsetkowymi oznaczało to, że realne stopy procentowe kredytów hipotecznych, a więc ich koszt, były bardzo niskie. W konsekwencji nastąpiło masowe przejście na kredyty o zmiennej stopie jako tańsze, ale obciążone wyższym ryzykiem. Tanie kredyty w połączeniu z silną konkurencją na tym rynku oraz szerszym zastosowaniem systemów skoringowych jako metodą zarządzania ryzykiem spowodowały szersze wejście banków w segment kredytów o podwyższonym

ryzyku, głównie dla gospodarstw domowych o niskich dochodach i rozwój kredytów o podwyższonym ryzyku (systemy skoringowe). Transfer nadwyżkowej płynności będącej skutkiem niskich stóp procentowych był z kolei znacznie ułatwiony przez mechanizm sekurytyzacji aktywów i ich rating. Zadziałał też znany z tego rynku mechanizm asymetrii informacyjnej. Banki często usuwały ryzykowniejsze aktywa z bilansów, czemu sprzyjał rosnący popyt ze strony funduszy inwestycyjnych kumulujących nadwyżkową płynność. Napływ środków na rynek przy usztywnionej podaży (efekt regulacji planistycznych) spowodował wzrost cen mieszkań. Uruchomiło to znane zachowania zbiorowe, masową spekulację (korzystanie z taniego kredytu) i dalszy wzrost cen. W konsekwencji historycznie niskie stopy procentowe spowodowały historycznie wysoką aprecjację cen nieruchomości. Nadzór bankowy zareagował, gdy nierównowaga była już bardzo wysoka i w ograniczonym ustawowo segmencie (banki).

Podstawowe znaczenie, odgrywała polityka monetarna, która przez wyjątkowo niskie, najniższe od 40 lat stopy procentowe w połączeniu z liberalnymi procedurami nadzorczymi oraz subsydiami odsetkowymi doprowadziła do uruchomienia znanych od dawna (w tym z rynku amerykańskiego), podręcznikowych mechanizmów kryzysowych na olbrzymią skalę. Duży napływ środków w połączeniu z ograniczeniami podażowymi (lokalna regulacja) spowodował aprecjację cen nieruchomości i uruchomił znane z innych kryzysów, w tym na rynku amerykańskim zachowania zbiorowe. Kumulacja tych czynników na niespotykaną dotąd skalę spowodowała, znaczną aprecjację nieruchomości i wzrost ryzyka wierzytelności mieszkaniowych.

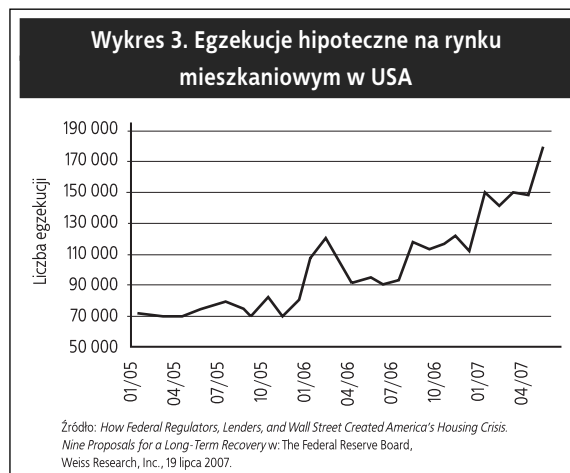
Podobne mechanizmy oddziaływały też na innych rynkach, jakkolwiek, zwłaszcza w Europie, charakterystyczne dla poszczególnych krajów. W efekcie, w ostatnich latach, wystąpiło zjawisko nienotowanej historycznie aprecjacji cen mieszkań na najważniejszych rynkach światowych z synchronizacją cykli narodowych. W konsekwencji dywersyfikacja aktywów hipotecznych, jedna z podstawowych metod zarządzania ryzykiem, może okazać się nieskuteczna.



Wzrost znaczenia finansowania wierzycelności hipotecznych przez rynek kapitałowy, a zwłaszcza rozwój instrumentów pochodnych w znacznym stopniu rozpraszają ryzyko i odsuwają je od sektora bankowego – wcześniej tradycyjny emitent kredytów i podmiot trzymający je w swoim portfelu. Nie wiadomo jednak jak ryzyko to przez rynek kapitałowy rozkłada się wewnątrz systemu finansowego, co ogranicza przewidywalność tych rynków, zwłaszcza w warunkach wysokiej nierównowagi i możliwości szoków na rynku mieszkań. Znacząco zwiększa się też pojemność, a więc i skala całego systemu.

Na najważniejszym rynku amerykańskim nastąpiło załamanie tendencji wzrostowych i gwałtowny spadek rozmiarów budownictwa mieszkaniowego połączony ze stopniowym spadkiem cen. Załamanie nastąpiło w sposób podręcznikowy, po podwyżkach stóp procentowych, w ryzykownych kredytach tzw. *subprime*⁴. Nastąpiły problemy ze spłatą tych kredytów, a drogi kredyt spowodował ogólne ograniczenie popytu.

Konsekwencje, jak zwykle, poniósł sektor finansowy. Nie wiadomo jednak, jak faktycznie straty rozłożyły się w sektorze finansowym, w tym poza granicami USA i jakie tego będą konsekwencje makroekonomiczne i dla rynku kapitałowego. Nie wiadomo też, czy jest to koniec czy dopiero początek kryzysu. W znacznej mierze zadecyduje o tym dalsze zjawiska na rynku mieszkań.



Amerykański rynek mieszkań jest nadal przez wielu autorów oceniany jako znacznie przewartościowany. W klasycznym cyklu na rynku nieruchomości mieszkaniowych dostosowania mają w początkowym okresie w znacznej mierze charakter ilościowy, zaś dostosowania cenowe poja-

wiają się w okresie późniejszym i mogą być rozłożone w czasie. Wpływa to negatywnie na koniunkturę w sektorze, ale jest bezpieczniejsze z punktu widzenia sektora finansowego. Duże zaangażowanie sektora finansowego prowadzi jednak zazwyczaj do problemów ze spłacalnością kredytów, eksmisji, wymuszonych sprzedaży i w konsekwencji dalszego spadku cen.

Duża skala eksmisji może więc spowodować drugą falę kryzysu czy jego przeniesienie na rynki podstawowe kredytów hipotecznych. Może też dojść do zbiegu czynników kryzysogennych, gdy spadające ceny nieruchomości zbiegną się z rosnącymi stopami procentowymi (efekt polityki monetarnej) oraz wchodzenia produktów hipotecznych z ostatnich dwóch lat w system indeksacji stopami rynkowymi (po okresie karencji spłat). Doświadczenia kryzysów pokazują jednak, że nawet gdyby FED poświęcił cel inflacyjny i nie podnosił stóp, uruchomiony w dół mechanizm kryzysowy może być trudno zatrzymać bez bezpośredniej, kosztownej interwencji. Z punktu widzenia polskiego rynku nieruchomości bardzo cenne są nawet dotychczasowe doświadczenia USA. Pokazują one, że:

1. Zbyt luźna polityka monetarna prowadzi do problemów na rynku aktywów, w tym nieruchomości.
2. Równie istotnym czynnikiem jest polityka ostrożnościowa wobec banków, która musi być konserwatywna. Istotna jest też jej kompleksowość w odniesieniu do całego sektora finansowego.

3. Dodatkowym czynnikiem ryzyka są usztywnienia podaży i bariery w sektorze, które oddziałują wtedy szczególnie silnie.

4. Bank centralny (NBP), nadzór finansowy (KNF) oraz rząd muszą monitorować ten sektor i prowadzić spójną politykę gospodarczą obejmującą politykę monetarną, ostrożnością, sektorową i fiskalną.

2. Ryzyko polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych

Polski sektor nieruchomości mieszkaniowych i związany z nim sektor finansowy jako struktury rynkowe znajdują się w początkowej fazie rozwoju i nie są porównywalne do rynku amerykańskiego. Dopiero na początku stulecia zaczęły spełniać podstawowe kryteria pozwalające uznać je za rynkowe. Nadal charakteryzują się wysokim ryzykiem i licznymi barierami typowymi dla pozostałych krajów postsocjalistycznych. Mamy więc równoległe do czynienia z kilkoma procesami, tj. oddziaływaniem czynników fundamentalnych po stronie popytu oraz ograniczeniami po stronie podaży, oddziaływaniem czynników wewnętrznych i rozwojem systemu oraz zjawiskami europeizacji i globalizacji, które powodują naturalną tendencję do zmiany fundamentów i przeceny aktywów w tym mieszkań.

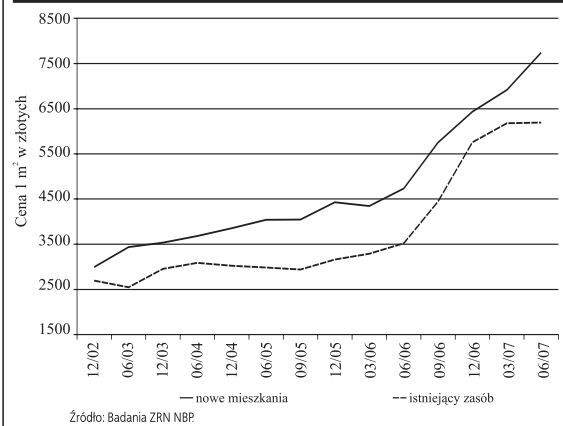
Gwałtownie i dosyć jednostronnie rozwija się system finansowy nakierowany na mieszkania własnościowe jako konsekwencja nadrabiania dystansu oraz konkurencji między bankami po-

wodując przez szybki wzrost siły nabywczej ekspozycję cen mieszkań na części rynków w największych miastach.

Tabela 1. Korelacja między zmianami cen mieszkań na rynkach największych miast w Polsce a wypłatami kredytów mieszkaniowych

Miasto	Współczynnik korelacji między wzrostem cen i przyrostem kredytów	
	Mieszkania nowe	Istniejący zasób
Warszawa	0,98	0,98
Kraków	0,98	0,98
Gdynia	0,97	0,98
Wrocław	0,95	0,96
Gdańsk	0,94	0,95
Łódź	0,86	0,94
Poznań	0,81	0,91

Wykres 4. Średnie ceny mieszkań na rynkach mieszkaniowych 20 największych miast w Polsce



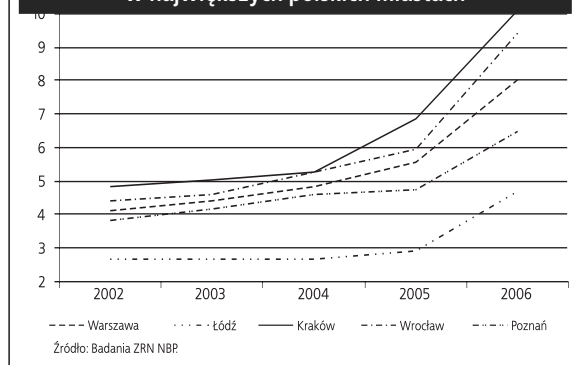
Mechanizm zjawiska jest podobny do obserwowanego w USA i też w znacznej mierze opiera się na zachowaniach zbiorowych. Dynamika tego przyrostu wyraźnie jednak słabnie w ostatnim okresie. W opinii analityków rynku od kilku lat rośnie też udział mieszkań kupowanych w celach spekulacyjnych zarówno przez osoby fizyczne,

jak też ostatnio coraz częściej przez fundusze inwestycyjne. Zapewne znaczną część udzielanych kredytów, zarówno ze względu na instrument kredytowy, jak też jakość zabezpieczenia, można byłoby zakwalifikować jako kredyty tzw. subprime.

Analiza wybranych wskaźników napięć rynkowych pokazuje, że na kilku największych rynkach Polski mamy do czynienia z bankami spekulacyjnymi porównywalnymi co do wysokości z amerykańskimi. Można szacować, że na rynkach tych silnie zaangażowany jest sektor bankowy.

Dotychczas główną przyczyną determinującą sytuację na polskim rynku mieszkaniowym były czynniki krajowe, bądź związane z tym rynkiem. Czynniki zewnętrzne oddziaływały w ograniczonej skali (fundusze inwestycyjne, liberalizacja systemu bankowego) bądź pośrednio (dobra koniunktura, lokowanie w nieruchomości jako podążanie za światowymi trendami). Sytuacja ta może ulec pewnym zmianom z uwagi na wysoki poziom nierównowagi na omawianych rynkach i związaną z tym ich większą wrażliwością na chwilowe zmiany popytu, które mogą wynikać ze zmian nastawienia inwestorów i innych uczestników rynku (sektor bankowy, instytucje nadzorcze). Dlatego konsekwencją drugiej fali bankructw na rynku amerykańskim mogłaby być redukcja popytu i przyspieszenie fazy załamania, które, tak czy inaczej, wydaje się raczej nieuchronne, lecz trudno przewidzieć jego skalę, przebieg i termin. Kluczowe wydaje się tutaj pytanie, w jakiej części popyt miał charakter spekulacyjny, a w jakiej fundamentalny.

Wykres 4. Szacunek relacji ceny mieszkania do dochodu gospodarstwa domowego w największych polskich miastach



W znacznie mniejszym zakresie będą zapewne oddziaływać na Polski sektor mieszkaniowy makroekonomiczne konsekwencje załamania na rynku amerykańskim. Dotychczasowe skutki załamania rynku kredytów tzw. subprime wydają się być niewielkie i potwierdzają optymistyczne warianty prognoz zakładających korektę wzrostu PKB w granicach 1 pp. Bardziej pesymistyczne warianty prognoz, które mogłyby się urealnić w warunkach pogłębienia kryzysu i przeniesienia go na rynek podstawowy zakładają znacząco skalę utraty aktywów i korekty rzędu 3 pp, które oznaczałyby faktyczne wyhamowanie wzrostu, wzrost oszczędności, spadek inwestycji, konsumpcji i importu. Taki wariant miałby już wpływ na koniunkturę światową, w tym Polski. Jego faktyczne przełożenie na Polski sektor nieruchomości poza efektami psychologicznymi, których nie należy lekceważyć, też jednak byłoby niewielkie. Znacznie większe znaczenie mogłyby mieć wyprzedaże nieruchomości kupowanych w celach spekulacyjnych.

Z dostępnych informacji wynika, że polski sektor bankowy (a także szerzej – finansowy) w nie-

znaczny stopniu mógł być zaangażowany w operacje związane z instrumentami opartymi na kredytach tzw. subprime, toteż załamanie tego rynku nie przyniesie istotnych strat kapitałowych.

Znaczące różnice w strukturach obydwu rynków spowodują odmienne konsekwencje wejścia w fazę załamania na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. W Polsce głównym emitentem kredytów są duże banki uniwersalne finansujące się z depozytów, i to one poniosłyby jego koszty. Znacząco mniejsza skala finansowania sektora mieszkaniowego spowoduje daleko mniejsze konsekwencje zarówno dla sektora bankowego, jak też makroekonomiczne. W znacznie mniejszym zakresie ucierpiałby natomiast drugi klasyczny poszkodowany na tym rynku, tj. firmy deweloperskie z uwagi na zaliczkowy charakter finansowania. Trudno jest natomiast oszacować pośrednie skutki kryzysu powodującego wzrost ryzyka w gospodarce.

Reasumując można stwierdzić, że o ile konsekwencje załamania na amerykańskim rynku mieszkań nie wydają się bardzo istotne dla polskiego rynku, o tyle ten drugi wkroczył w okres napięć i podwyższonego ryzyka. W konsekwencji wszystkim podmiotom należałoby zalecić ostrożność w podejmowaniu decyzji.

Przypisy

¹ Sekurytyzacja – (ang. *securitisation*) jest rodzajem finansowania polegającym na przeniesieniu aktywów finansowych do spółki celowej (ang. SPV – *special purpose vehicle*), która następnie emituje papiery wartościowe zabezpieczone tymi aktywami lub wpływami pieniężnymi z tytułu tych aktywów i sprzedaje je na rynku.

² Credit-scoring – ocena ryzyka kredytowego w oparciu o badanie prawdopodobieństwa zaprzestania spłaty kredytu przez kredytobiorcę.

³ Rating – ocena ryzyka, jest wskaźnikiem pozwalającym ocenić wiarygodność kredytową ocenianego podmiotu gospodarczego lub ryzyko związane z różnymi instrumentami finansowymi.

⁴ Kredyty tzw. subprime – pożyczki hipoteczne o podwyższonym ryzyku. Przykładowo *subprime loans* to kredyty udzielane osobom o słabszej historii kredytowej, które mogły mieć problemy ze spłatą kredytów w przeszłości lub nie do końca były w stanie udokumentować swoje dochody dla celu polichzenia tzw. zdolności kredytowej.

Rynek nieruchomości a ryzyko bankowe*

Od pięciu lat obserwujemy rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Bardzo szybko wzrasta liczba transakcji zakupu mieszkań nowych jak i obrót nieruchomościami na rynku wtórnym. Od momentu wstąpienia Polski do Unii Europejskiej jesteśmy świadkami niespotykanego dotychczas wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Dodatkowym elementem wzmacniającym trend wzrostowy cen nieruchomości jest niska podaż nowych mieszkań w stosunku do rosnącego gwałtownie efektywnego popytu. Produkcja budowlana rośnie bowiem znacznie wolniej od popytu na mieszkania.

Rynek nieruchomości nie byłby w stanie rozwijać się tak dobrze bez sprawnie funkcjonującego systemu bankowego, który przejawia gotowość do oferowania atrakcyjnych produktów kredyto-

wych. Kluczem do rozwoju rynku nieruchomości jest dostępność taniego i długoterminowego kredytu hipotecznego. Przewidywalny od strony kosztowej kredyt jest konieczny z uwagi na to, że konsumenci w Polsce z reguły dysponują relatywnie małym udziałem własnym.

Odpowiada to również intencjom banków, które bez wzrostu portfela kredytów hipotecznych nie są w stanie stabilnie rosnąć. W Polsce począwszy od 2003 r. sektor bankowy jest bardzo silnie skoncentrowany na finansowaniu rynku nieruchomości mieszkaniowych. Banki starają się maksymalnie zaspokajać potrzeby klientów bowiem upatrują w kredytach hipotecznych gwarancji szybkiego wzrostu dochodowych i stabilnych aktywów. Łączny wolumen kredytów hipotecznych dla osób fizycznych przekroczył latem

* Artykuł jest wyrazem prywatnych poglądów autora

bieżącego roku kwotę 100 mld zł. Dynamika przyrostu wolumenu przekracza 30% w skali roku. Na rozwój akcji kredytowej wpływ ma również rosnąca świadomość klientów w zakresie możliwości, jakie daje konkurencja między bankami. Refinansowanie kredytów w innym banku, oferującym bardziej atrakcyjne warunki finansowania stało się zjawiskiem nagminnym. Pośrednio zachętą do zmiany banku stało się uproszczenie procedur wpisu hipotek, obniżenie sądowych kosztów z tym związanych oraz wzrastająca sprawność sądów, które prowadząc elektroniczne księgi wieczyste mocno skróciły czas oczekiwania na wpis hipoteki.

Mamy zatem niezakłóconą symbiozę rynku nieruchomości i sektora bankowego. Warto jednak już dzisiaj poważnie się zastanowić czy istnieją w Polsce właściwe mechanizmy systemowe, zabezpieczające ryzyko sektora bankowego na wypadek stagnacji lub kryzysu na rynku nieruchomości. Aktualnie obserwujemy nerwowe ruchy banków centralnych w USA, Wielkiej Brytanii, który próbują zgasić w zarodku symptomy kryzysu płynności w tamtejszych sektorach bankowych. Powodem są problemy na rynku finansowania nieruchomości. Pojawia się pytanie czy polski rynek jest przygotowany na wypadek wystąpienia podobnych zjawisk.

1. Jak banki mogą zabezpieczyć się przed kryzysem na rynku nieruchomości?

Bezpieczeństwo sektora bankowego w razie kryzysu na rynku nieruchomości zależy od stwo-

żenia systemowych rozwiązań, które umożliwiają dywersyfikację źródeł finansowania akcji kredytowej, a w szczególności sprawne przejście od depozytów ludności do środków z rynku kapitałowego.

Dzisiaj w polskim systemie finansowania kredytów hipotecznych dominują depozyty – tani, łatwo dostępny dla banków sieciowych pieniądz pozwolił na szybki rozwój aktywów kredytowych i wzrost wyników finansowych. Symboliczne wielkości wykazują wolumeny listów zastawnych, emitowanych przez banki hipoteczne (nie przekraczają 3 mld zł) oraz bankowe papiery wartościowe – brak możliwości skutecznego konkurowania z bankami uniwersalnymi na rynku finansowania nieruchomości, z uwagi na ograniczenia prawne, w istotny sposób hamuje rozwój banków hipotecznych a przez to dywersyfikację źródeł finansowania kredytów hipotecznych. Nie udało się uruchomić w Polsce procesu sekurytyzacji regularnych, hipotecznych aktywów bankowych mimo stworzenia ogólnych ram prawnych.

Oparcie się prawie wyłącznie na depozytach ludności nie jest dobrym rozwiązaniem. Oczywiście baza depozytowa zawsze będzie podstawą finansowania kredytów, co potwierdzają dane z rozwiniętych rynków hipotecznych, ale należy w zdecydowany sposób szukać sprawnego mechanizmu dywersyfikacji ryzyka banków w tym zakresie.

Dzisiaj mamy zarówno dobrą sytuację w gospodarce i na rynku nieruchomości, dobrą jakość kredytów. Należy zatem czas wykorzystać do przy-

gotowania sektora bankowego do trudniejszych czasów, bowiem już dziś widać, że:

- 1) występuje istotny odpływ depozytów do funduszy inwestycyjnych przy rosnącej wartości wolumenu kredytów hipotecznych w sektorze bankowym,
- 2) nieustannie spada poziom marż na kredytach hipotecznych, które mogą stać się produktem wręcz deficytowym w razie wzrostu kosztów ryzyka (rezerw na utratę wartości aktywów kredytowych),
- 3) banki uniwersalne liberalnie podchodzą do podstawowych parametrów kredytu hipotecznego – finansowanie na poziomie 100% LTV lub finansowanie bez udziału własnego nadal występuje w większości banków uniwersalnych.

Kolejną bolączką systemową jest brak klarownych, jednolitych i obligatoryjnych dla całego sektora bankowego zasad wyceny nieruchomości zabezpieczających wiarygodności kredytowe.

Obecnie jedynie banki hipoteczne posiadają klarowne systemowe rozwiązanie prawne w zakresie wycen nieruchomości. Bank hipoteczny musi mieć regulamin ustalania wartości bankowo-hipotecznej, który zatwierdza KNB i procedury wycen zgodne z Rekomendacją F, również kluczowe parametry wycen są pod kontrolą regulatora (np. stopy kapitalizacji).

Banki uniwersalne mają praktycznie nieograniczoną swobodę w kształtowaniu procedur szacowania wartości nieruchomości, jedynym istot-

nym aktem prawnym, który biorą pod uwagę jest Rekomendacja S, ale to jedynie zbiór ogólnych zaleceń nieregulujący meritum sprawy w dostateczny sposób.

Trzeba jednak zauważyć, że sektor bankowy też nie jest bez winy bowiem w fazie ostrej konkurencji nie jest zainteresowany implementacją jednolitych rozwiązań w zakresie wycen. Kwestie procedury wycen zostały w międzyczasie zmonopolizowane przez środowisko rzeczoznawców majątkowych, którzy niestety również nie sprościli wyzwaniu. Standardy rzeczoznawców są zbyt ogólne i pozostawiają zbyt dużą swobodę w ustalaniu wartości rynkowych nieruchomości mieszkaniowych. Powoduje to po stronie banków uzasadnione zastrzeżenia co do wartości wycen w procesie oceny ryzyka kredytowego. A przecież to prawidłowa wycena nieruchomości daje największe poczucie bezpieczeństwa bankom finansującym nieruchomości. Unifikacyjne inicjatywy Związku Banku Polskich jak na razie nie dały żadnych istotnych rezultatów. Baza danych o transakcjach na rynku nieruchomości (AMRON) stworzona pod egidą ZBP, nie spełnia oczekiwań sektora bankowego i GINB.

W mojej ocenie proces wycen nieruchomości na potrzeby zabezpieczenia kredytu hipotecznego powinien być uregulowany ustawowo. Banki nie mogą być skazane na „monopolistyczne” zachowania środowiska rzeczoznawców, bowiem to one ponoszą ryzyko kredytowe i muszą mieć prawo do samodzielnego ustalenia wartości zabezpieczenia. Tymczasem dziś mamy regulacje prawne, które słowo „wartość rynkowa” związały z operatem szacunkowym oraz wymagają, aby

operat w każdym przypadku sporządzał rzeczoznawca majątkowy, który nie może być pracownikiem banku. Takie rozwiązanie jest nieadekwatne do skali ryzyka jakie ponoszą banki, utrudnia bowiem w istotny sposób zarówno udzielanie kredytów jak i zarządzanie ryzykiem portfela kredytowego.

Wytworzył się zamknięty krąg niemocy, który przeciąć powinien ustawodawca. Próbą jest bez wątpienia projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw dotyczących procesu inwestycyjnego w budownictwie mieszkaniowym oraz niektórych innych ustaw (druk sejmowy nr 2092). Projekt zawiera propozycję umożliwienia bankom uniwersalnym emitowania listów zastawnych. Banki uniwersalne będą mogły emitować listy zastawne pod warunkiem poddania się reżimowi ustawy w zakresie działalności kredytowej tj.:

- 1) ustalania wartości bankowo-hipotecznej nieruchomości zgodnie z Regulaminem zatwierdzonym przez KNB,
- 2) limitowania wysokości kredytów, które stanowią podstawę emisji listów do 100% wartości bankowo-hipotecznej,
- 3) nadzoru powiernika nad procesem wpisywania i wykreślenia wierzytelności z rejestru zabezpieczenia listów zastawnych,
- 4) wdrożenia do procesu zarządzania bankiem kilkunastu nowych limitów ustawowych,
- 5) zmiany profilu ryzyka – wierzytelności wpisane do rejestru zabezpieczenia listów zastaw-

nych staną się w razie upadłości banku uniwersalnego, wyodrębnioną masą upadłościową, która w pierwszej kolejności zaspokoi nabywców listów zastawnych – to z pewnością będzie rzutowało na ceny pożyczek na rynku międzybankowym, bowiem wierzyciele banków będą podzieleni na zabezpieczonych (nabywców listów) i niezabezpieczonych (reszta).

Projekt tworzy realną możliwość stopniowej dywersyfikacji źródeł finansowania kredytów hipotecznych bardziej przystającą do polskich realiów gospodarczych i systemowych – sekurytyzacja jest bowiem sprawą dość odległej przyszłości. Nowa ustawa pozwoli na znaczne ożywienie rynku papierów dłużnych w Polsce i pośrednio rynku budownictwa mieszkaniowego.

Nie należy się jednak spodziewać szybkiego przechodzenia dużych banków uniwersalnych na system bankowości hipotecznej ukształtowany ustawą – to nie leży w ich interesie dopóki mają duży wolumen depozytów i zabezpieczoną płynność. Z nowych możliwości skorzystają raczej banki specjalistyczne (bez klientów depozytowych), kredytujące rynek nieruchomości choć działające poza formułą banku hipotecznego.

Jeśli ustawa wejdzie w życie, oznaczać będzie definitywną zmianę ram prawnych finansowania nieruchomości w Polsce. Wdrożenie tej ustawy zmieni w istotny sposób prawne uwarunkowania działalności banków w obszarze finansowania nieruchomości i będzie stanowiło próbę usunięcia części bolączek systemowych opisanych powyżej.

2. Czym jest bank hipoteczny?

Dziś dwa banki hipoteczne (BRE BH i BPH BH) prowadzą rzeczywistą działalność operacyjną i przeszły „próbę ognia” – emitują listy zastawne w formie emisji publicznych. I choć banki hipoteczne działają w warunkach ostrej konkurencji i zastrzonych regulacji prawnych, są już gotowe do prowadzenia działalności na dużo większą skalę, jeśli tylko pojawią się takie możliwości na rynku.

Zasady funkcjonowania banków hipotecznych reguluje ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych. W zakresie nieuregulowanym ustawą stosuje się odpowiednio przepisy Prawa bankowego. Do najważniejszych czynności banku hipotecznego można zaliczyć m. in.:

- 1) udzielanie kredytów zabezpieczonych hipoteką na prawie własności lub prawie użytkownictwa wieczystego (bank nie może zabezpieczać się hipoteką na spółdzielczym własnościowym prawie do lokalu lub innych spółdzielczych prawach o charakterze własnościowym),
- 2) udzielanie kredytów jednostkom sektora publicznego, w tym jednostkom samorządu terytorialnego,
- 3) nabywanie wierzytelności z tytułu kredytów opisanych w pkt 1 i 2,
- 4) emitowanie listów zastawnych.

Bank hipoteczny jest bankiem specjalistycznym, którego podstawowym zadaniem jest udzielanie

długoterminowych kredytów, a podstawowym źródłem finansowania działalności jest kapitał i list zastawny. Pozostały zakres działalności określony w ustawie ma charakter marginalny. To właśnie list zastawny – sztandarowy produkt banków hipotecznych, które posiadają wyłączne prawo jego emisji – decyduje o stabilności pasywów i umożliwia bezpieczne dla banku kredytowanie długoterminowe. Stabilne pasywa o długich terminach zapadalności różnią banki hipoteczne od banków uniwersalnych, które długoterminowe kredyty finansują krótkoterminowymi depozytami lub obligacjami. Kluczowe dla banków hipotecznych jest przekonanie inwestorów o bezpieczeństwie listu zastawnego jako formy długoterminowego lokowania kapitału. W tym celu ustawa narzuca bankom hipotecznym liczne rygory i limity w działalności kredytowej, z których najistotniejsze to:

- 1) zabezpieczenie wykupu listów zastawnych wydzielonymi aktywami kredytowymi banku wpisanymi do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych (zwanego dalej RZLZ),
- 2) nadzór nad wpisami do rejestru sprawowany przez powiernika powoływanego przez Komisję Nadzoru Bankowego,
- 3) przywilej upadłościowy – wpisane do RZLZ wierzytelności banku hipotecznego, w przypadku jego upadłości służą zaspokojeniu posiadaczy listów zastawnych,
- 4) obligatoryjne nadzabezpieczenie – bank hipoteczny może emitować listy zastawne jedynie do poziomu 60% wartości bankowo-hipotecz-

nej nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytów wpisanych do RZLZ,

5) ograniczenie wpisywania do RZLZ kredytów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach w budowie (do 10%) i gruntach (do 1%).

Tak ukształtowana instytucja finansowa w myśl polskiego ustawodawcy stanowić miała pomost pomiędzy działalnością kredytową opartą o krótkoterminowy depozyt a długoterminowym finansowaniem zorganizowanym przy zastosowaniu zaawansowanych technik sekurytyzacyjnych. Banki hipoteczne miały odegrać kluczową rolę w długoterminowym finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych oraz wesprzeć rozwój infrastruktury przez finansowanie jednostek sektora publicznego.

Pomimo coraz bardziej sprzyjających warunków ekonomicznych, banki hipoteczne nie odgrywają jednak istotnej roli w rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych. Dlaczego? Rynek finansowania budowy nowych mieszkań w Polsce został zdominowany przez system zaliczkowy tj. system, w którym nabywca mieszkania wpłaca deweloperowi całą cenę mieszkania na podstawie umowy przedwstępnej (rzadko w formie aktu notarialnego) zanim podpisze akt notarialny przenoszący własność nieruchomości. Nawet jeśli wpłaty następują w ratach to bardzo rzadko są one powiązane z postępami w budowie. Do rzadkości należy również zabezpieczanie interesów nabywcy przez wpisanie do księgi wieczystej nieruchomości gruntowej roszczenia o przeniesienie własności mieszkania po jego wybudowaniu. Gołym okiem widać, że jest to system, który

przenosi ryzyko inwestycji budowlanej na przyszłych nabywców mieszkań.

Ale jak na razie wszystkie zainteresowane strony są zadowolone z takiego układu. Deweloperzy – bo przerzucają ryzyko i dużą część kosztów finansowych inwestycji na przyszłych nabywców mieszkań. Głównie z tego powodu środowisko deweloperskie murem stoi przeciwko wprowadzeniu ustawy o finansowaniu inwestycji deweloperskich, która miała szanse ucywilizować rynek a szczególnie relacje pomiędzy deweloperami a ich klientami. Banki uniwersalne też są zadowolone – pożyczając pojedynczym nabywcom mieszkań dywersyfikują ryzyko kredytowe. Wejście w finansowanie bezpośrednie deweloperów to zupełnie inny poziom ryzyka bankowego. Klienci też są chyba zadowoleni. Choć nie do końca rozumiem dlaczego ryzykując często oszczędności całego życia i zadłużając się na wiele lat, klienci nie pytają dewelopera jaką daje gwarancję wykonania zobowiązania lub jak zabezpiecza zwrot ich pieniędzy. Rynek skutecznie tworzy miraż szybkich transakcji bez większego ryzyka. A rzeczywistość jest bardziej złożona.

W tak ukształtowanym rynku finansowania budowy mieszkań banki hipoteczne nie mają szansy odegrania istotnej roli z powodu ograniczeń ustawowych.

Warunkiem udzielenia kredytu przez bank hipoteczny jest konieczność ustalenia wartości bankowo-hipotecznej, z reguły niższej od wartości rynkowej. Pojawia się zatem wymóg wniesienia udziału własnego, tymczasem banki uniwersalne finansują nawet do 100% wartości mieszkania,

a wartość ta w wielu wypadkach określana jest jedynie w oparciu o cenę zapisaną w umowie z deweloperem,

Warunkiem wypłaty kredytu udzielonego przez bank hipoteczny jest złożenie wniosku o wpis hipoteki, a to oznacza, że bank może wypłacić kredyt dopiero po okazaniu aktu notarialnego, w którym ustanowiono własność nabywanego lokalu (wypłata na podstawie ujawnionego rozszczenia o ustanowienie hipoteki to opcja czysto teoretyczna); odpada zatem dominujący system zaliczkowy opisany powyżej.

Biorąc pod uwagę aktualne przepisy regulujące działalność banków hipotecznych można stwierdzić, że około 50% rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych jest dzisiaj w Polsce poza ich zasięgiem. Warto zauważyć, że banki hipoteczne mogą refinansować kredyty udzielane przez banki uniwersalne po zakończeniu fazy budowy i uregulowaniu stanu prawnego nieruchomości. Jednak ostra konkurencja w sektorze bankowym nie pozostawia tutaj zbyt wiele miejsca dla małych banków hipotecznych, które mają ograniczony dostęp do klientów.

3. Podsumowanie

Należy podkreślić, że ocena poziomu ryzyka polskich banków jest w dużej mierze uzależniona od sytuacji na rynku nieruchomości. O poziomie tego ryzyka zadecyduje w dużej mierze rozwiązanie systemowe w sektorze bankowym. O tym, czy proponowany ostatnio system finansowania długoterminowych aktywów bankowych przez

emisję listu zastawnego przez banki uniwersalne przyjmie się w Polsce, docelowo rozstrzygną przede wszystkim inwestorzy. Ich skłonność do nabywania listów zastawnych i cena jaką zechcą zapłacić będzie najlepszym dowodem czy idziemy w dobrą stronę.

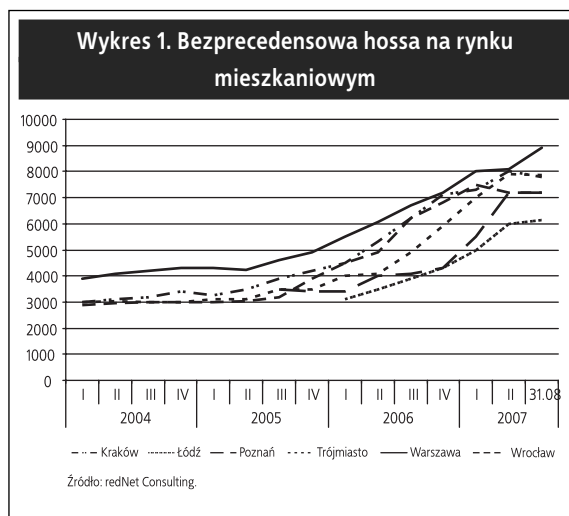
Perspektywy rynku mieszkaniowego – wpływ na sytuację makroekonomiczną

Po niespotykanych dotąd wzrostach cen nieruchomości w latach 2004–2007 obserwujemy pewną stabilizację na rynku, objawiającą się w spowolnieniu wzrostu cen a nawet – gdzieniegdzie – stagnacją. Wiąże się to także z mniejszą płynnością oraz mniejszą skłonnością nabywców do kupowania „czegokolwiek”. Zmiany, które już dziś obserwujemy, zapowiadają początek procesu przeobrażenia rynku w kierunku bardziej stabilnej sytuacji, mniejszego „szaleństwa” cen, większej rozważności wśród kupujących, oraz – co naturalne – większej pracy i zaangażowania producentów mieszkań w celu dostosowania się do rynku. Wszystkie te czynniki są objawem działania „niewidzialnej ręki” rynku, której siła jest skierowana zawsze w stronę równowagi.

1. Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych

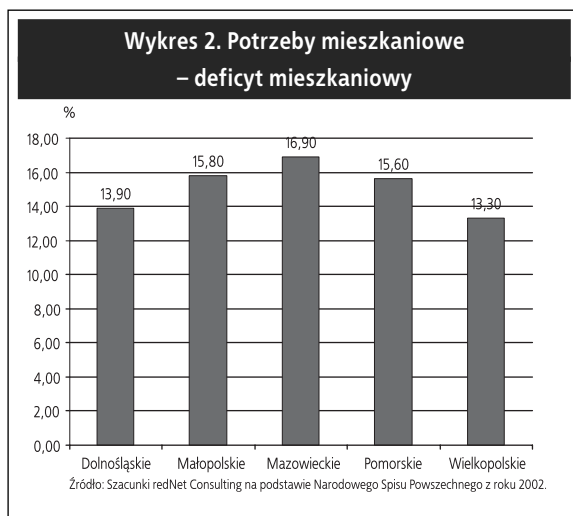
Obecna sytuacja w Polsce to doświadczenie rozgrzanego rynku nieruchomości oraz wyśrubowa-

nych cen wynikających ze ścierania się podaży (ograniczonej brakiem planów miejscowych) oraz popytu (wspartego łatwo dostępnymi i tanimi kredytami).



Przypomnijmy, że jesteśmy w momencie, w którym notujemy deficyt mieszkań w liczbie 1,5 miliona (wg narodowego spisu powszechnego

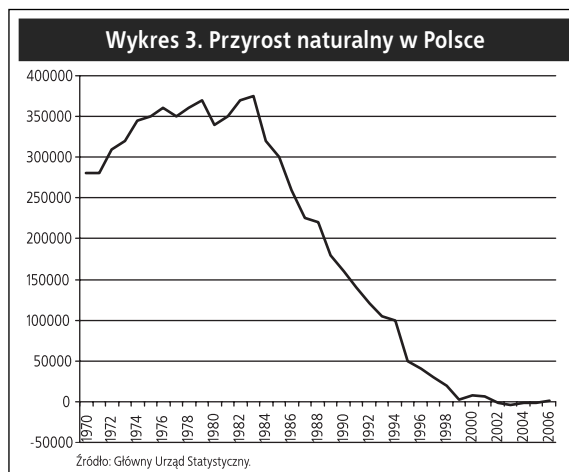
z 2002 r.), w momencie bardzo wysokich cen mieszkań, ale równocześnie – stałego wzrostu wynagrodzeń.



Jeśli chodzi natomiast o same ceny – to ich „adekwatność” do samego produktu jest różna, a przejawia się to w przewartościowaniu mieszkań w niektórych segmentach. Szczególnie widać ten problem w segmencie mieszkań, które na wyrost nazywane są apartamentami, oraz w mieszkaniach w blokach o niskiej jakości (m.in. z „wielkiej płyty”).

2. Czego spodziewamy się po popularności poszczególnych segmentów?

Nawiązując do wyników badań firmy redNet Consulting, przyjrzyjmy się kilku zmianom, jakie zachodzą nie tylko na rynku, ale także w społeczeństwie. Otóż bardzo ważnym czynnikiem, który wpływa i w bliskiej przyszłości nadal będzie wpływał na rynek, jest demografia. Lata 1974–1984 to okres, w którym mieliśmy do czynienia z lokalnymi wyżami demograficznymi.

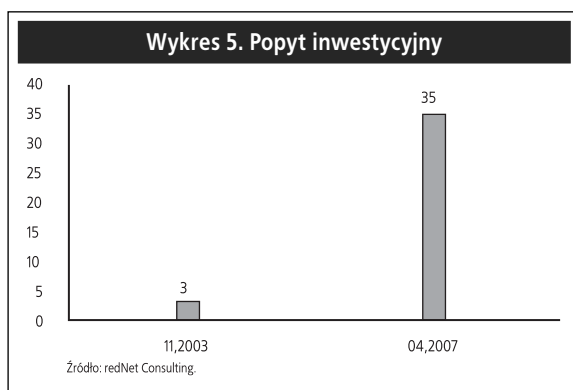


Dzisiaj, ci dwudziesto- i trzydziestolatkowie to młodzi, pracujący ludzie, w wieku, w którym zakłada się rodzinę. Dlatego będą zamieniać obecne pierwsze, małe mieszkania na większe, zapewniające odpowiednie warunki mieszkaniowe ich rodzinom. Potwierdzają to badania ankietowe prowadzone przez firmę redNet Consulting, prezentowane poniżej.



Z powyższych danych wynika, że trzypokojowe mieszkania są głównym celem zakupowym wśród osób już posiadających mieszkanie. Ta tendencja będzie się rozwijać także dzięki wzro-

stom wynagrodzeń przy coraz wolniejszych wzrostach cen. Tutaj olbrzymie znaczenie ma popyt inwestycyjny, który bardzo mocno wpłynął na wzrost cen, w szczególności mieszkań dwupokojowych. Rozmiar tego zjawiska prezentują wyniki badań prowadzonych wśród osób mających zamiar kupić mieszkanie.

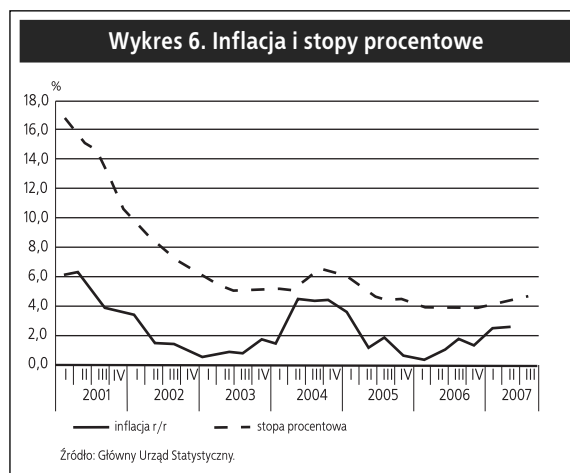


Naturalnym ciągiem zdarzeń jest oczekiwana sytuacja, w której inwestorzy zechcą zrealizować swoje zyski i na rynku pojawi się znacząca liczba takich mieszkań, czyli konsekwencją będzie dodatkowa podaż mieszkań, przy umiarkowanie stałym popycie. Łatwo się domyślić, że w tej sytuacji ceny mieszkań dwupokojowych będą spadać.

Bardzo ważne z punktu widzenia gry popytu i podaży są migracje, które mogą bardzo odczuwalnie wzmocnić lub osłabić popytową stronę rynku. Sztandarowym przykładem silnego wpływu migracji na rynek jest Warszawa, gdzie duży odsetek mieszkań kupują osoby napływowe. Z makroekonomicznego punktu widzenia mamy w Polsce co prawda ujemne saldo migracji, jednak olbrzymi deficyt mieszkań w skali całego kraju nie pozwala tego odczuć.

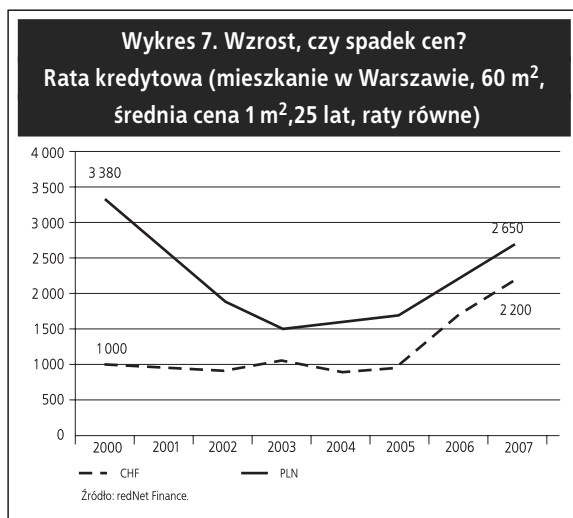
Z kolei lokalne rynki nieruchomości mogą zmieniać się pod wpływem nawet pojedynczych inwestycji. Przykładem takiej inwestycji może być gazoport w Świnoujściu, który ściągnie zapewne dużą liczbę napływowych, wykwalifikowanych pracowników, którzy zasilą popyt istniejący na tym – bądź co bądź – ograniczonym rynku (podaż w Świnoujściu jest ograniczona terytorialnie – to może tylko dobrze wróżyć przy wzrastającym popycie). Podobna sytuacja ma już dzisiaj miejsce w Możejkach – potrzeba zatrudnienia dużej liczby pracowników ściągniętych z Polski spowodowała wzrost cen do poziomu wyższego niż w Wilnie.

Bardzo uważnie należy śledzić zmiany na poziomie makroekonomicznym, mające wpływ na stronę popytową rynku, a dokładnie na zdolność popierania potrzeb (ustaliliśmy, że są one wciąż olbrzymie) środkami finansowymi. W związku z tym, że ogromna większość kupujących wspomaga się kredytami, musimy zwrócić uwagę na wysokość stóp procentowych.

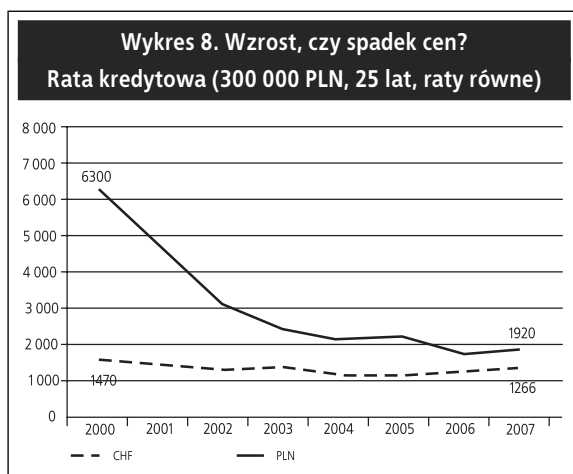


W związku z olbrzymim spadkiem stóp procentowych, rozpoczętym w 2001 r., odczuwalnie

zmieniła się sytuacja na rynku kredytów. Znacznie poszerzył się krąg osób mogących pozwolić sobie na zaciągnięcie i obsługę kredytu. Bardzo wyraźnie widać tę tendencję na wykresie przedstawiającym wysokość raty kredytowej dla modelowego kredytu.



Okazuje się, że kredyt zaciągnięty w roku 2001 kosztował nas ponad trzy razy więcej niż kosztuje dzisiaj. Dzięki temu dziś, przy bardziej przyjaznej polityce banków, skala zakupów wzrosła w postępie geometrycznym, powodując olbrzymi



wzrost cen przy nieodpowiednio wzrastającej podaży. Okazuje się, że mimo owego wzrostu cen, mieszkanie kupowane na kredyt jest tańsze niż przed wzrostami. Jest tak dzięki omówionej wcześniej sytuacji na rynku kredytów hipotecznych. Nałożenie się dwóch czynników: spadku kosztu pieniądza oraz wzrostu cen nieruchomości przedstawia wykres poniżej.

Założono zaciągnięcie kredytu na modelowe mieszkanie w Warszawie, które w 2000 r. wymagało obsłużenia raty w wysokości 3 380 zł miesięcznie. W związku z systematycznym spadkiem stóp procentowych, wysokość raty obniżyła się do ok. 1 500 zł miesięcznie. Następnie, biorąc pod uwagę gwałtowne wzrosty cen, to przykładowe, wciąż drożące mieszkanie, kosztuje w 2007 r. 2 650 zł miesięcznie. Zatem prawdziwa okazuje się – dość nierealna – teza, że mimo wyższych cen, nieruchomości dla osób kupujących na kredyt, są tańsze.

3. Oczekiwane zmiany na rynku nieruchomości

Na naszym dość „szybkim” rynku doszło do pewnego nadużycia związanego ze zdefiniowaniem apartamentu. Nie jest słusznym nazywanie apartamentem przeciętnego mieszkania w standardowym budynku, tylko dlatego że jest w budynku o dość dobrej lokalizacji.

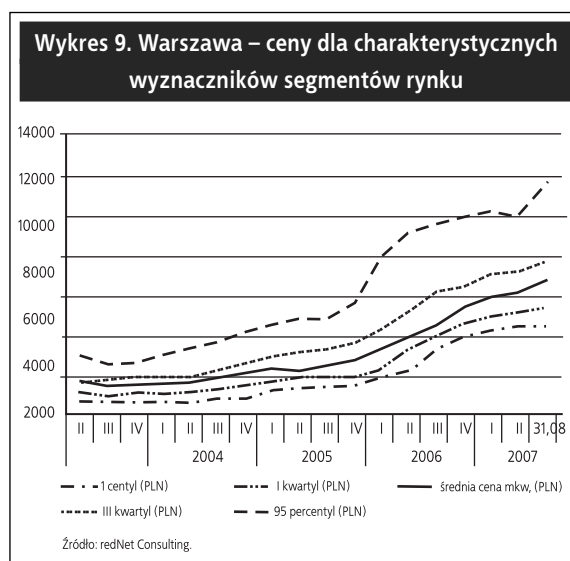
Aby uporządkować i usystematyzować ten temat firma redNet Consulting we współpracy ze światowej klasy specjalistami rynku nieruchomości podjęła się zadania polegającego na stworzeniu definicji apartamentu.

Apartament musi – choć ostatnio zostało to zartarte – być produktem wyjątkowym, luksusowym, a nie powszechnym i przeciętnym. Z tego powodu powinniśmy, według analityków, spełniać następujące kryteria: (a) rozkład mieszkania – kuchnia, salon lub salon połączony z kuchnią, główna sypialnia z prywatnym wejściem do łazienki i garderoby, gabinet/pokój gościnny/druga sypialnia, łazienka ogólna plus łazienka z oddzielnym wejściem do każdej następnej sypialni, pralnia/pomieszczenie gospodarcze, (b) powierzchnia mieszkania – minimalna powierzchnia apartamentu to 87/92 m², w tym: kuchnia – 10 m², salon – 25 m² (w przypadku, gdy kuchnia jest połączona z salonem, min. pow. to 30 m²), sypialnia – 15 m² (plus oddzielna łazienka – 8 m² oraz garderoba – 4 m²), gabinet/pokój gościnny/druga sypialnia – 12 m², łazienka – 6 m², hol – 8 m², pralnia/pomieszczenie gospodarcze – 4 m²; (c) charakterystyka budynku – winda w budynku, garaż podziemny, centralna instalacja klimatyzacyjna, teren osiedla strzeżony, recepcja w budynku lub na osiedlu, ochrona, wysoki standard wykończenia części wspólnych; (d) charakterystyka mieszkania – zabezpieczenie przed hałasem, wysoki standard wykończenia, odpowiednie doświetlenie światłem dziennym, wysokość – co najmniej 3 metry. Warto odnotować, że przykładowy apartament w Malezji ma około 327 m² powierzchni.

Wydaje się, że budowa apartamentów prawdopodobnie stanie się bardzo rozwojowym segmentem naszego rynku, ponieważ apartamentów (zgodnych z definicją) jest w Polsce bardzo niewiele, a więc ich podaż jest ograniczona. Mimo wysokich cen przewidujemy, że inwestycyjny za-

kup apartamentu będzie dobrą lokatą kapitału. Niektóre z powodów to: ograniczona podaż; fakt, że Polska jest krajem szybko rozwijającym się, przyciągającym inwestorów, a więc i dobrze zarabiającą kadrę menedżerską; notujemy ciągłe bogacenie się społeczeństwa (w tym szczególnie trend, w którym głównie bogaci stają się jeszcze bogatsi).

Na podstawie powyższego wykresu można sformułować kilka wniosków dotyczących segmen-



tów rynku mieszkaniowego. Po pierwsze, wzrosty cen zaczęły się właśnie od mieszkań najdroższych (można założyć, że o najwyższej jakości) – chodzi o 95. percentyl (jest to 5% najdroższych mieszkań na rynku). Z drugiej strony widać, że najniższy segment rynku – pierwszy centyl – przez nieco dłuższy czas utrzymywał się na podobnym poziomie a mocniejszy wzrost rozpoczął się dopiero w 2006 r.

4. Podsumowanie

Bardzo atrakcyjnym segmentem są mieszkania popularne, przystępne cenowo. Brak zaspokojonych potrzeb mieszkaniowych jest wystarczającą gwarancją powodzenia takich projektów, nawet w przypadku dużej podaży. Dodatkowo, umacniająca się polska waluta powoduje wzrost korzyści z zaciągania kredytów w walutach obcych, co wraz ze spadającym bezrobociem i rosnącymi wynagrodzeniami powoduje wzrost optymizmu w społeczeństwie i większą skłonność do ponoszenia ryzyka (głównie związanego z optymizmem w obsłudze kredytów).

W przyszłości deweloperzy największe zyski będą realizować w segmencie luksusowych apartamentów spełniających odpowiednio wymagania nabywców.

Będą występować problemy ze sprzedażą drogiej mieszkań o niskiej jakości z tzw. segmentu średniego, niesłusznie zwanych apartamentami. Rynek zweryfikuje jakość tych przewartościowych produktów, a ich ceny spadną.

Trendy cenowe i segmentacja na pierwotnym rynku mieszkaniowym

1. Wstęp

Zaproszenie do wystąpienia na seminarium CASE jest zachętą do usystematyzowania i przelania na papier pewnej porcji spostrzeżeń i przemyśleń, na co zwykle brak czasu w trakcie codziennej pracy konsultanta.

Jednym z ważnych, jeśli nie najważniejszym elementem misji REAS w wymiarze społecznym było i jest działanie na rzecz transparentności rynku mieszkaniowego. W naszym przekonaniu przejrzystość sytuacji poszczególnych podmiotów i możliwie jak najbardziej obiektywny i kompleksowy obraz rynku jest ważną cechą dojrzałego rynku, zaś jego dojrzałość służy wszystkim podmiotom traktującym swoją obecność na rynku w sposób rzetelny i długofalowy.

Jedną z istotnych cech tej transparentności jest jasne określenie ról, w jakich występują na rynku

poszczególne podmioty. Dlatego, przez dziesięć lat działania naszej firmy, z konsekwencją ograniczaliśmy swoją rolę do roli doradcy i konsultanta, wychodząc z założenia, że łączenie wielu ról może uzasadnić wątpliwości co do naszego obiektywizmu.

Przedmiotem mojego dzisiejszego wystąpienia będą tendencje zmian cen nowych mieszkań (czyli, jak zwykliśmy mówić w Polsce – na rynku pierwotnym) w minionych dziesięciu latach, ze szczególnym uwzględnieniem tego, co się wydarzyło po roku 2002. Zanim jednak przejdę do samych cen chciałbym zacząć od sprawy narzędzi służących śledzeniu ich zmian na polskim rynku, a więc indeksów cen i problemu segmentacji rynku. Następnie chciałem przypomnieć i zinterpretować tło zjawiska: zmiany na rynku w okresie 1998–2007 i kluczowe czynniki powodujące te zmiany. Na koniec zaś powiedzieć o tym, co naszym

zdaniem wydarzy się na naszym rynku w najbliższych latach, w tym także o tym, jak kształtować się mogą ceny.

2. Narzędzia służące śledzeniu trendów cenowych na rynku pierwotnym

„Wkrótce możliwy gwałtowny spadek cen mieszkań” (PAP, pb/17.08.2007, godz. 15: 24). „W wakacje ceny nowych mieszkań rosną wolniej”. „W lipcu w niektórych miastach odnotowano nawet spadek cen”. „W wakacje wyraźnie widać, że tempo sprzedaży nowych mieszkań spada. Również wolniej rosną ceny. Zmienia się jedynie średnia wartość metra kwadratowego dla poszczególnych miast”. „Skończył się już okres galopującego wzrostu cen mieszkań. Ceny te osiągnęły tak wysoki pułap, że wiele osób nie stać już na taką inwestycję”. „Gwałtowny spadek cen mieszkań nastąpi w 2008 r. Rok później może dojść do załamania rynku nieruchomości w Polsce. Deweloperzy będą mieli wówczas problem ze sprzedażą swoich projektów”. „Sztucznie nakręcany do tej pory boom mieszkaniowy zaczyna słabnąć”. „Grozi nam fala bankructw deweloperów”.

Tak o zmianach sytuacji na rynku mieszkaniowym, mniej lub bardziej dokładnie cytując specjalistów i „specjalistów” piszą media. Z reguły są to informacje krótkie, uproszczone, pozbawione komentarza i wyjaśnienia, czego dotyczą podawane dane, na jakich badaniach zostały oparte i jaka jest ich dokładność jako narzędzia opisującego rzeczywistość. Warto czasem zastanowić się, z jakich narzędzi najczęściej korzystamy i jakim ograniczeniom one podlegają.

2.1. Indeksy cen średnich

Podstawowym narzędziem służącym śledzeniu zmian cen są indeksy średnich cen dla określonych rynków. Indeksy wylicza i publikuje wiele podmiotów, głównie firmy doradcze, takie jak REAS, czy pośrednicy, jak Knight Frank, Tabelaofert.pl czy od niedawna CBRE. Indeks cen wylicza i publikuje także GUS. Niezależnie od indeksów dotyczących rynku pierwotnego, publikowane są także indeksy oparte na cenach ofertowych mieszkań na rynku wtórnym (np. www.szybko.pl).

Poza szczególnym przypadkiem, jakim są indeksy publikowane przez GUS, pozostałe oparte są o ceny ofertowe lub mieszkankę cen ofertowych i transakcyjnych. Oczywiście, indeksy oparte są o ceny nominalne, dla nowych mieszkań z zasady stanowiące cenę brutto (z podatkiem VAT) jednego metra kwadratowego powierzchni użytkowej w standardzie takim, w jakim mieszkanie oferuje deweloper. Jeśli deweloper oferuje mieszkanie wykończone lub nie, do wyliczenia indeksu powinno się stosować cenę mieszkania bez wykończenia. Dlaczego w przypadku rynku pierwotnego nie analizuje się wyłącznie cen transakcyjnych z aktów notarialnych? Powód jest banalny: taki indeks byłby zupełnie oderwany od aktualnej sytuacji na rynku. Mieszkania w większości są sprzedawane w początkowym okresie realizacji inwestycji, zaś podpisywanie aktów notarialnych ma miejsce kilka miesięcy po jej ukończeniu. Potem mija jeszcze wiele miesięcy zanim dane z aktów znajdą się w księgach wieczystych.

Indeksy średnich cen na rynku pierwotnym nie są jednak i nie powinny być utożsamiane ze zmianami wartości nieruchomości. Ba, czasem nie są one

nawet prawidłową ilustracją rzeczywistych zmian cen mieszkań na rynku pierwotnym!

Dla indeksu opartego na koszyku obejmującym wszystkie, lub prawie wszystkie mieszkania dostępne na rynku istotny jest skład koszyka, który jest zmienny w czasie. Zmiany na rynku w 2003 r. spowodowały, że relatywna wielkość segmentu apartamentów wzrosła – to w tym segmencie koniunktura poprawiła się najwcześniej, powodując pewne przyspieszenie wzrostu indeksu. Natomiast zwykle, kiedy bardzo rośnie podaż, rośnie także liczba budowanych tańszych mieszkań, zmieniając proporcje mieszkań w ramach pakietu inwestycji.

Indeksy oparte o wszystkie realizowane inwestycje należą jednak do rzadkości. Większość indeksów jest oparta o zawężony koszyk inwestycji lub mieszkań, a co za tym idzie – zwykle niereprezentatywny dla całej puli realizowanych mieszkań. Wówczas skala błędu zależy od tego, na ile koszyk jest reprezentatywny. Problem polega na tym, że aby móc dobrać reprezentatywny koszyk, trzeba by najpierw sprawdzić charakterystykę całej puli analizowanych mieszkań. W odróżnieniu od np. populacji mieszkańców polskich miast czy ogółem mieszkańców Polski, która zmienia się relatywnie wolno, zbiór mieszkań realizowanych w danym czasie, czy tych oferowanych do sprzedaży, zmienia się bardzo szybko i w sposób właściwie nieprzewidywalny.

Wspomniałem, że indeks oparty jest na średniej cenie mieszkań w tzw. standardzie deweloperskim. Jednak w różnych miastach i w różnych inwestycjach zdarza się, że deweloper oferuje mieszkanie

o bardziej zaawansowanym stopniu wykończenia. Różnica między ceną za wykończone mieszkanie a mieszkanie bez wykończenia może sięgać kilkunastu procent. Im większa pula takich mieszkań w koszyku analizowanych lokali, tym bardziej „zawyżony” może okazać się indeks.

W najbliższym czasie można spodziewać się wzrostu liczby lokali w wieżowcach mieszkalnych w centrum Warszawy. Ponieważ trudno sobie wyobrazić, aby deweloper dopuścił do samodzielnie wykańczania lokali po oddaniu takiego budynku do użytku, zaś ceny takich mieszkań z zasady są wyjątkowo wysokie, indeks średnich cen w Śródmieściu może znacznie wzrosnąć nie tylko dlatego, że podrożały „porównywalne” mieszkania, ale także wskutek wzrostu procentowego udziału lokali w pełni wykończonych, dodajmy, wykończonych w dość wysokim standardzie. Indeks cen pójdzie w górę, ale wartość dotychczas budowanych mieszkań, czyli wartość zabezpieczenia – niekoniecznie.

Wreszcie – istotne dla oceny jest to, czy mierzymy indeks cen mieszkań aktualnie oferowanych do sprzedaży, czy też – wprowadzonych na rynek w danym okresie, zarówno tych, które zostały w nim sprzedane, jak i tych, które na koniec okresu pozostały na rynku, czy też może – indeks stanowiący średnią cenę mieszkań sprzedanych w danych okresie, z pominięciem tych, które nabywców nie znalazły. Wydaje się słuszne, aby za aktualną cenę uznać raczej drugi lub trzeci z wyżej wymienionych indeksów, jako lepiej odzwierciedlający ceny, podczas gdy większość podmiotów najczęściej ukazuje ceny ofertowe na dany moment.

W początkowym okresie rozwoju rynku większość mieszkańców realizowały spółdzielnie mieszkaniowe, które z zasady posługiwały się jedną ceną metra kwadratowego dla całej inwestycji. Początkowo, także deweloperzy stosowali podobną zasadę, jednak stopniowo pojawiło się zjawisko różnicowania cen poszczególnych lokali w zależności od kondygnacji, strony świata lub widoku, a także – wielkości lokalu. Z czasem zaczęła upowszechniać się praktyka stosowania indywidualnie opracowywanych cenników mieszkań, opartych na dość wyrafinowanych współczynnikach. Takie cenniki dla kilku renomowanych firm mieliśmy wielokrotnie okazję sporządzać.

Problemem z punktu widzenia obliczania wskaźnika ceny średniej staje się wówczas to, w jaki sposób uwzględniać ceny lokali najdroższych, zwykle nielicznych, ale ze względu na bardzo wysoką cenę mających wpływ na średnią cenę dla inwestycji.

Wreszcie – dla jasności warto podać, czy w cenie metra uwzględniono ceny elementów doliczanych zwykle indywidualnie do ceny samego lokalu: ceny balkonów, tarasów, ogrodów zimowych, komórek lokatorskich. W niektórych inwestycjach w cenie mieszkania *de facto* mieści się nawet cena miejsca postojowego w parkingu podziemnym.

2.2. Czynniki powodujące zmienność indeksów w czasie

Niezależnie od zmian zakresu indeksów opisujących ten sam rynek lokalny w tym samym momencie lub okresie, istnieje także wachlarz czynników powodujących zmienność indeksów w czasie.

Im mniejszy obszar, tym bardziej ryzykowne staje się porównywanie indeksów w krótkich odstępach czasowych. Przykładowo, porównywanie cen ofertowych w ramach jednej dzielnicy Warszawy w okresach miesięcznych może dawać bardzo silne wahania indeksów. Dość typowa jest sytuacja, w której po wprowadzeniu po dłuższej przerwie na rynek nowej inwestycji indeks cen spada. Jest to spowodowane tym, że zwykle w ofercie (z powodu braku nowych inwestycji) utrzymują się mieszkania najdroższe, dające relatywnie wysoką średnią. W nowej inwestycji, zwłaszcza jeśli ma mniej atrakcyjną lokalizację, średnia może być zdecydowanie niższa. Pół biedy, jeśli taka informacja zostaje skomentowana przez wytrawnego analityka, gorzej, jeśli trafia ona do prasy wraz z sensacyjnym komentarzem typu: w maju mieszkania na Żoliborzu potaniały o 30%!

Taki sam mechanizm może oczywiście dotyczyć także miast o szczupłym rynku mieszkaniowym; taka sytuacja miała miejsce w 2006 r. w Łodzi.

Na sytuację na rynku, a zatem i na ceny może mieć istotny wpływ polityka podatkowa dotycząca mieszkań. W przypadku polskiego rynku najistotniejsze były następujące regulacje dotyczące ulg podatkowych: zmiana odpisu od dochodu przed opodatkowaniem na odpis od podatku, likwidacja ulgi na budowę mieszkań na wynajem z końcem 2000 r., likwidacja tzw. dużej ulgi z końcem 2001 r. połączona w czasie z podwyżką podatku VAT naliczanego przy sprzedaży mieszkań z 0 do 7%. Brak jednoznacznej sytuacji w odniesieniu do kwestii podwyżki podatku VAT z 7 do 22% z początkiem 2008 r. także odegrał swoją destabilizującą rolę.

Na indeksy cen może mieć także wpływ to, co dzieje się z kursem walut, jeśli indeks przedstawiany jest w walucie obcej, albo – jeśli znacząca część cen jest określana na rynku w innej walucie niż sam indeks: np. indeks ukazuje ceny w euro, gdy większość cen jest w złotych. Dla polskiego rynku dziś nie ma to większego znaczenia, ale ma znaczenie dla cen historycznych, zwłaszcza tych sprzed 2000 r., kiedy duża część mieszkań wyceniana była w dolarach. Problemem historycznym było także zjawisko indeksacji ceny: cena początkowa była waloryzowana, zatem z założenia była niższa niż cena końcowa. Zjawisko to było powszechne w spółdzielczości mieszkaniowej.

Innym czynnikiem, który istotnie wpływa na zmienność indeksów w czasie jest jakość budowanych mieszkań. Jakość ta w ciągu ostatnich 10 lat zmieniła się w sposób bardzo istotny, tak w segmencie mieszkań najtańszych jak i w segmencie najdroższych apartamentów. Wystarczy porównać standard np. pierwszych projektów firmy JW. Construction takich jak korytarzowce z Ząbek kryte pseudomansardowymi dachami, z balkonami osłoniętymi drewnianymi sztachetkami ze standardem obecnie budowanych mieszkań o najniższych cenach na rynku. Standard oddawanej pod koniec lat 90. inwestycji „Przy Królikarni”, plasującej się wówczas zdecydowanie w segmencie apartamentów, dziś pozwoliłby na jej zakwalifikowanie do segmentu mieszkań o podwyższonym standardzie.

Wciąż bardzo rzadkie są takie inwestycje, jak „Morskie Oko” czy „Opera”, które można by zakwalifikować do segmentu luksusowych apartamentów, ale plany inwestorów wskazują na to, że w najbliższym czasie pojawi się ich zdecydowanie więcej.

Wreszcie, dla indeksu ceny metra kwadratowego w takich miastach jak Łódź czy Żyrardów zasadnicze znaczenie miało pojawienie się na rynku zupełnie nowego produktu: loftów realizowanych przez deweloperów w wielkich budynkach dawnych fabryk.

Do tego zestawu czynników należałoby jeszcze dorzucić spotykane od czasu do czasu problemy, które wyrażają pytania: czy cena dla miasta ma uwzględniać projekty z obszaru metropolitalnego spoza jego granic, czy też powinny to być dwa różne indeksy? Czy można bez zastanowienia wrzucać do koszyka inwestycji domy jednorodzinne i porównywać je z mieszkaniami?

Rozstrzygnięcia wymaga również następująca kwestia: czy rozpoczęcie przez dewelopera procesu rezerwacji, wiążącego się z podawaniem ceny, powinno automatycznie powodować zaliczenie oferowanych przez niego mieszkań do koszyka stanowiącego podstawę naliczania indeksu.

Ale prawdziwy problem z wyliczaniem indeksów zaczyna się, gdy informacje oficjalnie podawane przez dewelopera są sprzeczne z uzyskiwanymi poufnie. Dla przykładu, w jednym z miast, w którym skala rynku to około 2 tysięcy mieszkań rocznie, deweloper wprowadza inwestycję z trzystoma mieszkaniami i ceną o 30% wyższą od najwyższej ceny dotychczas spotykanej na lokalnym rynku. W momencie pojawienia się jej na rynku, ceny właśnie tej inwestycji całkowicie dominują, ponieważ średnio w ofercie w tym mieście jest właśnie trzysta-czteryście mieszkań. Indeks cen skacze gwałtownie w górę, ale po paru tygodniach docierają do nas nieoficjalne informacje, że klient za-

wiera transakcje z 20-30% upustem, czyli za ceny dotychczas spotykane na lokalnym rynku... Jak powinno się w takim przypadku wyliczyć indeks?

2.3. Wskaźniki cen wyliczane przez GUS

Jedną z przyczyn popularności danych podawanych przez REAS, czy serwis „Tabelaofert.pl” jest nieprzydatność dla celów rynkowych monitoringu cen mieszkań prowadzonego przez najważniejszą, największą i finansowaną ze środków publicznych instytucję badawczą w kraju. Indeksy cenowe podawane przez GUS są istotnie odległe od rzeczywistego obrazu cen. Zgodnie z art. 9 ust. 9 ustawy z 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego (Dz. U. nr 71, poz. 733), wojewoda ogłasza co 6 miesięcy w Dzienniku Urzędowym Województwa, w drodze obwieszczenia, wysokość wskaźnika przeliczeniowego kosztu odtworzenia 1 m² powierzchni użytkowej budynków mieszkalnych dla poszczególnych powiatów znajdujących się na obszarze danego województwa, uwzględniając w szczególności przeciętny koszt budowy 1 m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego, ustalony na podstawie aktualnych danych urzędu statystycznego oraz własnych analiz.

Dane o kosztach podawane przez wojewódzkie urzędy statystyczne są ogłaszane na podstawie dość przypadkowego zbioru informacji. System zbierania informacji nie gwarantuje reprezentatywności danych i zawiera wewnętrzne sprzeczności.

W zrealizowanym przez REAS kilka lat temu badaniu stwierdzono m. in., że:

1. Wskaźnik był obliczany na podstawie ilorazu nakładów wykazanych w formularzu B-09 i powierzchni użytkowej mieszkań. W przypadku gdy w budynku znajdują się oprócz mieszkań także lokale użytkowe i garaże, nakłady ponoszone na te powierzchnie nie były odejmowane od łącznych nakładów.
2. Formularz B-09 był wypełniany i przesyłany do właściwych urzędów statystycznych jedynie przez część inwestorów. Grupa ta stanowiła mniejszość. Rodzi to wątpliwości, czy pojedyncze, wyjątkowo kosztowne inwestycje nie zawyżają średniej i na odwrót, czy nie zaniżają jej wyjątkowo tanie inwestycje.
3. Wskaźnik obliczany był przy założeniu, że nakłady są nakładami całkowitymi. Z reguły nie obejmują jednak one kosztów ostatecznego wykończenia lokali mieszkalnych (podłóg, okładzin, białego montażu). W urzędzie wojewódzkim powinno było nastąpić skorygowanie wskaźnika – nie nastąpiło to jednak we wszystkich przypadkach. W innych – korekta z tego tytułu wydawała się zbyt wysoka.
4. W przypadku inwestycji realizowanych przez deweloperów – spółki budujące mieszkania na sprzedaż w celu otrzymania zysku – nakłady były podawane bez podatku VAT, podczas gdy w przypadku budowy mieszkań przez spółdzielnie i TBS-y podatek VAT był traktowany jako integralna część kosztów. W konsekwencji, gdy w powiecie formularze zostaną wypełnione

przez większość deweloperów – nakłady zostały zaniżone.

5. Wskaźnik w niewielkim stopniu uwzględniał czynnik czasu. Budowa budynku wielorodzinnego trwa z reguły kilkanaście miesięcy. Część nakładów (zakup ziemi, dokumentacja) jest z reguły ponoszona na kilka miesięcy przed rozpoczęciem budowy. W przypadku nabycia terenu przez spółdzielnię przed kilkoma laty do nakładów zaliczano nominalną kwotę.

6. W przypadku tych powiatów, w których ruch budowlany był niewielki, system przekazywania informacji całkowicie zawodził. Wynikało to z przepisów o tajemnicy statystycznej: jeśli w powiecie w danym okresie oddano mniej niż trzy inwestycje, urząd statystyczny nie powinien takich informacji ujawniać. Jakkolwiek wydaje się, że nie zawsze urząd stosuje się do tej zasady, to znaczna część terytorium kraju nie jest objęta analizami urzędów statystycznych.

Według informacji posiadanych przez autora, Ministerstwo Budownictwa miało w planie działania mające na celu poprawę tej sytuacji, ale dotychczasowe publikacje zdecydowanie nie potwierdzają, aby takie zmiany miały miejsce.

Powyższe uwagi nie mają oczywiście na celu relatywizowania znaczenia indeksów cen opartych o ceny ofertowe. Mimo wszelkich niedoskonałości, są one praktycznie jedynym dostępnym narzędziem śledzenia na bieżąco tego, co się dzieje z cenami na rynku pierwotnym. Podkreślimy raz jeszcze – indeksami tworzonymi z dobrą wolą działania na rzecz transparentności rynku przez

prywatne podmioty, bez żadnego zaangażowania środków publicznych, w sytuacji, w której państwowe statystyki mają skandalicznie niską jakość. Wyjaśnienia te wskazują jednak na to, że – podobnie jak ma to miejsce np. na rynku brytyjskim – indeksy te mogą się od siebie różnić w zależności nie tylko od momentu dokonywania badania, ale także jego metody i nie ma w tym nic dziwnego. Po wtóre, warto by podmioty publikujące indeksy dbały o wyjaśnienie procesu ich powstawania, zaś media – były bardziej świadome w ich nagłaśnianiu, unikając nadmiernych uproszczeń i opatrując komentarzem.

Wreszcie, z czasem ciekawe byłoby porównanie tych indeksów z parametrami opartymi o dane z aktów notarialnych. Wprowadzeniu takiego rozwiązania być może sprzyjałoby obligatoryjne zawieranie przedwstępnych umów w formie aktów notarialnych pod warunkiem płynnego procesu zbierania danych z tych umów w sposób umożliwiający tworzenie indeksów cen.

2.4. Segmentacja jako dodatkowe narzędzie służące opisowi rynku

Firma REAS od 1998 r. systematycznie śledzi zjawiska zachodzące na warszawskim rynku, a od 2000 r. także w Krakowie, Trójmieście, Poznaniu i Wrocławiu. Efektem pracy analityczno-badawczej konsultantów są publikowane zwykle raz do roku obszernie raporty o sytuacji na rynkach. Już w pierwszym z nich, z października 1998 r., opracowanym na zlecenie jednej z czołowych niemieckich firm deweloperskich, dostrzeżone zostało wyraźne zróżnicowanie oferowanych wówczas na rynku lokali mieszkal-

nych pod względem standardu mieszkań, budynku i jakości lokalizacji. Spojrzenie na rozkład cen realizowanych mieszkań w wyraźny sposób ukazało dwie grupy lokali. W konsekwencji w raporcie zaproponowany został podział na dwa segmenty: mieszkania popularne i apartamenty.

Kolejne badania ukazywały nie tylko zjawisko wzrostu cen, ale także zmiany w ich rozkładzie. Widoczna w końcu lat 90. luka została wypełniona przez nowy segment, nazwany przez konsultantów REAS mieszkaniem o podwyższonym standardzie. Konsekwencją podziału na segmenty było także analizowanie podaży i cen dla poszczególnych segmentów.



Dziś stosowany przez nas podział obejmuje dwa główne segmenty: mieszkania i apartamenty, przy czym każdy z nich dzielimy na dwa podsegmenty: mieszkania popularne (low-end) i mieszkania o podwyższonym standardzie (lower-middle) oraz apartamenty (upper-middle) i wyjątkowe inwestycje – apartamenty luksusowe (top-end). Ten

ostatni segment jest nadal bardzo nielicznie reprezentowany.

Dla domów jednorodzinnych analogicznie wyróżniamy dwa podstawowe segmenty: domy i rezydencje, przy czym tańszy podsegment domów określamy jako domy dostępne, zaś najdroższe i z reguły w nielicznych przypadkach realizowane przez deweloperów rezydencje – jako segment rezydencji luksusowych.

Po dokonaniu segmentacji na podstawie określonych uprzednio kryteriów, możliwe staje się wyliczenie indeksów cen dla poszczególnych segmentów. W zależności od sytuacji na rynku, tendencje zmian cen wcale nie muszą być podobne we wszystkich segmentach. Dla przykładu, napływ inwestorów zagranicznych w okresie 2005-2006, przy relatywnie ograniczonej podaży, spowodował na warszawskim rynku najszybszy wzrost w segmencie apartamentów. W tym samym czasie ceny produktów adresowanych do lokalnych nabywców rosły w nieco wolniejszym tempie, co widać na wykresie 1.

3. Tło zjawiska – zmiany na rynku w latach 1998-2007 i kluczowe czynniki powodujące te zmiany

Podstawową przyczyną wzrostu cen, jaki miał miejsce w latach 2004-2007 na rynku pierwotnym jest ogromna dysproporcja między popytem a podażą w miastach o najszybszym tempie rozwoju gospodarczego i najlepszej sytuacji na rynku pracy. Ma to także związek z geografiami popytu inwestycyjnego, koncentrującego się w du-

zych miastach i na rynku apartamentów wakacyjnych.

Przyczyny tego stanu rzeczy były jednak dość złożone. Można mówić o sekwencji zdarzeń i wystąpieniu wielu zjawisk, które w sumie doprowadziły do takiej sytuacji, w której przy kilkuprocentowej inflacji ceny nowych mieszkań rosły nawet powyżej 50% w skali roku.

Skąd pojawia się przewaga popytu na nowe mieszkania nad podażą?

Popyt na nowe mieszkania można podzielić na dwa podstawowe rodzaje: (a) nabywców kupujących na swoje własne potrzeby, tej grupy właściwie jeszcze nie nazwano w literaturze przedmiotu żadną zgrabną etykietą, można by nazwać go użytkowym popytem mieszkaniowym oraz (b) nabywców kupujących mieszkania nie po to, aby w nich mieszkać, ale odsprzedać je kolejnemu nabywcy zanim ktokolwiek w nim zamieszka (popyt spekulacyjny) lub też – pozostając właścicielem mieszkania, wynająć je i czerpać przez jakiś czas korzyści z najmu (popyt inwestycyjny).

3.1. Import popytu

Jakkolwiek oba rodzaje popytu funkcjonowały na rynkach mieszkaniowych w Polsce od dawna, to jednak ostatnie kilkanaście lat przyniosły pewne nowe zjawiska. Po kryzysie dot-comów inwestowanie w nieruchomości mieszkaniowe stało się w Wielkiej Brytanii, zwłaszcza w Londynie, jednym z kilku podstawowych rodzajów inwestycji. Doradcy inwestycyjni zaczęli zalecać swoim klientom, aby około 25-30% posiadanych środ-

ków inwestowali właśnie w nieruchomości mieszkaniowe, w ogromnej większości położone w regionie londyńskim. Napływ kapitału wobec ograniczeń w podaży spowodowanych głównie ograniczeniami natury administracyjnej spowodował długotrwałą wzrost cen. Kilka lat temu doszło do tego, że miesięczna płaca przeciętnie zarabiającego posiadacza typowego londyńskiego domku była, w przybliżeniu, równoważącą miesięcznego wzrostu wartości jego domu.

To sprzyjało wchodzeniu w ten sektor kolejnych graczy: inwestorów indywidualnych, funduszy i firm. Tanie kredyty nakręcały koniunkturę, a ceny rosły nadal.

Jednak dwa, trzy lata temu analitycy rynku nieruchomości corza częściej i głośniej zaczęli pytać o bańkę cenową. W rezultacie doradcy finansowi w londyńskim City zmienili rekomendacje: zaczęto zalecać, aby co najmniej połowa środków zainwestowanych w nieruchomości mieszkaniowe była ulokowana poza Wyspami Brytyjskimi. Stąd rewelacyjne wyniki ostatnich lat na rynku w Hiszpanii, ale także cudowna eksplozja rynku apartamentów w Dubaju.

Od 2004 r. w kręgu zainteresowania znalazły się także kraje Europy Centralnej – nowi członkowie Unii. Na nasz rynek zaczął napływać kapitał w wielkościach dotychczas niespotykanych. W 2006 r. podsumowaliśmy pobieżnie środki, jakie planowały zainwestować w polski sektor mieszkaniowy znane nam fundusze nieruchomościowe. Po uwzględnieniu możliwości wykorzystania dźwigni finansowej, uzyskaliśmy liczbę porównywalną z roczną wartością całego rynku nowych

mieszkań w Warszawie. Nawet jeśli uwzględnić, że nie wszystkie te instytucje zamierzają kupować mieszkania tylko w Warszawie (bo część inwestuje także w innych miastach) a także to, że plany zakupów rozkładały się zwykle na 2-3 lata, to skala kapitału w porównaniu z wielkością rynku jest ogromna. A przecież REAS ma kontakt jedynie z częścią graczy pojawiających się na tym rynku.

Zjawisko importu popytu niekoniecznie musi mieć charakter transgraniczny. Ma ono także znaczenie dla rynków lokalnych w Polsce, zwłaszcza w przypadku miast uzdrowiskowych. W takich miastach jak np. Świnoujście, Kołobrzeg czy Sopot większość nabywców pochodzi z innych miast, głównie z kilku największych polskich metropolii. Zauważalny jest także napływ nabywców z Niemiec.

3.2. Popyt lokalny

Równoległe do skokowego wzrostu zjawiska „importu” popytu mieszkaniowego wyraźnie wzrósł popyt lokalny. Dotyczy to zarówno popytu o charakterze użytkowym, wynikającym głównie z połączenia czynników demograficznych i trendów socjologicznych z pozytywnymi zjawiskami gospodarczymi, jak i tego inwestycyjno-spekulacyjnego. Najważniejszym zjawiskiem dla lokalnego, polskiego popytu stała się niewątpliwie spektakularna poprawa dostępności kredytów hipotecznych, związana z szybkim spadkiem inflacji w latach 2000-2003. Zjawisko to nie wymaga żadnych dodatkowych komentarzy w gronie bankowców.

Niestety, mimo osiągnięcia znacznego poziomu rozwoju oraz skali finansowania sektor bankowy nie jest najprawdopodobniej w stanie zebrać

(a z całą pewnością opublikować) danych o wysokości kredytów udzielanych w podziale na rynek pierwotny, rynek wtórny, refinansowanie czy poszczególne regiony kraju. Mimo wszelkich niedoskonałości indeksów cenowych wyliczanych i publikowanych przez prywatne podmioty analizujące rynek, porównanie stopnia przejrzystości rynku mieszkań i rynku kredytów wypada na korzyść tego pierwszego.

Dostępne dane wskazują na dość ostrą walkę konkurencyjną między bankami. Zaowocowała ona szerszym udzielaniem kredytów w wysokości 100% wartości nieruchomości, a także wprowadzeniem kredytów przekraczających 100% wartości nieruchomości. Banki zliberalizowały także wymogi dotyczące wysokości wymagalnego minimalnego dochodu, którego osiągnięcie umożliwia pozytywną decyzję o zaciągnięciu kredytu.

Pewne znaczenie dla skali popytu mogło mieć także zjawisko dość liberalnego podejścia do udzielania kilku kredytów tej samej osobie. Jakkolwiek nie są znane żadne wyniki badań, wydaje się, że aktywność i skuteczność pośredników kredytowych, ułatwiających równoległe zaciągnięcie kilku kredytów w kilku różnych bankach przy zatajeniu informacji o zadłużeniu, mogło mieć także dodatkowy wpływ na skalę lokalnego popytu inwestycyjnego.

Wzrost popytu był możliwy dzięki kredytom, ale nie nastąpiłby, gdyby nie sytuacja demograficzna w kraju. Począwszy od końca lat 90. na rynek pracy, a następnie na rynki mieszkaniowe zaczęły wkraczać kolejne roczniki z pokolenia drugiego wyżu demograficznego, czyli dzieci urodzone

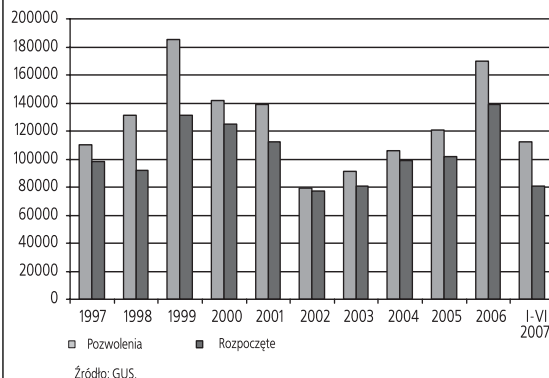
między rokiem 1977 a 1986. Ci młodzi ludzie, zwłaszcza ci kończący wyższe uczelnie w dużych miastach, poszukiwali przede wszystkim małych mieszkań, których łącznie w kraju spółdzielnie i deweloperzy budowali około dwudziestu-trzydziestu tysięcy rocznie. Dysproporcja między popytem a podażą stała się dramatyczna. Ceny musiały wzrosnąć i zaczęły rosnać już na przełomie lat 2003 i 2004, kiedy popyt inwestycyjny i spekulacyjny dopiero zaczynał się tworzyć. To nie napływ kapitału z zewnątrz zdestabilizował rynek, zdestabilizowaliśmy go sobie sami co przyciągnęło kapitał spekulacyjny.

3.3. Sytuacja po stronie podaży

Destabilizacja rynku była wynikiem wyraźnego wyhamowania podaży. Liczby mieszkań rozpoczętych w skali kraju w latach 2002-2003 ukazują dramatyczne załamanie: z ponad 130 tys. w 1999 r. do mniej niż 77 tys. w 2002 r.. W 2003 r. łączna liczba rozpoczętych mieszkań przekroczyła wprawdzie nieco 82 tys., ale w kategorii mieszkań budowanych na sprzedaż (w uproszczeniu – suma mieszkań budowanych przez deweloperów i spółdzielnie mieszkaniowe) nastąpił kolejny spadek. W 2003 r. w całym kraju rozpoczęto budowę nieco ponad 20 tys. mieszkań na sprzedaż. Dla porównania, dziś tyle mieszkań rocznie deweloperzy i spółdzielnie zaczynają budować w samej aglomeracji warszawskiej, a w 2006 r. w całym kraju deweloperzy i spółdzielnie – ponad 60 tys.

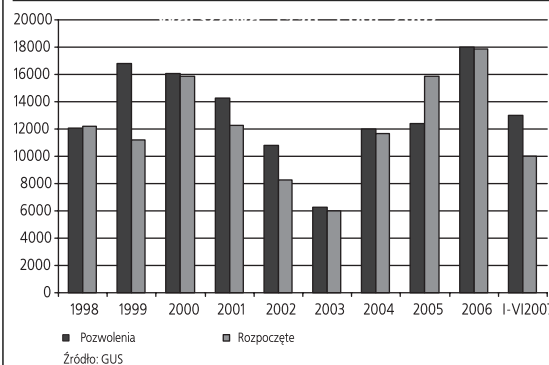
Na największym rynku nowych mieszkań w kraju, czyli rynku warszawskim tendencja była analogiczna, choć spadek był jeszcze bardziej spektakularny. W 2000 r. rozpoczęto w mieście budo-

Wykres 1. Mieszkania oddane do użytku, liczba mieszkań, na które wydano pozwolenia na budowę i których budowę rozpoczęto, Polska, 1997- I połowa 2007



wę ponad 16 tys. nowych mieszkań i domów (z czego deweloperzy i spółdzielnie ok. 14 tys.). Natomiast w 2003 r. liczba rozpoczętych mieszkań i domów wyniosła ogółem nieco ponad 6 tys., z czego do sprzedaży wprowadzono nieco ponad 5 tys.

Wykres 2. Liczba mieszkań, na które wydano pozwolenia na budowę i których budowę rozpoczęto



Biorąc pod uwagę fakt, że przy oprocentowaniu kredytów na poziomie ponad 20% w tym samym mieście sprzedawano dwa-trzy lata wcześniej

około 12-14 tys. mieszkań, zaś w połowie 2003 r. można już było zaciągnąć kredyt na ok. 8% w złotych i jeszcze mniej we frankach, trudno byłoby znaleźć mniej fortunny moment dla tak dramatycznego obniżenia poziomu podaży.

Jakie były przyczyny takiego spadku podaży? Czynnikiem było co najmniej kilka:

1. Niedojrzałość rynku – szybki spadek rentowności inwestycji skłonił część inwestorów do wycofania się z branży po 2002 r.
2. Załamanie budownictwa spółdzielczego, które dotychczas realizowało w skali kraju większość mieszkań o statusie własnościowym w budownictwie wielorodzinnym.
3. Nierozsądna polityka fiskalna państwa, pogłębiająca skalę zjawisk kryzysowych (skokowa likwidacja ulg i podwyżka podatku VAT najpierw sztucznie pobudziła popyt, potem – dodatkowo go ostudziła).

Jedną z konsekwencji spadku podaży w latach 2002-2003 było skurczenie się potencjału wykonawczego i produkcyjnego. To zjawisko w połączeniu z masowymi wyjazdami pracowników do krajów starej Unii stało się jedną z barier uniemożliwiających szybki wzrost podaży w latach 2006-2007 roku i wzrostu cen wykonawstwa.

Na początku 2004 r. stało się jednak jasne dla wszystkich, że okres dekonunktury się skończył i że można bezpiecznie zwiększyć podaż. W normalnych warunkach w 2005 r. podaż powinna była bardzo wyraźnie wzrosnąć, zmniejszając dyspro-

porcje między popytem i podażą i owocując wyhamowaniem wzrostu cen w 2006 r. Problem polega jednak na tym, że branża deweloperska w Polsce jest bardzo młodą dziedziną gospodarki. Zgodnie z badaniami REAS, 43% inwestorów realizujących inwestycje w Warszawie w latach 2001-2007 miało na koncie tylko jedną zrealizowaną inwestycję. Było i jest niemożliwe, aby ogromna większość podmiotów obecnych na rynku zdołała zgromadzić portfel gruntów i przygotować inwestycje. Było to niemożliwe także ze względu na charakterystyczną dla większości firm deweloperskich małą zasobność kapitałową. Jednocześnie instytucje finansowe, zwłaszcza banki, które z zasady niechętnie udzielały kredytów na zakup terenów, a w okresie 2002-2003 praktycznie wstrzymały udzielanie takich kredytów, ograniczyły udzielanie deweloperom kredytów budowlanych.

Jednak za główną przyczynę zahamowania podaży w 2005 r. należy uznać niefortunne działania regulacyjne, zwłaszcza dotyczące planowania przestrzennego (unieważnienie planów ogólnych, wprowadzenie procedury wydawania decyzji o warunkach zabudowy na zasadzie dobrego sąsiedztwa). Istotne znaczenie miała też mała efektywność większości samorządów w tworzeniu nowych planów miejscowych spowodowana niewydolnością aparatu biurokratycznego, niezdolnego do sprawnego przeanalizowania rosnącej liczby wniosków. Negatywną rolę odegrało też poszerzenie zakresu wymaganej dokumentacji i upowszechnienie się oprostowywania decyzji administracyjnych, zarówno w fazie decyzji o warunkach zabudowy, jak i pozwoleń na budowę. Nic więc dziwnego, że nawet sami deweloperzy nie byli w stanie trafnie ocenić terminów rozpoczęcia

inwestycji. W konsekwencji, liczba wprowadzanych na rynek mieszkań okazała się wyraźnie niższa od zapowiadanej.

Jednak wydaje się, że główna wina spoczywa po stronie ustawodawcy. Nie przewidziano, że Warszawa dla uzyskania rozsądnego stopnia pokrycia planami wymagać będzie ok. 100-150 planów miejscowych. Obliczenie ile lat może zająć ich opracowanie i uchwalenie zgodnie z demokratycznymi procedurami, wykazało, jak się wydaje, poza możliwości intelektualne przeciętnego polskiego parlamentarzysty.



Do utrudnień spowodowanych problemami z planami należałoby dołożyć rozrastanie się listy dokumentacji i uzgodnień koniecznych w fazie ubiegania się o pozwolenie na budowę i upowszechnienie się procedury blokowania inwestycji przez sąsiadów z mniej lub bardziej uzasadnionych powodów. Jedno nie pozostawało bez związku z drugim: brak planów miejscowych i procedura dobrego sąsiedztwa „wepchnęła” deweloperów na tereny położone wewnątrz miast,

a to oznaczało większy zakres konfliktogennych problemów (zacienianie, przesłanianie, przeciążanie infrastruktury, ulic, itp.).

Dodatkową rolę w kształtowaniu relacji popytu i podaży, a także cen w okresie 2004–2006 odegrała pakietowa sprzedaż mieszkań nabywcom zagranicznym. Sprzedaż ta z zasady miała miejsce przed wprowadzeniem inwestycji do sprzedaży odbiorcom indywidualnym, zatem *de facto* uszczuplała pulę mieszkań dostępnych dla „krajowców bezdewizowych”. W dodatku mechanizm ustalania cen w tych pakietach bywał, dyplomatycznie mówiąc, nie do końca uczciwy. Dla przykładu, dla pewnej inwestycji położonej na peryferiach Służewca Przemysłowego, z widokiem na dość zaniedbane tereny poprzemysłowe, memorandum inwestycyjne na stronie pewnego brytyjskiego pośrednika zawierało wycenę, w której porównano cenę oferowanych bez wykończenia mieszkań z ceną w pełni wykończonych lokali w najlepszych lokalizacjach Górnego Mokotowa, uzasadniając to prestiżem i wyjątkowością lokalizacji. Nic dziwnego, że cena dla brytyjskiego czy irlandzkiego nabywcy była w ten sposób określona na bardzo wysokim poziomie, zaś deweloper mógł nabrać przekonania, że jego mieszkania są rzeczywiście warte tyle samo co apartamenty nad skarpą warszawską z widokiem na park.

Rynek mógł w tej sytuacji zareagować tylko w jeden sposób: wzrostem cen, zwłaszcza że do elementów pobudzających popyt w sposób wyliczalny, takich jak spadek stóp procentowych, doszły czynniki psychologiczne: zdecydowana zgodność ekspertów i mediów co do nieuchronności przyszłego trendu wzrostowego.

4. Podsumowanie i spojrzenie w przyszłość

Pierwsza refleksja: wzrost cen w okresie 2004-2007 w największych polskich miastach był w dużym stopniu nieunikniony i był konsekwencją wydarzeń w polskiej gospodarce, polityce, demografii jak i globalizacji w odniesieniu do rynków mieszkaniowych. Ceny zaczęły rosnąć zanim napłynęła fala kapitału spekulacyjnego. Jednak brak podaży i ogólnoswiatowa gorączka inwestycyjna sprawiły, że kapitał zaczął napływać szerokim strumieniem, sprzyjając przyspieszonemu wzrostowi cen. Apogeum gorączki inwestycyjnej nastąpiło w 2006 r., kiedy można już było spodziewać się wyraźnego wzrostu podaży, który jednak nie nastąpił.

Refleksja druga: polityka kolejnych rządów i posunięcia ustawodawcy w niemałym stopniu pogłębiły nierównowagę rynkową, zamiast ją łagodzić.

Refleksja trzecia: powyższe zastrzeżenia nie są argumentem za zdjęciem z państwa odpowiedzialności za tworzenie racjonalnych ram prawnych dla funkcjonowania tego rynku. Przeciwnie, w sytuacji dużej dysproporcji między pozycją konsumenta a producenta na rynku deweloperskim obowiązkiem państwa jest racjonalna ochrona interesów konsumentów i łagodzenie zjawisk o charakterze kryzysowym.

Podsumowując fakty dotyczące obecnej sytuacji na rynku należy stwierdzić, że:

Wszelkie przesłanki wskazują na to, że skala rynku w najbliższych latach będzie rosła. Deweloperzy

powinni w przyszłym roku rozpocząć budowę około 100 tys. mieszkań w skali kraju, przy czym zjawisko powiększania się skali rynku będzie miało miejsce zarówno w metropoliach – obecnych liderach rynków – jak i w miastach III ligi, czyli kategorii miast o wielkości od 100 do 500 tys. mieszkańców. Jak pokazują studia i analizy REAS prowadzone wspólnie z IGPiZ PAN, można spodziewać się silnego zróżnicowania rynków lokalnych w grupie wielkich metropolii.

W konsekwencji podaż (rozumiana jako liczba nowych mieszkań wprowadzanych do sprzedaży oraz puli mieszkań niesprzedanych, wprowadzonych do sprzedaży w poprzednich okresach) rośnie i zgodnie z planami deweloperów, potwierdzonymi zakupami gruntów, najprawdopodobniej będzie nadal rosła, osiągając swoje maksimum w latach 2009 -2010.

Ceny w największych aglomeracjach praktycznie stanęły w miejscu, spadło tempo sprzedaży.

Poziom przedsprzedaży mieszkań planowanych do oddania: (a) dla mieszkań planowanych do oddania w 2007 r. sięga 90%; (b) dla mieszkań planowanych do oddania w 2008 r. przekracza 60%, w niektórych miastach sięga 70%, co oznacza, że ryzyko bankructw dla zdecydowanej większości firm w 2008 r. jest znikome.

Szacowane marże deweloperów spadają, co wobec stopniowego zwiększania podaży terenów może wymusić spadki cen gruntów.

Po stronie popytu większość przesłanek pozwala przewidywać stabilizację. Wielkość przeciętnego gospodarstwa domowego w Polsce w porównaniu

z krajami starej Unii jest nadal wysoka: około 3,1. Demografowie przewidują stały spadek wielkości przeciętnego gospodarstwa domowego co będzie powodować wyraźny wzrost liczby gospodarstw domowych, głównie w obszarach zurbanizowanych. Wzrost liczby ludności będzie miał jednak miejsce głównie poza administracyjnymi granicami miast.

Obecny popyt na mieszkania stanowi bezpośredni wynik sytuacji demograficznej. Każdego roku fala młodych ludzi urodzonych między rokiem 1975 a 1986 wkracza na rynek pracy, a część z nich na rynek mieszkaniowy albo jako najemcy, albo jako nabywcy. Każdego roku około 650 tys. młodych ludzi przekracza wiek 25 lat (przeciętny wiek nabywcy kupującego pierwsze mieszkanie wynosi od 25 do 35 lat). Liczba ta porównana z liczbą około 25-30 tys. małych mieszkań budowanych do niedawna w miastach wyjaśnia fundamentalną przyczynę nierównowagi między popytem a podażą. Ten trend będzie trwał jeszcze co najmniej kilka lat, a liczba gospodarstw domowych będzie wzrastać co najmniej do połowy przyszłej dekady. Tak więc fundamenty demograficzne popytu są mocne. Dotychczas dominującą rolę na rynku w segmencie mieszkań odgrywali nabywcy młodzi, kupujący swoje pierwsze mieszkania. Obecnie spodziewać się można nałożenia dwóch fal popytu: (a) młodych ludzi urodzonych w latach 1982- 1987 nadal poszukujących pierwszego mieszkania, wspieranych pewną liczbą osób z roczników 1983-1987, kupujących pierwsze mieszkania zwykle z pomocą rodziców; (b) młodych rodzin, dysponujących niedużym mieszkaniem i poszukujących mieszkań większych w związku

z założeniem i powiększaniem się rodziny. To drugie zjawisko wiąże się z obserwowanym wzrostem liczby zawieranych małżeństw a zwłaszcza – urodzeń.

O skalę tego „demograficznego” popytu możemy zatem być spokojni. Kluczowe znaczenie dla przekształcenia tego popytu potencjalnego w rzeczywisty będzie miało utrzymanie na podobnym poziomie jak dotychczas dostępności kredytów hipotecznych. W tym gronie z pewnością jest wielu ekspertów lepiej niż autor przygotowanych do odpowiedzi na pytanie o przyszłość rynku kredytów, ale odpowiedzią bezpieczną wydaje się, że: (a) oprocentowanie kredytów w ciągu najbliższych kilku lat będzie nieco wyższe niż w okresie 2004-2006, ale nie na tyle, aby spowodować zasadniczy spadek ich dostępności; (b) można spodziewać się pewnego zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów o wysokich wskaźnikach LTV, ale ograniczenia dotyczące ryzykownych kredytów banki zrekompensują sobie wyraźnym wzrostem liczby udzielanych nowych kredytów dzięki wzrostowi liczby budowanych mieszkań; (c) banki mogą podjąć próbę niewielkiego podniesienia marż, ale to także nie powinno mieć zasadniczego wpływu na dostępność kredytów.

Dochody mieszkańców dużych miast powinny rosnać wyraźnie szybciej niż inflacja.

Można spodziewać się zdecydowanego spadku poziomu zakupów o charakterze spekulacyjnym, ale także mniejszego zainteresowania zakupami inwestycyjnymi, zarówno tymi o charakterze transgranicznym, jak i krajowym. Z drugiej strony, powinna wyraźnie wzrosnąć liczba polskich na-

bywców zatrudnionych poza Polską, kupujących mieszkania w kraju. Trudno oceniać, na ile te dwa zjawiska będą miały porównywalną skalę. Nawet jeśli kwoty byłyby porównywalne, to w przypadku osób pracujących poza Polską jedynie część wybierze zakup mieszkania czy domu od dewelopera w metropoliach, wielu zaś budowę domu, remont lub zakup na rynku wtórnym w mniejszych miejscowościach.

Warunkiem utrzymania się popytu na obecnym poziomie, a nawet jego stabilnego wzrostu, jest oczywiście utrzymanie korzystnej sytuacji w gospodarce.

Na przyszły kształt rynku mogą także wpłynąć zmiany w otoczeniu formalno-prawnym.

Wszystko wskazuje na to, że niezależnie od zawirań politycznych nie zagraża nam wprowadzenie 22% stawki VAT na sprzedaż nowych mieszkań tylko w 2008 r., ale także w kilkuletniej perspektywie. Nie jest jednak pewne, jak sytuacja w zakresie podatku będzie wyglądać za kilka lat. Ewentualne wprowadzenie podwyżki VAT ok. 2010 r. (a więc w okresie szczytowej podaży) może mieć destabilizujący wpływ na relację popyt/podaż.

Proponowane zmiany w prawie budowlanym (uproszczenie procedur) i ustawie o planowaniu przestrzennym nie będą miały w krótkim czasie bezpośredniego wpływu na podaż nowych mieszkań. Przeciwnie, może się okazać, że ich wpływ podobnie jak poprzednich regulacji, będzie miał charakter stymulujący podaż akurat wówczas, gdy podaż i tak osiągnie swoje średnioterminowe maksimum.

Ceny gruntów powinny się ustabilizować, wskutek wyraźnego zwiększenia ich podaży ok. roku 2008-2009 (odrolnienia, plany miejscowe, inwestycje w infrastrukturę), sprzyjając elastyczności deweloperów w zakresie kształtowania marż.

Regulacją, która mogłaby mieć zasadnicze znaczenie dla sytuacji deweloperów i ich klientów, byłaby ustawa o działalności deweloperskiej, nazywana czasem ustawą o rachunku powierniczym. Doświadczenia innych krajów wskazują jednak na to, że uchwalana jest ona zwykle w sprzyjającym klimacie społecznym, czyli po fali bankructw firm deweloperskich i dramatach nabywców tracących majątek. Jeśli zatem zostanie ona uchwalona, to zapewne dopiero w końcowej fazie najbliższego kryzysu na rynku, a zatem raczej nie w latach 2008-2009. Regulacja taka oznaczałaby oczywiście nie tylko wzmocnienie pozycji indywidualnych nabywców, ale przede wszystkim poszerzenie roli banków. Zdecydowanie sprzyjałaby ona konsolidacji sektora.

Trudno w tej chwili oceniać wpływ ewentualnego umożliwienia bankom uniwersalnym emisji listów zastawnych czy obligacji hipotecznych na oprocentowanie kredytów, choć w teorii powinno to zaowocować pozyskaniem przez banki relatywnie niskoprocentowanych funduszy. Wydaje się, że będzie to miało raczej większe znaczenie dla bezpiecznego wzrostu skali kredytowania w dalszej perspektywie, ale jest zagadką dlaczego ten zdecydowanie wymagający spokojnego przygotowania przepis pojawił się w „ratunkowej” ustawie ministra Barszcza.

Na skalę podaży i sytuację na rynku wpływają także następujące czynniki: (a) dostępność tere-

nów i stopień ich uzbrojenia, (b) dostępność potencjału wykonawczego, (c) determinacja deweloperów do zwiększenia skali produkcji, (d) dostępność finansowania w skali zakupu terenów i fazy budowy.

Przy bardzo optymistycznych długoterminowych prognozach rozwoju podaży mieszkań, postrzeganych zarówno przez największych jak i mniejszych deweloperów, brak planów przestrzennego zagospodarowania jest wymieniany jako największa bariera tego rozwoju.

Według danych Unii Metropolii Polskich w dziesięciu największych miastach Polski przeciętnie około 20% powierzchni ma pokrycie w obowiązujących planach, ale amplituda tych udziałów jest olbrzymia: od 11-12% w Krakowie i Katowicach do 44% w Lublinie (Trójmiasto jest tu liczone jako jeden obszar zurbanizowany, chociaż w Gdańsku 54% powierzchni ma obowiązujące plany a w Gdyni zaledwie kilka procent powierzchni). Zatem średnio 80% powierzchni miast nie ma obowiązujących planów i nie należy przewidywać, że ta sytuacja w krótkim czasie ulegnie gwałtownej poprawie.

Skala podaży zależy także od dostępności potencjału organizacyjnego i wykonawczego. W tym zakresie rynek mieszkaniowy jest zróżnicowany. Z jednej strony są na nim aktywne duże firmy deweloperskie, znakomicie wyposażone, stosujące nowoczesne rozwiązania i technologie, posiadające dobrze opracowaną i wdrożoną organizację procesu inwestycyjnego. Z drugiej strony występuje duża liczba małych firm deweloperskich, realizujących zwykle tylko jeden projekt mieszka-

niowy, nie przekraczający kilkudziesięciu mieszkań lub domów. Stopień koncentracji rynku i doświadczenia jego uczestników jest wciąż niski, choć ma tendencję wzrostową.

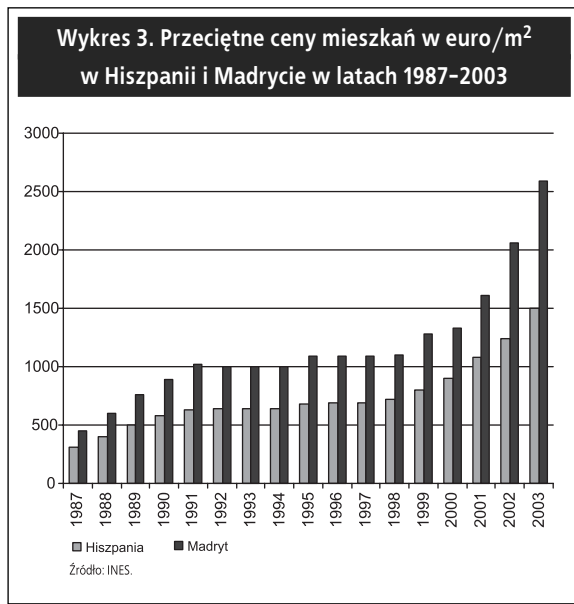
Potencjał wykonawczy zależy w dużym stopniu od rynku pracy. Polski rynek budowlany dojrzał do tego, by skorzystać z możliwości zatrudnienia stosunkowo tanich zasobów siły roboczej z zagranicy, ale w tym celu konieczne są nowe działania regulacyjne. Prawdopodobne wydaje się, że poprawa w tym zakresie będzie powolna i problemy wykonawcze będą działały ograniczająco na skalę przyszłej podaży.

O przyszłej skali i charakterze podaży w niemałym stopniu zadecyduje także determinacja deweloperów do rozwijania skali działalności. Zwłaszcza w sytuacji spadających marż, przodujące firmy będą zapewne zwiększały liczbę realizowanych mieszkań, w niemałym stopniu wychodząc poza granice miast metropolitalnych, na tańsze grunty, gdzie można realizować niską zabudowę

W najbliższych latach można w związku z tym przewidywać następujący scenariusz rozwoju sytuacji na rynku.

Obserwowany obecnie spadek zainteresowania rynkiem ze strony inwestorów zagranicznych w połączeniu ze spadkiem zakupów inwestycyjnych ze strony polskich inwestorów spowoduje zauważalne obniżenie popytu. Skala tej obniżki jest trudna do oszacowania, ale np. dla rynku warszawskiego oznacza, że nie dojdzie zapewne do kilku tysięcy transakcji w skali roku, na rynku na

którym rocznie sprzedawało się kilkanaście tysięcy mieszkań w granicach miasta (lokale poza granicami miasta w niewielkim stopniu były przedmiotem zakupów spekulacyjnych).



Nawet jeśli inwestorzy będą kontynuować praktykę polegającą na stopniowym wprowadzaniu na rynek partii realizowanych mieszkań (na co wskazuje obecna sytuacja), skala podaży spowoduje stan bliski zrównoważeniu rynku, zwłaszcza w segmencie apartamentów, a w przypadku inwestycji niespełniających oczekiwań nabywców może wręcz zmusić deweloperów do przeceny części mieszkań. Jest to o tyle prawdopodobne, że obecnie i w najbliższych kilkunastu miesiącach zaczną wchodzić do sprzedaży mieszkania projektowane na terenach kupowanych w latach 2005-2006, nierzadko w projektach bardzo intensywnie wykorzystujących teren, pozbawionych większych terenów zielonych, z częścią mieszkań o mało atrakcyjnych układach funkcjonalnych, traktowanych przez deweloperów jak „PUM” a nie jako od-

rębne produkty, wymagające zaspokojenia potrzeb konkretnego nabywcy.

Prawdopodobne wydaje się założenie, że średnie ceny mieszkań na rynku pierwotnym w metropoliach będą w latach 2008-2010 generalnie rosły rocznie nie więcej niż ok. 5-8 dużych pkt. proc. powyżej inflacji. Lata 2009 i 2010 mogą nawet przynieść stagnację. Ponieważ w tej sytuacji wzrośnie prawdopodobnie podaż mieszkań w lokalizacjach peryferyjnych, indeksy cen mogą nawet spaść wskutek zmiany proporcji lokali tańszych i droższych w koszyku realizowanych inwestycji.

O ile jednak nie nastąpi poważne zahamowanie wzrostu gospodarczego, wzrost bezrobocia, skokowy wzrost inflacji i inne niekorzystne zjawiska w gospodarce, to głębokie i powszechne spadki cen, przekraczające 20% wydają się w najbliższych latach mało prawdopodobne. Bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz, jaki miał miejsce w okresie poakcesyjnym w Hiszpanii, gdzie po pięcioletnim okresie wzrostu cen po akcesji, w trakcie którego ceny się podwoiły, nastąpiła niewielka, kilkuprocentowa korekta, po czym siedmioletni okres stagnacji. Obecnie ceny w Madrycie przekraczają 6 tys. euro/m², osiągając w centrum ponad 10 tys. euro (za mieszkania w pełni wykończone).

Jednak tempo zmian w Polsce wydaje się zdecydowanie szybsze: podwojenie cen nastąpiło w trzy lata, może się zatem okazać, że okres stagnacji cen będzie jeszcze krótszy. Podobne przyspieszenie tempa zmian można zaobserwować np. także w Rumunii.

Dla rynku wtórnego relatywnie nowych mieszkań zasadnicze znaczenie może mieć strategia przyjęta przez dużych inwestorów spekulacyjnych, zwłaszcza zagranicznych. Ewentualne załamanie na rynku brytyjskim i irlandzkim może spowodować paniczną wyprzedaż mieszkań na rynku polskim, a w konsekwencji spadek cen na rynku wtórnym w grupie inwestycji, w których zakupy takie stanowiły istotną część. W Warszawie może to dotyczyć zwłaszcza części inwestycji w rejonie Miasteczka Wilanów.

Nie wydaje się jednak, aby to, co będzie się działo w największych polskich miastach z indeksami cen średnich, z ich przejściowymi spadkami włącznie, miało oznaczać istotny spadek wartości większości wybudowanych i sprzedanych lokalnym nabywcom mieszkań. Ci, zarówno kupujący w celu zaspokojenia własnych potrzeb jak i jako inwestycję będą zapewne podchodzić spokojniej do spadku indeksów cenowych, o ile oczywiście pozwoli im na to sytuacja wobec kredytodawców. Jednak stagnacja na rynku czynszów w połączeniu z rosnącymi kosztami obsługi kredytów może także zmusić część z tych nabywców do „wyprzedaży” części portfela mieszkań.

W najtrudniejszej sytuacji będą zapewne ci deweloperzy, którzy w ostatnich kilkunastu miesiącach kupili tereny licząc na dalszy, szybki wzrost cen. Firmy te, jeśli dokonały zakupu gruntów posiłkując się kredytami bankowymi, mogą zakończyć inwestycje bez zysku. Ale duża część z nich to relatywnie silne podmioty zagraniczne, dla których taka sytuacja nie musi oznaczać bankructwa spółki.

Inna sytuacja może mieć miejsce w miastach III ligi, czyli grupie miast o liczbie od stu do pię-

ciuset tysięcy mieszkańców. W części miast z tej grupy obserwujemy w tej chwili wyraźne ożywienie lokalnych rynków. Są to zwłaszcza takie miasta jak Olsztyn, Lublin, Białystok, Bydgoszcz. Podobne procesy zachodzą także w Katowicach, przy całej specyfice tego miasta jako stolicy aglomeracji i województwa. W tej grupie można spodziewać się w 2007 r. najwyższych wzrostów cen, na poziomie kilkunastu i więcej procent w skali roku, a potem dopiero ich wyhamowania. Podkreślić jednak trzeba, że nie we wszystkich miastach ożywienie będzie miało podobny przebieg, a także to, że przy skali produkcji na poziomie kilkuset mieszkań rocznie nawet jedna duża i droga inwestycja może istotnie zmienić indeks cen.

Szukając najbardziej trafnego podsumowania, można chyba sięgnąć po słowa jednego z amerykańskich komentatorów, opisujących przyczynę obecnego krachu na tamtejszym rynku: „wydaje się, że zbyt wielu zapomniało, gdzie przebiega granica między dopuszczalną maksymalizacją zysku, a chciwością, łamiącą dobre praktyki i naginającą prawo”. Czytelnikom pozostawiam refleksję, na ile te słowa pasują także do niektórych zjawisk na polskim rynku mieszkaniowym w minionych kilku latach.

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiar a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
- 29 Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 30 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
- 33 (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
- 60 (nie ukazał się)
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
- 74 Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
- 75 Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
- 76 Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 77 Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
- 78 Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
- 79 Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
- 80 Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
- 81 Absorpcja funduszy strukturalnych
- 82 Sekurytyzacja aktywów bankowych
- 83 Jakie reformy są potrzebne Polsce?
- 84 Obligacje komunalne w Polsce
- 85 Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
- 86 Ryzyko inwestycyjne Polski
- 87 Elastyczność i sprawność rynku pracy
- 88 Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
- 89 Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
- 90 SEPA – bankowa rewolucja
- 91 Energetyka-polityka-ekonomia
- 92 Ryzyko rynku nieruchomości