

Ekonomia

Kierunki zmian instytucjonalnych na rynkach nieruchomości

Anna Domańska, Ewa Kucharska-Stasiak
Anna Miklaszewska, Marcin Złoty
Konrad Żelazowski



Kierunki zmian instytucjonalnych na rynkach nieruchomości



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Kierunki zmian instytucjonalnych na rynkach nieruchomości

Anna Domańska, Ewa Kucharska-Stasiak
Anna Miklaszewska, Marcin Złoty
Konrad Żelazowski

Anna Domańska, Ewa Kucharska-Stasiak, Anna Miklaszewska, Konrad Żelazowski
– Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Gospodarki Przestrzennej
Katedra Inwestycji i Nieruchomości, 90-255 Łódź, ul. POW 3/5

Marcin Złoty – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENT

Ewa Siemińska

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Zuzanna Hejniak

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Leonora Gralka

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/sdecoret

© Copyright by Authors, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09837.20.0.K

Ark. wyd. 11,5; ark. druk. 11,5

ISBN 978-83-8220-105-5

e-ISBN 978-83-8220-106-2

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. 42 665 58 63

Spis treści

Wprowadzenie	9
Rozdział I	
Konwergencja europejskich rynków kredytowania hipotecznego	11
1.1. Wstęp	11
1.2. Skala i znaczenie europejskich rynków kredytowania hipotecznego	12
1.3. Pojęcie konwergencji i metody jej identyfikacji	18
1.4. Metody badawcze i źródła danych	24
1.5. Konwergencja rynków kredytowania hipotecznego – wyniki badań	25
1.6. Społeczno-ekonomiczne oraz instytucjonalne determinanty konwergencji rynków hipotecznych	33
1.7. Wnioski	38
Rozdział II	
Finansjalizacja rynku nieruchomości w Polsce	39
2.1. Wstęp	39
2.2. Termin finansjalizacji	40
2.3. Rynek nieruchomości	42
2.4. Proces finansjalizacji rynku nieruchomości	45
2.4.1. Podaż pieniądza w gospodarce	48
2.4.2. Finansowanie zakupu nieruchomości	53
2.4.3. Rynek walutowy	57
2.5. Zagrożenia płynące z rozwoju finansjalizacji rynku nieruchomości	60
2.6. Wnioski	62

Rozdział III

Próba oceny kierunków zmian w wycenie nieruchomości. Ujęcie międzynarodowe i krajowe	65
3.1. Wstęp	65
3.2. Problemy z interpretacją wartości	67
3.3. Wartość rynkowa nieruchomości jako najczęściej stosowana podstawa wyceny	69
3.4. Fazy rozwoju metodyki wyceny	74
3.5. Klasyczne trzy nurty w metodyce wyceny nieruchomości	77
3.6. Dążenie do ujednoczenia metodyki wyceny w skali globalnej. Rola instytucji rynku nieruchomości	80
3.7. Od standaryzacji w kierunku harmonizacji metodyki wyceny	83
3.8. Wpływ środowiska akademickiego i praktyków wyceny na harmonizację metodyki wyceny	84
3.9. Kierunki dalszej ewolucji metodyki wyceny. Czy zbliża się kres klasycznej metodyki wyceny nieruchomości?	86
3.10. Wnioski	95

Rozdział IV

Nowe możliwości dla rozwoju działalności deweloperskiej w Polsce w kontekście zmian legislacyjnych – szanse i zagrożenia	99
4.1. Wstęp	99
4.2. Najem instytucjonalny oraz najem instytucjonalny lokalu mieszkalnego z dojściem do własności	102
4.2.1. Forma umowy	106
4.2.2. Wymóg wpisu do księgi wieczystej roszczenia najemcy o przeniesienie prawa własności lokalu mieszkalnego oraz praw niezbędnych do korzystania z lokalu	108
4.2.3. Ustanowienie hipoteki zabezpieczającej wierzytelność najemcy o zwrot zapłaconej ceny sprzedaży na wypadek niewykonania umowy	111
4.2.4. Wyłączenie skutków sprzedaży egzekucyjnej do sprzedaży lokalu mieszkalnego objętego umową najmu instytucjonalnego z dojściem do własności w postępowaniu upadłościowym, którego właścicielem jest upadły	113
4.2.5. Skutek w postaci zwrotu części ceny sprzedaży w przypadku rozwiązania lub wygaśnięcia umowy najmu instytucjonalnego z dojściem do własności	115
4.3. Ułatwienia w przygotowaniu i realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji towarzyszących	116
4.3.1. Przygotowanie i realizacja inwestycji mieszkaniowych	119
4.3.2. Standardy lokalizacji i realizacji inwestycji mieszkaniowych	126
4.4. Wnioski	128

Rozdział V

**Usługi pośrednictwa w obrocie nieruchomościami i ich odbiór
w świadomości
społecznej**

133

5.1. Wstęp	133
5.2. Pojęcie i klasyfikacja usług	134
5.3. Znaczenie usług w gospodarce	139
5.4. Uwarunkowania prawne w zakresie pośrednictwa w obrocie nieruchomościami w Polsce	143
5.5. Metody analizy empirycznej	147
5.6. Uregulowania prawne w zakresie wykonywania zawodu pośrednika w obrocie nieruchomościami w świetle badań empirycznych	150
5.7. Usługi pośrednictwa w obrocie nieruchomościami w świetle wyników wybranych badań empirycznych	153
5.8. Wnioski	160
Zakończenie	163
Bibliografia	167
Spis tabel	181
Spis rysunków	183

Wprowadzenie

Złożoność świata powoduje, że wyjaśnienie wielu aspektów otaczającej rzeczywistości nie jest możliwe na gruncie klasycznej ekonomii. Jednym ze sposobów przekroczenia bariery czystej ekonomii jest rozwój ekonomii instytucjonalnej. Instytucje rozumiane są jako reguły ludzkiego postępowania, prowadzą do redukcji niepewności, poprawy stopnia koordynacji podejmowanych działań i nawiązywanych stosunków gospodarczych. Ekonomia instytucjonalna nie stanowi zaprzeczenia dotychczasowego dorobku ekonomii, kultywuje go i znakomicie uzupełnia oraz rozszerza o multimedialne zagadnienia, obejmując nie tylko sformalizowane zasady, prawo, organizacje, ale też sięgając po nieformalne powiązania: zwyczaje, konwencje przyjęte w grupie, a także społeczne normy i wartości. Dąży do poznania i wyjaśnienia procesów gospodarczych przez zasady funkcjonowania struktur społecznych, reguł prawa, a nawet głęboko zinternalizowanych wzorów działania jednostek i podmiotów zbiorowych. Instytucje nazwane zostały zasadami gry, graczami są organizacje. Zachodzące pomiędzy nimi interakcje kształtują zmianę instytucjonalną¹. Organizacjami na gruncie ekonomii instytucjonalnej są korporacyjne podmioty bezpośrednio zaangażowane na rynku. Wobec braku dostępu do wiarygodnych informacji, rosnących kosztów transakcyjnych, narastającego chaosu oraz konfliktów społecznych we współczesnym świecie istnieje potrzeba wprowadzania szeroko rozumianych instytucji celem minimalizacji ryzyka związanego m.in. z podejmowaniem decyzji oraz możliwością szybkiego dostosowywania się do zachodzących zmian. Jednakże dynamiczne zmiany zachodzące we współczesnych gospodarkach dokonują się również w sferze instytucjonalnej. Na przestrzeni lat zmieniały się formy instytucji i relacje między nimi. Instytucje nadają kierunek zmian organizacjom, ale także dostosowują się one do zmian i przekształceń strukturalnych w gospodarce.

1 D.C. North, *Five Propositions about Institutional Change*, [w:] J. Knight, I. Sened (eds.), *Explaining Social Institutions*, Michigan 1998, s. 15, za: M. Owczarczuk, *Zmiany instytucjonalne w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, „Studia Ekonomiczne” 2013, nr 20(62), s. 35.

Rynek nieruchomości jest silnie osadzony w realiach ekonomii instytucjonalnej. Jego stan i rozwój są wynikiem silnej interakcji czynników gospodarczych, prawnych, kulturowych, a także społecznych. Wynika to głównie z cech samej nieruchomości oraz jej złożonego charakteru jako obiektu prawnego, ekonomicznego i technicznego, specyfiki rynku nieruchomości, który jest uznawany za najbardziej niedoskonały rynek wśród rynków niedoskonałych, ale także z powiązań całego sektora nieruchomości z rynkiem finansowym. Rynek nieruchomości oddziałuje w sposób istotny na całość gospodarki poprzez takie czynniki jak: poziom wytworzonego PKB przez sektor, udział sektora nieruchomości w podatkach i opłatach lokalnych, udział w zatrudnieniu, relacje kredytu hipotecznego do PKB, będącą miarą wielkości odmrożenia kapitału zaangażowanego w nieruchomości. Proces transformacji polskiej gospodarki, integracji z Unią Europejską, globalizacji oraz postępu technologicznego przyczynił się do zmian ładu instytucjonalnego także na rynku nieruchomości.

Niniejsza pozycja stanowi próbę wskazania wybranych zmian instytucjonalnych zachodzących na rynku nieruchomości poprzez uwzględnienie przemian na rynku kredytów hipotecznych, zmian spowodowanych procesem finansjalizacji, przekształceń w metodyce wyceny, zmian legislacyjnych na rynku deweloperskim oraz zmiany związanej ze świadczeniem usług pośrednictwa w obrocie nieruchomościami.

Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny. W rozdziale pierwszym przedstawiono istotne różnice pomiędzy poszczególnymi gospodarkami europejskimi w zakresie skali kredytowania hipotecznego. W kontekście postępującej integracji europejskiej weryfikacji poddano konwergencję tych rynków w latach 2000–2018. W rozdziale drugim omówiono problematykę finansjalizacji rynku nieruchomości, ze szczególnym uwzględnieniem czynników determinujących ten proces. W rozdziale trzecim dokonano oceny kierunków zmian zachodzących w metodyce wyceny nieruchomości oraz podjęto próbę oceny dostosowania zmian do warunków zmieniającego się otoczenia. Rozdział czwarty przedstawia rozwiązania legislacyjne w zakresie najmu instytucjonalnego i najmu instytucjonalnego z opcją dochodzenia do własności, które dają deweloperom (inwestorom) nowe możliwości rozwoju działalności. W rozdziale piątym analizowana jest rola usług związanych z obsługą rynku nieruchomości w gospodarce, ocena zmian uregulowań prawnych w zakresie usług pośrednictwa w obrocie nieruchomościami z perspektywy mieszkańców jednego z województw (województwa łódzkiego) oraz zakres i uwarunkowania korzystania z tychże usług.

Praca ze względu na swój interdyscyplinarny charakter skierowana jest zarówno do praktyków jak i teoretyków zajmujących się problematyką rynku nieruchomości. W pracy wykorzystano polską i zagraniczną literaturę przedmiotu, obowiązujące akty prawne, dostępne dane źródłowe oraz zaprezentowano wyniki badań własnych.

Rozdział I

Konwergencja europejskich rynków kredytowania hipotecznego

1.1. Wstęp

Kredyt hipoteczny stanowi podstawowy instrument finansowania inwestycji mieszkaniowych w dojrzałych gospodarkach rynkowych. Dotychczasowe badania potwierdzają korzystny wpływ rozwiniętego systemu kredytowania hipotecznego zarówno na sytuację mieszkaniową gospodarstw domowych, jak i koniunkturę ogólnogospodarczą. Jednakże nadmierny wzrost skali kredytowania hipotecznego może być źródłem niestabilności dla rynku nieruchomości jak i samego sektora bankowego, czego dobitnym przykładem były doświadczenia globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009.

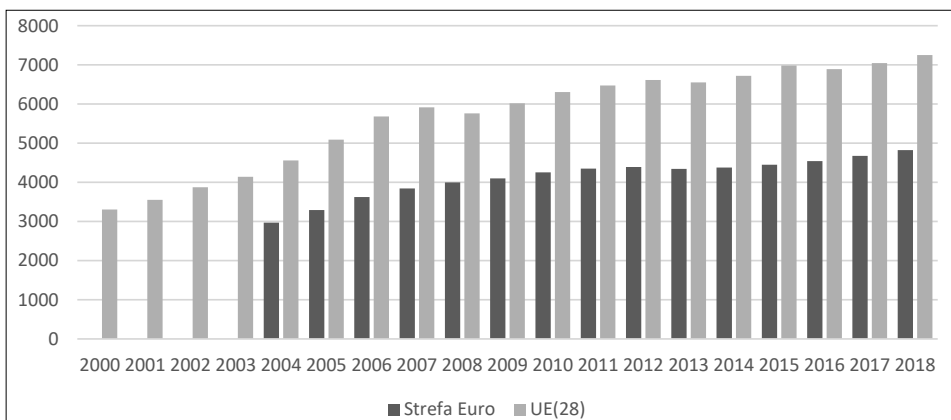
Analiza porównawcza ujawnia istotne różnice pomiędzy poszczególnymi gospodarkami europejskimi w zakresie skali kredytowania hipotecznego, rozwiązań instytucjonalnych dotyczących zasad udzielania i refinansowania kredytów, a także norm ostrożnościowych narzucanych przez instytucje nadzoru finansowego. Postępująca integracja gospodarcza i finansowa krajów członkowskich UE sprzyja jednak procesom upodabniania krajowych systemów kredytowania hipotecznego.

Celem rozdziału jest próba odpowiedzi na pytanie, czy i w jakim zakresie europejskie rynki hipoteczne wykazują tendencję do ujednoczenia. Z wykorzystaniem dwóch wskaźników (wartości zadłużenia hipotecznego per capita oraz zadłużenia hipotecznego w relacji do PKB) syntetycznie charakteryzujących poziom rozwoju przedmiotowych rynków w latach 2000–2018, zweryfikowano występowanie konwergencji typu beta, sigma oraz gamma, a także konwergencji relatywnej. W wymiarze teoretycznym oraz empirycznym poddano również analizie czynniki, które miały wpływ na proces konwergencji rynków hipotecznych.

1.2. Skala i znaczenie europejskich rynków kredytowania hipotecznego

Rynek hipoteczny w większości rozwiniętych gospodarek rynkowych stanowi fundament efektywnego systemu finansowania mieszkalnictwa. Oceniając jego rolę we współczesnej gospodarce, należy odnieść się do jego dwóch głównych wymiarów. Pierwszy dotyczy skali (rozmiarów) rynku hipotecznego i jego bezpośrednich oraz pośrednich powiązań z resztą gospodarki, drugi zaś związany jest ze społeczno-ekonomicznymi funkcjami, jakie rynek ten realizuje.

Kwantyfikacja skali finansowania hipotecznego w wymiarze europejskim wymaga przytoczenia kilku podstawowych statystyk. Łączne zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych we wszystkich krajach członkowskich UE szacowane było w 2018 r. na poziomie 7,25 bln euro. Dla porównania zagregowana wartość PKB Wspólnoty Europejskiej na koniec 2018 r. wyniosła 15,9 bln euro (w cenach bieżących)¹. Sektor ten pozostawał w trendzie wzrostowym przez cały okres analizy, jednak najwyższą dynamikę wzrostową wykazywał w latach 2000–2007 (rys. 1.1).



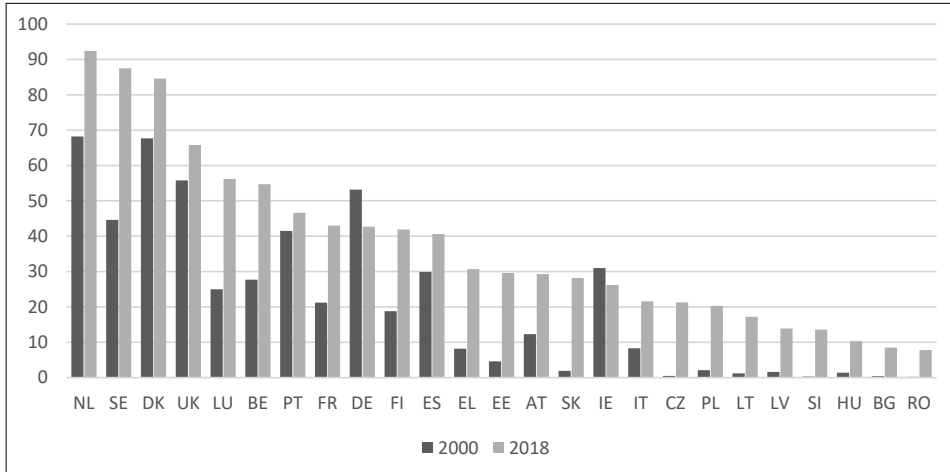
Rysunek 1.1. Zadłużenie z tytułu mieszkaniowych kredytów hipotecznych (w mld euro)

Źródło: Raporty HYPOSTAT 2019, HYPOSTAT 2011.

Struktura wewnętrzna europejskiego sektora hipotecznego w znacznym stopniu odzwierciedla poziom rozwoju gospodarczego i instytucjonalnego poszczególnych krajów. Dominujące znaczenie mają w nim trzy największe gospodarki UE – Wielka Brytania, Niemcy oraz Francja (ponad 55% udział w zadłużeniu hipotecznym w skali całej UE w 2018 r.). Dla porównania znaczenie wszystkich nowych krajów członkowskich w tym sektorze nie przekracza 3,5% zadłużenia hipotecznego ogółem.

¹ Dane Eurostat.

Szczegółowa charakterystyka poziomu rozwoju poszczególnych rynków hipotecznych wymaga odwołania się do danych w zakresie zadłużenia hipotecznego w relacji do PKB (rys. 1.2). W tym kontekście zauważalna jest dość wyraźna segmentacja z podziałem na rozwinięte rynki zachodnioeuropejskie z wiodącą rolą Holandii, Szwecji i Danii (dla których wskaźnik zadłużenia hipotecznego przekraczał w 2018 r. poziom 85% PKB) oraz rynki Europy Środkowo-Wschodniej z jednymi z najniższych wskaźników zadłużenia.



Rysunek 1.2. Zadłużenie hipoteczne w relacji do PKB (w %)

Źródło: HYPOSTAT 2019, HYPOSTAT 2011.

Ujawnione różnice mają swoje uzasadnienie w historycznych uwarunkowaniach rozwoju rynków hipotecznych. Dość intensywny rozwój kredytowania hipotecznego w krajach zachodnich obserwowany był już od lat 80. XX wieku w związku z sukcesywną deregulacją bankowości hipotecznej oraz rosnącą konkurencją pomiędzy instytucjami finansowymi. Tendencje te przyczyniły się do spadku kosztów kredytu hipotecznego, rozwoju uzupełniających usług finansowych, a w konsekwencji do zwiększonej dostępności kredytów dla gospodarstw domowych. Nie bez znaczenia był również rozwój metod refinansowania zadłużenia hipotecznego bezpośrednio na rynku kapitałowym².

W tym samym czasie kraje Europy Środkowo-Wschodniej nie spełniały podstawowych warunków dla sprawnego funkcjonowania bankowości hipotecznej. Wymogami tymi są³:

1. Rozbudowany system informacji o kredytobiorcy – sektor bankowy w celu prawidłowej oceny ryzyka kredytowego musi mieć dostęp do aktualnych

² IMF, *Housing and the Business Cycle*, World Economic Outlook, April 2000, s. 104–105.

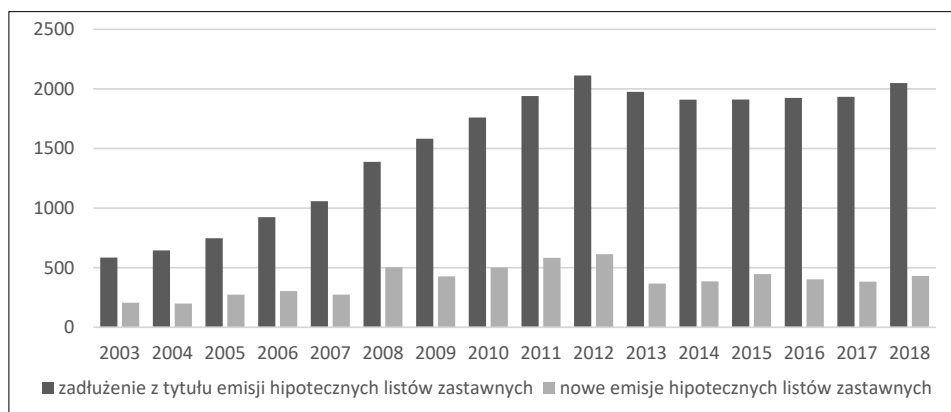
³ V. Warnock, F. Warnock, *Markets and Housing Finance*, „Journal of Housing Economics” 2008, vol. 17, issue 3, s. 239–251.

- i zweryfikowanych informacji o kredytobiorcy. Źródłem tych informacji powinien być nie tylko podmiot ubiegający się o kredyt, ale także publiczne i prywatne rejestry dłużników, systemy informacji kredytowej.
2. Możliwość szybkiego i skutecznego ustanowienia zabezpieczenia kredytu –klasycznym rozwiązaniem w tym zakresie jest hipoteka ustanawiana na nieruchomości. Jej wykorzystanie w procedurze kredytowej możliwe jest w przypadku funkcjonowania wiarygodnej ewidencji nieruchomości i praw z nimi związanych. Ważnym aspektem zabezpieczenia wierzytelności kredytowej jest również jego rzetelna wycena, która z kolei wymaga ustalenia adekwatnego standardu wartości (wartości rynkowej bądź wartości bankowo-hipotecznej);
 3. Stabilność makroekonomiczna – jest ona istotna zarówno z perspektywy strony popytowej, jak i podaźowej rynku. Bezpieczeństwo finansowe, jakie zapewnia korzystna i przewidywalna sytuacja gospodarcza, jest warunkiem koniecznym, aby gospodarstwa domowe były w ogóle skłonne zaciągać wieloletnie zobowiązania. Z kolei dla sektora bankowego są to uwarunkowania, w których może on oferować konkurencyjny i tani produkt finansowy.
 4. Źródła finansowania działalności kredytowej – długoterminowy charakter wierzytelności hipotecznych wymaga adekwatnych źródeł ich finansowania. Wykorzystanie w tym zakresie depozytów nie jest rozwiązaniem satysfakcjonującym ze względu na niedopasowanie struktury terminowej pasywów i aktywów podmiotów bankowych, a także ze względu na ograniczoną wydajność tej metody. Rozwiązaniem tego problemu jest wtórny rynek hipoteczny refinansujący kredyty poprzez techniki sekurytyzacyjne oraz emisje hipotecznych listów zastawnych.

Rozwój rynków kredytowania hipotecznego w Europie Środkowo-Wschodniej możliwy był po zakończeniu głębokiej i kosztownej, zarówno w wymiarze ekonomicznym, jak i społecznym, transformacji systemowej. Istotne znaczenie miały przede wszystkim: prywatyzacja sektora bankowego oraz jego otwarcie na napływ kapitału zagranicznego, wzrost jego konkurencyjności, przygotowanie zasad prawnych oraz struktur instytucjonalnych bankowości hipotecznej⁴.

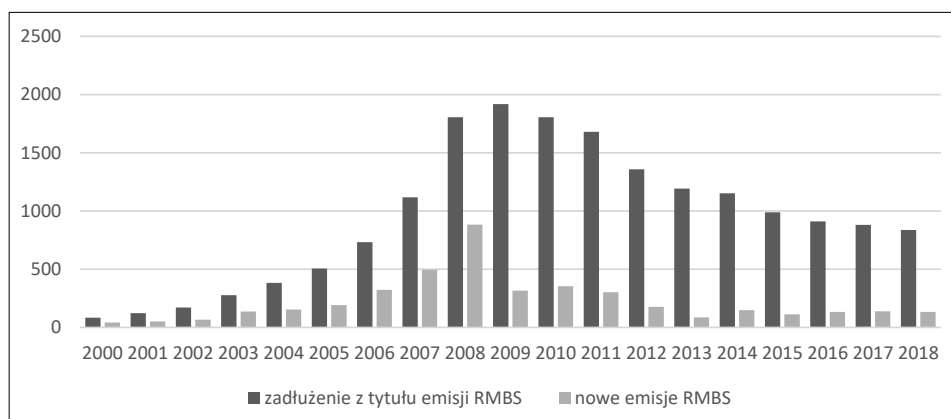
Mówiąc o skali sektora hipotecznego, należy wziąć pod uwagę nierozzerwalnie z nim związany rynek papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami hipotecznymi. Obejmuje on historycznie starszy segment hipotecznych listów zastawnych (rys. 1.3) oraz segment papierów sekurytyzacyjnych MBS – Mortgage Backed Securities (rys. 1.4).

4 J. Palacin, R. Shelburne, *The Private Housing Market in Eastern Europe and The CIS*, United Nations Discussion Paper Series 2005, No. 5, s. 9–12; K. Dąbrowska-Gruszczyńska, *Kapitał zagraniczny w polskim sektorze bankowym a poziom jego rozwoju na tle państw OECD*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2013, nr 170, s. 43–58.



Rysunek 1.3. Europejski rynek hipotecznych listów zastawnych (w mld euro)

Źródło: ECBC Covered Bond Statistics.



Rysunek 1.4. Europejski rynek sekurytyzacyjnych papierów RMBS (w mld USD)

Źródło: SIFMA Statistics.

W wielu krajach europejskich systemy te funkcjonują równolegle, zapewniając sektorowi bankowemu elastyczne formy refinansowania kredytów hipotecznych. Szczegółową charakterystykę wymienionych rozwiązań oraz uwarunkowań ich rozwoju zawierają m.in. prace Dinca⁵, Pinto i Carreira⁶ oraz Drewicz-Tułodzieckiej⁷.

5 S. Dinca, *Covered Bonds vs. Assets Securitisation*, „Theoretical and Applied Economics” 2004, vol. XXI, no. 11(600), s. 71–84.

6 J. Pinto, M. Correia, *Are Covered Bonds Different from Asset Securitization Bonds?*, „Working Papers de Gestao” 2017, No. 1 <https://ssrn.com/abstract=3045149> (dostęp: 10.02.2020).

7 A. Drewicz-Tułodziecka (red.), *Sekurytyzacja aktywów ze szczególnym uwzględnieniem wierzytelności hipotecznych. Praktyczne doświadczenia w wybranych krajach europejskich, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie i Polsce*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Zeszyt Hipoteczny Nr 16, Warszawa 2003.

Poza znaczącymi rozmiarami rynku hipotecznego jego rolę w gospodarce określa dość szerokie spektrum funkcji i zadań, jakie realizuje. Przede wszystkim należy podkreślić jego korzystny wpływ na sytuację mieszkaniową gospodarstw domowych. Dostępny i tani kredyt hipoteczny pozwala szybciej osiągnąć samodzielność mieszkaniową, a także w większym zakresie dostosować standard usługi mieszkaniowej do aspiracji i indywidualnych potrzeb obywateli⁸. Stały napływ kapitału na rynek mieszkaniowy stymuluje przyrost zasobu mieszkaniowego, podnosi też jakość towarzyszącej mu infrastruktury technicznej, komunikacyjnej, transportowej i społecznej.

Rozwinięty rynek hipoteczny zwiększa aktywność transakcyjną rynku mieszkaniowego, ułatwia w ramach niego optymalną alokację zasobów (kapitału, pracy, ziemi), podnosi efektywność mechanizmu cenowego, który sprawniej odzworowuje bieżący stan rynku. Zwiększa skłonność gospodarstw do oszczędzania (co pozwala na terminową spłatę zobowiązań kredytowych), ale także wpływa na ich decyzje w zakresie wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych (np. poprzez możliwość odmrożenia części kapitału zainwestowanego w nieruchomości)⁹.

W literaturze podkreśla się również, że kredyty hipoteczne stanowią zasadniczą część zobowiązań gospodarstw domowych oraz aktywów ogółem sektora bankowego. W związku z tym powinny być postrzegane jako ważny kanał, poprzez który polityka pieniężna może oddziaływać nie tylko na dynamikę cen, ale także na realną sferę gospodarki. Znaczenie rynku hipotecznego w tym kontekście rośnie wraz rozwojem usług i innowacji finansowych powiązanych z kredytami mieszkaniowymi¹⁰.

W ocenie wpływu rynku hipotecznego na koniunkturę ogólnogospodarczą podkreśla się zarówno jego stabilizacyjne, jak i procykliczne znaczenie. Dojrzałe systemy finansowania hipotecznego z odpowiednimi mechanizmami ostrożnościowymi wykazują tendencje do łagodzenia kryzysów rynku mieszkaniowego oraz wypłykania i skracania spadkowej fazy cyklu koniunkturalnego¹¹. Jednak nazbyt liberalna polityka kredytowa w połączeniu z brakiem dbałości o jakość portfela kredytów hipotecznych, których ryzyko poprzez transakcje sekurytyzacyjne przerzucanie jest na inwestorów instytucjonalnych, prowadzi w wielu

8 N. Erbas, F. Nothaft, *The Role of Affordable Mortgages in Improving Living Standards and Stimulating Growth: A Survey of Selected MENA Countries*, 2002, IMF Working Paper WP/02/17.

9 *Joint Center for Housing Studies Harvard University, Framing the Issues: Housing Finance, Economic Development and Policy Innovation*, Housing Finance International, September 2005.

10 ECB, *Housing finance in the Euro area. Structural Issue Report*, March 2009, s. 9.

11 D. Sutherland, P. Hoeller, *Growth Policies and Macroeconomic Stability*, „OECD Economic Policy Paper” 2014, No. 8; J. Campbell, C. Nuno, C. João, *Structuring Mortgages for Macroeconomic Stability* (February 2018). <https://ssrn.com/abstract=3135366> (dostęp: 30.01.2020).

przypadkach do kryzysów przeinwestowania, silnych fluktuacji cen aktywów oraz destabilizacji systemów gospodarczych¹².

Przykładem destrukcyjnego wpływu ekspansji kredytowej na kondycję gospodarek europejskich był miniony globalny kryzys finansowy. Większość europejskich rynków mieszkaniowych wykazywała w latach 2003–2008 silną dynamikę wzrostową cen. Aprecjacji cen mieszkań sprzyjała dobra koniunktura gospodarcza oraz niski poziom stóp procentowych. Tani i łatwo dostępny kredyt hipoteczny stworzył szansę dla wielu gospodarstw domowych na poprawę ich sytuacji mieszkaniowej. Skokowy wzrost popytu, finansowany kredytem hipotecznym, był główną przyczyną boomu cenowego, który, jak potwierdzają liczne badania, przybrał formę bańki cenowej¹³. Wraz z sygnałami zbliżającego się kryzysu finansowego nastąpiła silna korekta cen mieszkań (lata 2009–2010). Przeinwestowanie rynku mieszkaniowego miało szereg negatywnych konsekwencji dla bezpieczeństwa sektora bankowego, koniunktury w budownictwie mieszkaniowym jak i w całej gospodarce UE.

Pękające bańki cenowe stały się jednym ze źródeł największej od wielu dziesięcioleci recesji¹⁴. Istotne znaczenie sytuacji na rynkach mieszkaniowych dla stabilności makroekonomicznej podkreślone zostało przez Komisję Europejską. W 2011 wprowadzono procedurę zakłóceń równowagi makroekonomicznej (Macroeconomic Imbalance Procedure), której celem jest identyfikacja i ocena ryzyka powstawania nierównowagi makroekonomicznej w krajach członkowskich UE¹⁵. Jednym ze wskaźników uwzględnianych w procedurze MIP jest indeks cen mieszkań w ujęciu realnym, dla którego przyjęto próg ostrożnościowy na poziomie 6% (w skali rocznej)¹⁶.

12 O. Jorda, M. Schularick, A. Taylor, *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, „NBER Working Paper” 2014, No. 20501.

13 M. Bulbarelli, *The Housing Finance System in Italy and Spain: Why Did a Housing Bubble Develop in Spain – And Not in Italy?*, „Papers on International Political Economy (PIPE)” 2016, no. 26.; K. Żelazowski, *Identyfikacja baniek cenowych na lokalnych rynkach mieszkaniowych w Polsce z wykorzystaniem testu GSADF*, „Świat Nieruchomości” 2018, nr 2(104), s. 5–10; P. Zemcik, *Is There a Real Estate Bubble in the Czech Republic?*, „Czech Journal of Economics and Finance” 2011, vol. 61, no. 1; N. Dam, T. Hvolbøl, E. Pedersen, P. Sørensen, S. Thamsborg, *The Housing Bubble that Burst: Can House Prices be Explained? And Can Their Fluctuations be Dampened?*, „Monetary Review” 2011, 1st Quarter – Part 1; R. Sendi, *Housing Bubble Burst or Credit Crunch Effect?: Slovenia's Housing Market*, „Urbani Izziv” 2010, vol. 21, no. 2, s. 96–105.

14 E. Kucharska-Stasiak, *Rynek nieruchomości mieszkaniowych w procesie powstawania nierównowag makroekonomicznych*, „Świat Nieruchomości” 2016, nr 2(96), s. 5–10.

15 J. Janecki, *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2017, nr 2(328), s. 125–126.

16 *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances: envisaged initial design*, „European Commission staff working paper”, 2011, 8 Nov (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/swp_scoreboard_08_11_2011_en.pdf).

1.3. Pojęcie konwergencji i metody jej identyfikacji

Mimo że pojęcie konwergencji znane jest już od lat 50. XX wieku, jego zakres znaczeniowy podlegał istotnym zmianom¹⁷. Współcześnie konwergencja rozumiana jest jako „upodobnianie się gospodarek krajowych lub regionalnych pod względem poziomu rozwoju, a także jako redukcja dystansu rozwojowego przez kraje o niskim poziomie rozwoju”¹⁸. Pojęcie to może również dotyczyć procesu ujednolicania strukturalnego gospodarek oraz synchronizacji wybranych mechanizmów i zjawisk ekonomicznych¹⁹.

Konwergencja nie jest kategorią jednorodną, istnieje szereg kryteriów jej podziału uwzględniających m.in.:

1. Obszar tematyczny analizy – najczęściej w tym kontekście wyróżnia się konwergencję gospodarczą, społeczną i instytucjonalną.
2. Sferę gospodarczą będącą przedmiotem analizy – pozwala to wyodrębnić konwergencję nominalną (której kryteria ujęto w traktacie z Maastricht) dotyczącą zbieżności wskaźników inflacji, stóp procentowych, kursu walutowego, polityki fiskalnej oraz konwergencję realną obejmującą zbieżność agregatów opisujących strukturę gospodarek oraz dynamikę ich wzrostu.
3. Zakres przestrzenny analizy – konwergencja może być weryfikowana zarówno w wymiarze międzynarodowym, jak i w granicach poszczególnych krajów a nawet regionów.
4. Stopień homogeniczności badanych obiektów – wyróżnia się konwergencję globalną (wszystkich obiektów poddanych analizie) i konwergencję klubową (zachodzącą w wybranych grupach obiektów, najczęściej o podobnej charakterystyce społeczno-ekonomicznej)²⁰.

Jednym z podstawowych kryteriów podziału jest jednak metodologia pomiaru konwergencji, która pozwala wyodrębnić konwergencję typu *beta*, *sigma* oraz *gamma*. Ich krótka charakterystyka przedstawiona została poniżej.

Konwergencja typu *beta* pozwala identyfikować efekt doganiania (*catch up effect*) gospodarek (regionów) rozwiniętych przez gospodarki (regiony) słabiej rozwinięte. Proces ten możliwy jest dzięki wyższej dynamice rozwoju gospodarek (regionów) biedniejszych. Jeżeli wszystkie gospodarki (regiony) dążą do osiągnięcia tego

17 Ł. Jabłoński, *Ewolucja poglądów na temat konwergencji w ekonomii rozwoju*, „Gospodarka Narodowa” 2008, nr 5–6, s. 25–46.

18 K. Beck, M. Grodzicki, *Konwergencja realna i synchronizacja cykli koniunkturalnych w Unii Europejskiej. Wymiar strukturalny*, Scholar, Warszawa 2014.

19 R. Stefański, *Synchronizacja cyklu koniunkturalnego a realna konwergencja Polski ze strefą Euro*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2008, z. 4, s. 129–149.

20 Por. E. Kucharska-Stasiak, E. Kusideł, M. Załączna, K. Żelazowski, *Procesy konwergencji na europejskich rynkach mieszkaniowych. Ujęcie międzynarodowe i regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2020 oraz Ł. Jabłoński, *Kapitał ludzki a konwergencja gospodarcza*, C.H. Beck, Warszawa 2012.

samego poziomu równowagi długookresowej mowa jest o absolutnej konwergencji *beta*, natomiast jeśli gospodarki (regiony) dążą do różnych stanów równowagi wynikających z ich wewnętrznych uwarunkowań mowa jest o warunkowej konwergencji *beta*²¹. Podstawowy model konwergencji *beta* przyjmuje postać²²:

$$\frac{1}{T} \ln \left(\frac{y_{i0+T}}{y_{i0}} \right) = \alpha + b \cdot \ln(y_{i0}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

gdzie:

y_{i0+T} ; y_{i0} – wartość zmiennej w gospodarce (regionie) i w ostatnim i pierwszym okresie analizy;

α , b – parametry strukturalne modelu, przy czym $b = -\frac{(1-e^{-\beta T})}{T}$;

T – horyzont analizy;

$\varepsilon_{i,t}$ – składnik losowy.

Jeżeli oszacowany parametr b jest ujemny i statystycznie istotny, pozwala to wnioskować o zachodzeniu konwergencji *beta*, której tempo określa współczynnik zbieżności β . Współczynnik ten umożliwia również wyznaczenie statystyki half-life informującej o liczbie lat, po upływie których istniejące różnice pomiędzy gospodarkami (regionami) zostaną zredukowane o połowę:

$$h - l = -\frac{\ln 2}{\beta} \quad (1.2)$$

Konwergencję *beta* identyfikować można również na podstawie danych panelowych. Wówczas model postaci (1.3) może być szacowany jako model *pooled*, model z efektami ustalonymi (FEM), model z efektami losowymi (REM) a także z wykorzystaniem metod estymacji przeznaczonych dla dynamicznych modeli panelowych²³.

$$\ln \left(\frac{y_{it}}{y_{it-1}} \right) = \alpha + b \ln(y_{it-1}) + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1.3)$$

21 N. Mankiw, D. Romer, D. Weil, *A Contribution of the Empirics of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1992, vol. 107, no. 2, s. 407–437 oraz R. Barro, X. Sala-i-Martin, *Economic Growth and Convergence across the United States*, National Bureau of Economic Research 1990, Working Paper No 3419.

22 Dla warunkowej *beta* konwergencji równanie (1.1) po prawej stronie uzupełniane jest o zestaw zmiennych determinujących tempo wzrostu zmiennej objaśnianej.

23 E. Kusideł, *Konwergencja gospodarcza w Polsce i jej znaczenie w osiągnięciu celów polityki spójności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013 oraz B. Dańska-Borsiak, *Konwergencja czy dywergencja polskich województw? Zastosowanie dynamicznych modeli panelowych*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2011, nr 253, s. 41–54.