

Bogusław Półtorak

FINANSOWE DETERMINANTY NIEDOSKONAŁOŚCI RYNKU NIERUCHOMOŚCI

1. Wstęp

Rozwój sektora nieruchomości jest jednym z ważniejszych elementów szeroko pojętego rozwoju gospodarczego państwa. Wpływ na rozwój gospodarki rynku budowlanego bądź też rynku wtórnego nieruchomości jest tym większy, im źródła finansowania są lepiej dopasowane do jego aktualnych potrzeb. Podstawową cechą sprawnych systemów finansowania nieruchomości na rynku zarówno pierwotnym, jak i wtórnym jest uwzględnienie w mechanizmach finansowych specyfiki samych nieruchomości. Ze względu na cechy fizyczne nieruchomości, formalnoprawne czy ekonomiczne rynek nieruchomości nie jest oczywiście rynkiem doskonałym; charakteryzuje go słaba przejrzystość i niska efektywność informacyjna oraz alokacyjna. Liczne bariery wejścia i wyjścia wyraźnie ograniczają uczestników rynku nieruchomości. Szczególny wpływ na podejmowane decyzje mają motywacje uczestników rynku. Zupełnie inaczej traktowane będą cele inwestycyjne od celów mieszkaniowych. Odmierna percepcja celów będzie miała wpływ m.in. na decyzje instytucji finansowych kredytujących rynek nieruchomości. Złożony charakter nieruchomości wpływa na intensyfikację barier w obrocie oraz na kształtowanie popytu i podaży¹. Zastosowanie odpowiednich instrumentów finansowych pozwala zmniejszać lub nawet eliminować część tych ograniczeń, a sam rynek nieruchomości może być dzięki temu bardziej płynny. Poziom ryzyka finansowego wyznaczany jest przy tym poprzez wartość nieruchomości jako przedmiotu zabezpieczenia hipotecznego. Samo wykorzystanie instrumentów finansowych uwarunkowane jest jednak wieloma determinantami wynikającymi ze stopnia rozwoju rynku finansowego.

¹ W przypadku mieszkań istotne staje się określenie popytu potencjalnego wynikającego z potrzeb mieszkaniowych, którego nie można utożsamiać z popytem w wymiarze realnym, uwarunkowanym zdolnościami nabywczymi wynikającymi z np. dostępności kredytu. Por. [Nasiłowski 1993, s. 49-50].

W artykule podjęto kwestię ustalenia mechanizmu finansowania oraz oceny jego wpływu na stan rynku nieruchomości. Celem artykułu jest identyfikacja oraz przedstawienie determinant finansowych rynku nieruchomości, szczególnie w sytuacji jego silnego rozwoju. Badane będą m.in. czynniki intensywnej progresji cenowej w początkowym okresie jego rozwoju jako efektu zwiększonej dostępności kredytów hipotecznych. Przedstawione też zostaną postulaty zmierzające do zidentyfikowania elementów krytycznych dla utrzymania rozwoju rynku poprzez uelastycznienie podaży, w tym z wykorzystaniem instrumentów finansowych. Zapewnienie długotrwałego i stabilnego rozwoju sektora nieruchomości jest nie tylko w interesie inwestorów czy rynku kapitałowego, ale również w interesie każdej osoby indywidualnej poszukującej możliwości zaspokajania swoich potrzeb mieszkaniowych z wykorzystaniem kredytu hipotecznego.

2. Pojęcie i stany rynku nieruchomości

Nieruchomości jako dobro ekonomiczne mogą być przedmiotem obrotu rynkowego, ze względu jednak na cechy nieruchomości² pojawia się wiele barier, które negatywnie oddziałują na sprawność mechanizmu rynkowego, przede wszystkim zwiększając koszty jego funkcjonowania, a także stwarzając ograniczenia dostępu dla nowych uczestników. Podkreślenia wymaga fakt, że na rynku nieruchomości dochodzi w rzeczywistości do obrotu wiązkami praw własności, oczywiście z wykorzystaniem systemu formalnoprawnego, nieruchomość opisywana jest więc nie tylko przez pryzmat cech fizycznych, użyteczności czy nawet wartości, ale właśnie poprzez stan prawny [Brueggeman, Fisher, Stone 1989, s. 11-12]. W rozumieniu *property rights school* własności nie można sprowadzić do posiadania zasobów samych w sobie. Istotą własności jest wiązka praw do użycia danego zasobu posiadanego w celu realizacji praw z nim związanych, tytułów i czerpania dochodów z jego posiadania [Alchian, Demsetz 1973, s. 16-27]. Określenie stanu prawnego nieruchomości staje się przez to warunkiem koniecznym podejmowania działań rynkowych – negocjacji, określenia wartości, przeniesienia praw i ich potwierdzania. System ten naturalnie preferuje formę własności prywatnej jako formę motywującą do bardziej efektywnego wykorzystania nieruchomości, co pozwala m.in. na obniżenie ryzyka finansowania sektora nieruchomości. Warunkiem są jednak transparentnie sformułowane prawa własności, które nie są ograniczane barierami formalnoprawnymi. W warunkach polskich przykładem takiej bariery są regulacje ustawy o ochronie lokatorów czy też zapisanie w prawie cywilnym zakazu tzw. eksmisji na bruk.

² Cechy fizyczne, instytucjonalno-prawne oraz ekonomiczne związane przede wszystkim z czynnikami lokalizacji, różnorodnością substancji nieruchomości oraz kosztami transferu praw własności [Kucharska-Stasiak 2006, s. 18-19].

Nieprzenaszalność nieruchomości oraz zróżnicowanie praw do nieruchomości powodują, że rynek nieruchomości jest niejednorodny, mało elastyczny i niepowtarzalny [Bryx 2006, s. 43-58]. Mechanizm rynku nieruchomości może być interpretowany w najszerszym ujęciu jako system wymiany dóbr, jakimi są nieruchomości, a ściślej – praw dotyczących nieruchomości. W związku z tym ostatnim można określić rynek lokat i najmu nieruchomości. O ile rynek najmu ma charakter komercyjny, o tyle rynek lokat może również obejmować inwestycje rzeczowe. W praktyce często można nawet jednoznacznie określić cel inwestora, co determinuje dychotomię funkcji nieruchomości. Mieszkanie może być jednocześnie przedmiotem lokaty kapitału, gdy rynek znajduje się we wzrostowej fazie cyklu cen, a także sposobem zaspokajania własnych potrzeb mieszkaniowych. Ewolucja motywów nabywców nieruchomości mieszkaniowych, ich zmienność powodują, że analizę tego rynku należy traktować w sposób odmienny niż rynek nieruchomości ściśle komercyjnych. Taki podział rynku, uzupełniony o nieruchomości specjalne, jednostkowe (np. obiekty infrastruktury), pozwala na ujęcie specyfiki poszczególnych segmentów rynku. W ramach tych segmentów pojawiać się będą różnego rodzaju subryniki. W odniesieniu do nieruchomości komercyjnych będą to: nieruchomości biurowe, powierzchnie handlowe, magazyny i powierzchnie logistyczne i hotele, w przypadku nieruchomości mieszkaniowych – apartamenty, domy jednorodzinne, mieszkania standardowe. Umowny podział subrynków powoduje, że poszczególne kategorie mogą się przenikać. Jednocześnie wspólnym mianownikiem wyznaczającym atrakcyjność nieruchomości jest zawsze czynnik lokalizacji, co sprowadza rynek nieruchomości do wymiaru lokalnego. Popyt i podaż w takiej sytuacji nie będą miały charakteru generalnego i jednorodnego. Wynikające stąd zróżnicowanie będzie dodatkowo komplikować analizę stanu rynku nieruchomości. Przykładowo stan wzrostowy poziomu cen³ na apartamenty w centrach aglomeracji może być wyjątkowy w relacji do stagnacji cen domów w obszarach podmiejskich słabo skomunikowanych z centrum, gdy czynsze najmu w centrum będą miały wyższy poziom właśnie w centrum. Rynek wynajmu oraz własności pozostaje we wzajemnych interakcjach, gdyż poziom czynszów określa na rozwiniętych rynkach rentowność lokat w nieruchomości zaliczanych do określonych subrynków [Wofford, Clauretie 1992, s. 194]. Cena nieruchomości określana jest przy tym poprzez mechanizm rynkowy, ale należy pamiętać o tym, że może on zniekształcać relacje popytu i podaży przez ograniczoną efektywność informacyjną. Niska elastyczność cenowa popytu i podaży powoduje, że zmienność cen może być intensywna i często nie odpowiada rzeczywistemu stanowi rynku, co sprawia, że cena rynkowa może nie w pełni odzwierciedlać długookresową wartość nieruchomości.

Wbrew obiegowym opiniom wartość nieruchomości sama w sobie nie jest czymś trwałym, a wynika z możliwej do uzyskania w długim okresie renty budow-

³ Ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych wykazywane są jako przelicznik powierzchni i ceny 1 m².

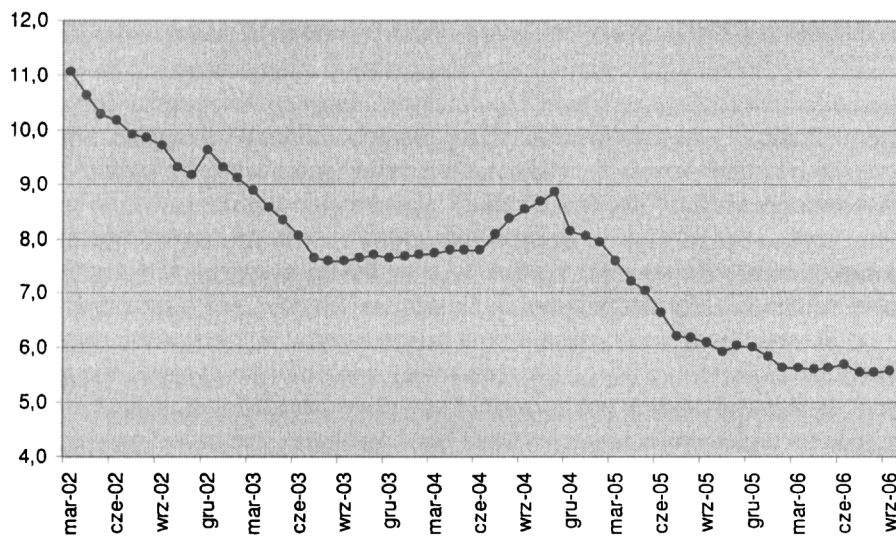
lanej i gruntowej [Gaczek 2003, s. 47], która będzie określać koszt alternatywny dla ulokowanego w nieruchomości kapitału. Inny sposób określania wartości nieruchomości w sposób nieuchronny naznaczony będzie różnymi kategoriami wartości indywidualnej. Specyfiką rynku nieruchomości jest to, że poszczególni uczestnicy rynku często kierują się subiektywnymi motywami, które powodują ustalenie dla nich wartości indywidualnej nieruchomości. Jej subiektywny charakter wpływać może na tryb zawierania ewentualnych kontraktów na rynku nieruchomości, relatywna fizyczna trwałość nieruchomości nie zmniejsza więc podatności nieruchomości na zużycie moralne, co powinno być uwzględniane w procesie określania wartości w celach długookresowych, przede wszystkim, gdy nieruchomość jest przedmiotem inwestycji finansowej lub też przedmiotem zabezpieczenia kredytu hipotecznego. Określenie wartości nieruchomości w takim wypadku powinno (o ile oczywiście jest to możliwe) bazować na generowanych i prognozowanych przepływach finansowych uzyskiwanych z danej nieruchomości oraz jej wartości rezydualnej. Ustalenie możliwie najbardziej zobiektywizowanej wartości nieruchomości (a za taką uważa się różne formy wartości rynkowej) staje się przesłanką do ustalenia kapitału ekonomicznego w niej zawartego i wykorzystania instrumentów finansowych służących do jego uruchomienia poprzez system finansowy.

3. Determinanty rynku nieruchomości ze strony systemu finansowego

Rynki finansowe będące składowymi systemu finansowego pozostają podstawowymi rynkami uzupełniającymi rynek nieruchomości. Oczywiście istotne są również inne rynki, np. gruntów budowlanych czy też materiałów budowlanych, ale to rynki finansowe dostarczają środków do przeprowadzania transakcji nieruchomości, a także realizują funkcje inwestycyjne nieruchomości. Komplementarność tych rynków przejawia się przede wszystkim w ścisłych interakcjach pomiędzy cenami nieruchomości i ich zmiennością a wysokością stóp procentowych. Oczywiście ważne są również inne elementy polityki kredytowej banków, bieżący stan koniunktury gospodarczej, ale to głównie niskie i stabilne stopy procentowe umożliwiają obsługę długoterminowych kredytów hipotecznych. Gwałtowny rozwój kredytowania hipotecznego w Polsce po roku 2002 związany jest w zasadniczy sposób z niższymi kosztami obsługi zadłużenia, co jest efektem obniżania się średniego poziomu stóp procentowych (rys. 1).

Wartość portfela kredytowego według danych NBP tylko w 2005 r. zwiększyła się aż o 15 mld zł do ok. 57 mld zł, według prognoz w roku 2006 wartość ta przekroczyła 70 mld zł. Kredyty mieszkaniowe w ten sposób stały się pod względem wartości największą grupą rodzajową kredytów w polskim systemie bankowym. Popularność niskooprocentowanych kredytów denominowanych w walutach obcych (kolejno: w euro, dolarach amerykańskich i we frankach szwajcarskich) wy-

daje się być wyjątkiem potwierdzającym regułę. Ze względu na ryzyko walutowe głównie z punktu widzenia osób indywidualnych (brak dostępności instrumentów zabezpieczających) docelowo konieczne jest utrzymanie niskich stóp procentowych waluty krajowej.



Rys. 1. Średnie ważone oprocentowanie kredytów mieszkaniowych udzielanych w zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego [www.nbp...].

Optymalna z perspektywy kredytowania hipotecznego w warunkach polskich byłaby pełniejsza integracja polskiego rynku finansowego ze wspólnym rynkiem europejskim, co pozwoliłoby m.in. uzyskać dostęp do długoterminowych źródeł finansowania. Dzięki takiemu rozwiązaniu możliwe stałoby się zaoferowanie kredytów nawet kilkudziesięcioletnich o stałej stopie procentowej⁴. Stała stopa procentowa chroni zdolność kredytową podmiotu obsługującego zobowiązanie. Wprowadzenie stałych stóp procentowych wymaga jednak długoterminowych źródeł finansowania poprzez rynek kapitałowy. Emitowanie hipotecznych listów zastawnych lub sekurytyzacja kredytów hipotecznych wymaga jednak funkcjonowania sprawnego wtórnego rynku kredytowego. Ograniczenia prawne i brak odpowiednich instytucji rynkowych stają się podstawową barierą rozwoju rynkowych sposobów refinansowania nieruchomości. W ten sposób to banki uniwersalne stają się podstawowymi podmiotami dostarczającymi kapitału pożyczkowego. Pośrednictwo depozytowo-kredytowe opiera się jednak na licznych normach ostrożno-

⁴ Na polskim rynku duński bank hipoteczny Nykredit jako pierwszy rozpoczął udzielać 30-letniego kredytu o stałej stopie procentowej. Kredyt denominowany był w euro.

ściowych (ze względu na ochronę deponentów), co powoduje niepotrzebną koncentrację ryzyka finansowego i istotny wzrost kosztów jego zabezpieczenia. To wszystko przekłada się na ostateczne koszty kredytowania dla kredytobiorcy ponoszone nie tylko w postaci odsetek, ale również różnego rodzaju prowizji i opłat. Wyższe koszty systemu finansowego obniżają efektywność rynku nieruchomości.

Cykliczność cen na rynku nieruchomości pozostaje w ścisłym związku z poziomem stóp procentowych. Spadek stóp procentowych zwiększa dostępność kredytów, co w fazie wzrostowej powoduje coraz wyższe ceny nieruchomości. Ze wzrostem cen nieruchomości rośnie natomiast zapotrzebowanie na coraz większe finansowanie kredytem. Podmioty będące właścicielami nieruchomości postrzegają zwiększanie się wartości własnego kapitału, co skłania je do zaciągania większych zobowiązań w celach konsumpcyjnych. „Rozdmuchanie” akcji kredytowej doprowadza jednak do wzrostu ryzyka kredytowego, a to przekłada się w efekcie na wzrost stóp procentowych, ograniczenie dostępności kredytów, a w dalszej perspektywie może skutkować obniżaniem się cen nieruchomości. To ostatnie kolejno zwiększa ryzyko kredytowe, aż do możliwości ponoszenia strat przez instytucje kredytowe, gdyż coraz większa liczba kredytobiorców z powodu utraty zdolności kredytowej nie może regularnie obsługiwać swoich zobowiązań. Odzyskanie środków z realizacji hipotek, ze względu na regres rynku nieruchomości, jest również w tym czasie ograniczone.

Eliminowanie cykliczności cen na rynku nieruchomości staje się więc niezbędnym warunkiem stabilnego systemu finansowania; z kolei mechanizmy i normy ostrożnościowe instytucji kredytowych powinny w takim razie uwzględniać ograniczenia zabezpieczenia hipotecznego i wpływ rzeczywistej wartości nieruchomości na proces finansowania. W dłuższej perspektywie proces ten preferuje wyspecjalizowane banki hipoteczne lub rynkowy model refinansowania kredytów hipotecznych.

Rola banków uniwersalnych finansujących kredyty hipoteczne z krótkoterminowych depozytów, gdy nie występują specjalne ograniczenia w udzielaniu kredytów hipotecznych (np. maksymalny poziom LTV), okazuje się destabilizująca. Wynika to z możliwości szybkiego wzrostu akcji kredytowej w okresach boomu na rynku nieruchomości, co przy sztywnej podaży skutkować będzie drastycznymi wzrostami cen, a w okresach spadku, po wzroście ryzyka kredytowego, gwałtownym ograniczeniem dostępności kredytowania i pogłębianiem się tendencji spadkowej. Oddzielenie procesu kredytowania i ich refinansowania pozwala na rozproszenie ryzyka poza system bankowy, co w przypadku regresu na rynku nieruchomości nie wpływa na istotny spadek nowo udzielanych kredytów (przy innych warunkach niezmiennych).

4. Instrumenty bezpośredniego finansowania popytu na rynku nieruchomości

Podstawowymi podmiotami dostarczającymi instrumentów sfinansowania popytu na rynku są oczywiście banki. Banki uniwersalne i banki hipoteczne udzielają kredytów hipotecznych na cele mieszkaniowe oraz komercyjne. W przypadku ban-

ków hipotecznych z kredytowania wyłączone są nieruchomości będące przedmiotem spółdzielczych ograniczonych praw rzeczowych. Wymagają one zabezpieczenia swoich wierzytelności wyłącznie na pełnym prawie własności lub prawie wieczystego użytkowania. W przypadku banków uniwersalnych takie ograniczenia nie występują i mogą one kredytować zaspokajanie celów mieszkaniowych poprzez nabycie np. spółdzielczego prawa własnościowego do lokalu. Kredyty hipoteczne mogą służyć również finansowaniu dowolnego celu – wtedy oferowane są w postaci pożyczek hipotecznych. Bardziej zaawansowaną odmianą pożyczek hipotecznych są plany finansowe łączące w sobie funkcje konta oszczędnościowo-rozliczeniowego z dużym limitem i niskim oprocentowaniem kredytu hipotecznego. Dodatkowo dzięki mechanizmowi bilansowemu, gdy klienci wykazują duże przepływy finansowe na koncie, zapewniają obniżanie kosztów finansowania poprzez czasowe zmniejszenie podstawy naliczania odsetek.

Oprócz udzielania kredytów, które jest najistotniejszym działaniem banków na rynku nieruchomości, oferują one dodatkowo wiele usług dla uczestników tego rynku w zakresie obsługi finansowej transakcji. Oprócz tradycyjnych przelewów, poleceń zapłaty, pojawiają się wyspecjalizowane rachunki powiernicze pozwalające kontrolować wydatkowanie środków na zakup mieszkania u dewelopera⁵, plany finansowe integrujące w sobie usługi kredytowe, rozliczeniowe i kartowe. W przyszłości można się spodziewać, że banki zaoferują nowe rodzaje usług, np. odwrócone kredyty hipoteczne (*reverse mortgage*) [Półtorak, Łyszczak 2006, s. 4-6]. W procesie przenikania się i tworzenia innowacji finansowych coraz większą rolę odgrywają doradcy finansowi, czyli wyspecjalizowani pośrednicy w udzielaniu kredytów i poszukiwaniu ofert dla klientów (np. Open Finance, w internecie Bankier.pl SA).

Z punktu widzenia nadzoru finansowego szczególnie nacisk kładziony jest na pewność obrotu i przejrzystość oferowanych usług finansowych. W dłuższej perspektywie jest to argument za objęciem rynku hipotecznego zintegrowanym nadzorem finansowym dotyczącym nie tylko banków, ale również różnego rodzaju instytucji kredytowych (np. spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych) czy też pośredników finansowych. Regulatorzy, wprowadzając limity ilościowe w formie określania dopuszczalnej relacji długu do wartości nieruchomości (LTV), mogą dodatkowo oddziaływać na powstawanie innowacyjnych instrumentów hipotecznych będące połączeniem kredytu z produktami ubezpieczeniowymi (np. ubezpieczenie wkładu własnego) i rozliczeniowymi. Przeciętne obciążenie zasobów nieruchomości długiem nie przekracza zazwyczaj na świecie 30-40% [Łaszek 2006, s. 11].

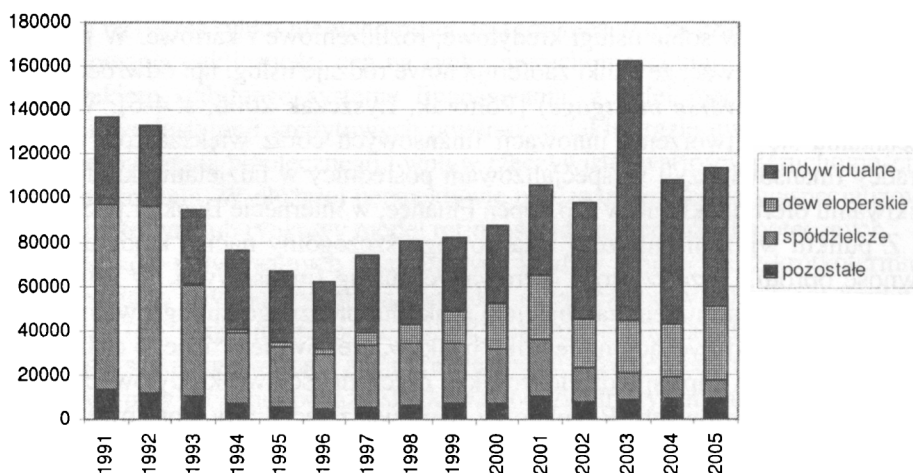
W ujęciu ekonomicznym wprowadzenie instrumentów finansowych musi być poprzedzone spełnieniem warunków społecznych, politycznych, gospodarczych i formalnoprawnych, które określają wykorzystanie wiązki ekonomicznych praw własno-

⁵ Takie instrumenty stają się konieczne, gdy deweloperzy w małym zakresie są kredytowani przez banki, a inwestycja finansowana jest ze środków docelowego użytkownika.

ści związanej z danymi nieruchomościami. Sprawna integracja z systemem finansowym wymaga jednak zastosowania instrumentów finansowych (takich jak kredyty, sekurytyzacja wierzytelności hipotecznych czy też listów zastawnych) pozwalających uwolnić kapitał ekonomiczny zawarty w nieruchomościach i wykorzystać go do innych celów konsumpcyjnych bądź komercyjnych [De Soto 2002, s. 86-87]. Aby to było jednak możliwe, potrzebne są odpowiednie zasoby nieruchomości i ich odpowiednia podaż.

5. Casus rynku mieszkaniowego w Polsce – strona podażowa

Podaż nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym kształtuje odtwarzanie zasobów. W warunkach polskich wielkość nowo budowanych mieszkań i domów nie zapewnia restytucji istniejących zasobów. Do głównych uczestników pierwotnego rynku mieszkaniowego zaliczyć należy osoby indywidualne, firmy deweloperskie, spółdzielnie oraz budownictwo komunalne (rys. 2). W przypadku rynku wtórnego dominują również osoby indywidualne. Zasoby mieszkaniowe na koniec roku 2005 stanowiło w Polsce łącznie 12,8 mln mieszkań, z czego 59% należało do osób fizycznych, 26,8% do spółdzielni, zasoby komunalne stanowiły zaś ok. 10% [Gospodarka... 2006, s. 18].



Rys. 2. Liczba mieszkań oddawanych do użytku w różnych formach rynku pierwotnego w latach 1991-2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego [www.stat...].

Ciągle duży udział budownictwa indywidualnego w systemie gospodarczym wskazuje na słabość polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych. Dopiero budownictwo deweloperskie może w istotny sposób wpływać na poszerzanie zasobów. W obecnym kształcie mieszkalnictwa ograniczony zakres ma komercyjne budownictwo na wynajem. Oznacza to, że osoby o mniejszych dochodach mają utrudniony do-

stęp do zasobu mieszkaniowego. Zwiększanie podaży nieruchomości mieszkaniowych nie jest jednak uzależnione jedynie od trwałych źródeł finansowania. Podstawowymi barierami nadal pozostają brak odpowiednich gruntów, zawile i długotrwałe procedury budowlane, duże ryzyko podatkowe branży, a także skomplikowane rozwiązania formalnoprawne i nieuregulowany status prawny własności. Rolą państwa w takiej sytuacji staje się przede wszystkim intensyfikowanie działań mających na celu usprawnienie procedur i dbanie o rozwój instytucji rynkowych. Z wyjątkiem budownictwa socjalnego bezpośrednia interwencja państwa z punktu widzenia płynności i przejrzystości mechanizmu rynkowego staje się niepożądana i zwykle powiększa jego nierównowagę. Dopuszczalne systemy ulg podatkowych preferujących określone budownictwo wymagają ścisłego nadzoru i przejrzystości. Wskazując na docelowy model polityki mieszkaniowej, należy podkreślić konieczność zapewnienia stabilnych warunków makroekonomicznych (niskie stopy procentowe kredytów), realizowanie zadań w zakresie dostarczania podaży gruntów, tworzenia sprawnych instytucji rynkowych i prawnych, a także efektywny system finansowania dopasowany do ryzyka związanego z finansowaniem nieruchomości (długookresowy charakter inwestycji).

6. Podsumowanie

Reasumując, rola rynku nieruchomości we współczesnych gospodarkach jest silnie uzależniona od długoterminowych źródeł finansowania. Podstawową cechą sprawnego systemu finansowania nieruchomości powinno być zapewnienie transferu wiązki praw własności, efektywność instrumentów finansowych oraz uwzględnienie w mechanizmach finansowania specyficznego ryzyka finansowego związanego z zabezpieczeniem hipotecznym⁶. W tym celu pod uwagę będzie brany konglomerat czynników nie tylko finansowych, ekonomicznych, formalnoprawnych, ale i fizycznych, mających wpływ na mechanizm rynkowy. Złożoność procedur egzekucji długu z nieruchomości, szczególnie mieszkaniowych, poprzez m.in. ustawową ochronę lokatorów powoduje, że premiowane będą rozwiązania systemowe, które będą umożliwiały transfer i rozpraszanie ryzyka. Odbiorcą ryzyka będą przede wszystkim nabywcy instrumentów finansowych, np. listów zastawnych, obligacji sekurytyzacyjnych, a mechanizm cenowy rynku kapitałowego będzie umożliwiał bardziej realną wycenę ryzyka. Funkcjonowanie wtórnego rynku kredytowego staje się wobec tego niezbędne do stabilnego rozwoju rynku nieruchomości.

Wzrost znaczenia sektora nieruchomości w państwach rozwiniętych, szczególnie jego funkcji inwestycyjnych, wymusza jego ścisłą integrację z rynkiem kapitałowym i szerzej – z rynkiem finansowym. Postrzeganie nieruchomości, także jako przedmiotu inwestycji, nawet, jeśli służy ona tylko zaspokajaniu potrzeb mieszka-

⁶ Ryzyko finansowe przyjmuje tutaj formę przede wszystkim ryzyka kredytowego, które jednak będzie w ścisłych interakcjach z ryzykiem rynkowym, np. poprzez stopy procentowe kredytów, a także ryzyko operacyjne i ryzyko prawne zawieranych kontraktów.

niowych, pozwala na wykorzystanie rynku kapitałowego jako automatycznego stabilizatora sektora nieruchomości. Ewentualne zaburzenia rynku będą w takim wypadku kompensowane poprzez zmianę wartości instrumentów finansowych znajdujących się w posiadaniu inwestorów. To od ich percepcji ryzyka finansowego w ostateczności zależeć będą koszt i wielkość środków dostarczanych na rynek nieruchomości. Ważną rolę będą przy tym odgrywać takie czynniki, jak: stopień rozwoju rynku, wiedza i zasoby inwestorów, a także oferta innych instrumentów finansowych. Zastosowanie systemu rynkowego finansowania nieruchomości zmniejsza zaangażowanie finansowe państwa, wymaga jednak stworzenia przejrzystych instytucji prawnych, co w krajach transformujących gospodarkę okazuje się podstawową barierą ograniczającą bezpieczny rozwój rynku nieruchomości. Stabilność sektora nieruchomości natomiast pozytywnie oddziałuje na rozwój gospodarczy.

Literatura

- Alchian A.A., Demsetz H., *The Property Right Paradigm*, „Journal of Economic History” 1973 vol. 33, nr 1 (03).
- Brueggeman W.B., Fisher J.D., Stone L.D., *Real Estate Finance*, Irwin, Boston 1989.
- Bryx M., *Rynek nieruchomości – system i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa 2006.
- De Soto H., *Tajemnica kapitału*, Fijorr Publishing, Warszawa-Chicago 2002.
- Gaczek W.M., *Zarządzanie w gospodarce przestrzennej*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz-Poznań 2003.
- Gospodarka mieszkaniowa w 2005 r.*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2006.
- Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Łaszek J., *Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego specyfika jako czynniki determinujące ryzyko kredytowania hipotecznego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006.
- Nasiłowski M., *System rynkowy*, Key Text, Warszawa 1993.
- Półtorak B., Łyszczak P., *Innowacje hipoteczne – czas na reverse mortgage?*, „Finansowanie Nieruchomości”, luty 2006.
- Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego*, CeDeWu, Warszawa 2005.
- Wofford L.E., Clauretie T.M., *Real Estate*, Wiley, New York 1992.
- www.nbp.pl.
- www.stat.gov.pl.

FINANCIAL DETERMINANTS OF IMPERFECTIONS OF REAL ESTATE MARKET

Summary

In this paper, the author discussed the development of real estate market in Poland and its finance institutions, the economic, legal, and financial solutions. On this market are present above all: people,

developers, housing co-operatives, and local self-government entities. There have been more and more tight relations between financial system and residential market, especially between interest rates and residential demand. The development of real estate sector is one of the most important parts of the economic development. The aim of this paper is identification and description of financial determinants of the real estate market.

Bogusław Półtorak – dr, adiunkt w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.