

Dariusz Graj

Uniwersytet Gdański

Michał Pronobis

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

WEJŚCIE POLSKI DO STREFY EURO A RYZYKO WYSTĄPIENIA BĄBLI SPEKULACYJNEGO NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

1. Wstęp

W ostatnich latach w świecie ekonomii ponownie ożywiona została dyskusja na temat zjawiska narastających bąbli spekulacyjnych (*asset bubbles*) na różnego rodzaju rynkach aktywów, w tym na rynku nieruchomości. Niezwykle istotna staje się kwestia przyczyn powstawania i pękania baniek cenowych, ich skutków dla gospodarki, a także ewentualnych sposobów reagowania na nie ze strony polityki ekonomicznej. Zasadne wydaje się pytanie, czy wejście do strefy euro zwiększy ryzyko wystąpienia w Polsce bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości.

2. Bańka na rynku nieruchomości – przyczyny i możliwości przeciwdziałania

Nieruchomości, podobnie jak akcje czy obligacje skarbowe, są aktywami, a zatem proces kształtowania się ich cen podlega nieco innym prawom niż w przypadku cen zwykłych towarów i usług. Dynamika cen w sektorze realnym determinowana jest bowiem w głównej mierze przez bieżący popyt i podaż na rynku, podczas gdy o cenach aktywów finansowych decydują dodatkowo oczekiwania co do rozmiarów popytu i podaży, a także cen w przyszłości [Plosser 2007]. Ceny nieruchomości zachowują się najczęściej procyklicznie – zbieżnie co do kierunku z tempem PKB, konsumpcji, inwestycji, stopą inflacji, saldem budżetu, saldem na rachunku obrotów bieżących oraz z luką popytową [Ahearne i in. 2005]. Przykładowo, wzrost cen nieruchomości sprawia, że gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa spodziewają się dalszego wzrostu cen, stąd zgłaszają zwiększony popyt na nieruchomości w chwili

obecnej [Mishkin 2007]. Z drugiej strony, wzrost bieżącej wartości nieruchomości powiększa wartość majątku gospodarstw domowych, które dzięki temu mogą wydawać więcej na dobra i usługi (*wealth effect*), zwłaszcza przy dużej skłonności do finansowania bieżącej konsumpcji długiem (kredyty hipoteczne) [Stążka 2007].

Badania empiryczne wskazują, że boomy na rynku nieruchomości poprzedzone są najczęściej okresem łagodnej polityki monetarnej i mają miejsce w fazie silnego wzrostu gospodarczego [Ahearne i in. 2005]. W przypadku *emerging markets* źródłem przegrzania w sektorze nieruchomości może być także nadrabianie dystansu rozwojowego i związane z tym „doganianie” także w obszarze infrastruktury budowlanej. Jeśli zatem rosnącym cenom nieruchomości towarzyszy zwykle korzystna koniunktura, a co za tym idzie – zwiększająca się presja inflacyjna w gospodarce – banki centralne reagują na tego typu kolejność zdarzeń zacieśnieniem polityki pieniężnej. Niemniej jednak w teorii ekonomii nierozstrzygnięta pozostaje kwestia oddziaływania władz monetarnych bezpośrednio na rynek nieruchomości. Oczywiście, jak powiedziano już wcześniej, bank centralny powinien uważnie monitorować to, co dzieje się z cenami aktywów. Rynki finansowe są bowiem żywą częścią gospodarki (coraz bardziej istotną), toteż dynamika cen aktywów zawiera ważną informację na temat bieżącego rozwoju w sferze realnej gospodarki – informację, która powinna być jak najbardziej brana pod uwagę przy ustalaniu parametrów polityki pieniężnej [Bernanke 2002]. Bank centralny musi zatem uważnie śledzić ceny nieruchomości, podobnie jak inne zmienne w gospodarce, które mogą oddziaływać na przyszłą inflację, i w razie potrzeby podnosić stopy procentowe, aby utrzymać inflację pod kontrolą [Bernanke 2002]. Co warto jednak podkreślić, pożądane zacieśnienie monetarne następowałoby w tym przypadku w reakcji na zagrożenia ogólnoinflacyjne, nie zaś wyłącznie w celu ingerencji w ceny aktywów.

Skąd jednak biorą się przesłanki do bardziej aktywnego przeciwdziałania nadmiernemu wzrostowi cen nieruchomości za pomocą polityki stóp procentowych? Po pierwsze, jeśli w gospodarce następuje bardzo silny wzrost cen określonej klasy aktywów, często wzrost ten wcale nie wynika z działania czynników fundamentalnych, lecz bardziej spekulacyjnych. Na rynku rośnie wówczas bańka spekulacyjna, która po pewnym czasie pęka, co przyczynia się do powstania negatywnych zaburzeń w skali całej gospodarki [Plosser 2007]. Jeśli popyt spekulacyjny w momencie narastania bańki finansowany jest dodatkowo poprzez kredyt, ewentualna korekta cen (pęknięcie bańki) przyczynić się może do utraty zdolności obsługiwanego długu, bankructw zadłużonych podmiotów oraz zachwiania stabilności systemu finansowego. W przypadku mieszkań jest to szczególnie niebezpieczne, ponieważ kredyty hipoteczne mają relatywnie dużą wartość, a w przypadku korekty na rynku więcej gospodarstw domowych narażonych jest na utratę części lub całości swojego majątku niż np. w sytuacji bessy na giełdzie [Stążka 2007]. Jeśli zatem bąbel spekulacyjny narasta – świadczyć to może o nieracjonalnym i nieoptymalnym angażowaniu dostępnych zasobów w gospodarce, w przypadku natomiast jego pęknięcia – zachwianiu ulega stabilność systemu finansowego, gospodarce zaś grozi recesja.

Mimo oczywistych negatywnych konsekwencji narastania baniek cenowych na rynku nieruchomości, co sugerować by mogło konieczność zajmowania postawy przeciwdziałającej przez bank centralny, istnieje kilka poważnych argumentów przeciwko próbom ich przekłuwania za pomocą stóp procentowych. Po pierwsze, występować mogą duże problemy z identyfikowaniem powstającego bąbla na rynku aktywów. Trudno bowiem faktycznie ocenić, czy wzrost cen ma więcej wspólnego ze zmianami fundamentalnymi na rynku (odzwierciedlającymi silne podstawy gospodarki), czy też nadmuchiwany jest poprzez zakupy spekulacyjne. Ocena taka *de facto* sporządzona musi zostać na bazie analizy zmiennych całkowicie nieobserwowalnych. Co ciekawe, ekonomiści często nie są ze sobą zgodni *ex post* co do tego, czy bąbel w istocie wystąpił, czy też nie, nie wspominając już o problemach z jego identyfikacją we wczesnej fazie powstawania. Banki centralne nie dysponują lepszym stanem wiedzy na temat sytuacji rynkowej niż same rynki finansowe, których to kolektywne przekonania decydują przecież o dalszym kierunku, w jakim podążać będą ceny aktywów [Bernanke 2002; Plosser 2007]. Próby przekłucia nieistniejącej bańki skończyłyby się zaś niepotrzebną recesją.

Innym argumentem świadczącym przeciwko interwencjom władz monetarnych skierowanym bezpośrednio w rynek nieruchomości jest, najogólniej mówiąc, nieodpowiednie instrumentarium. Nie można bowiem za pomocą zacieśnienia polityki stóp procentowych oddziaływać wyłącznie na jeden rynek nieruchomości, nie wpływając jednocześnie na inne klasy aktywów czy też na realną gospodarkę. Polityka pieniężna nie jest właściwym instrumentem studzenia rozgrzanego rynku nieruchomości, ponieważ po pierwsze efekty jej oddziaływania na ceny mieszkań mogą być zbyt małe w stosunku do kosztów, jakie poniesie realna gospodarka [Assenmacher-Wesche, Gerlach 2008]. Determinując kierunek polityki pieniężnej sytuacją na rynku aktywów, bank centralny wygenerowałby zbyt duże straty po stronie produkcji i zatrudnienia.

Podsumowując, istnieją poważne ograniczenia możliwości wykorzystania stóp procentowych w celu przekłucia bąbla spekulacyjnego w jego wczesnej fazie wzrostowej. Aby działania banku centralnego, zmierzające do osiągnięcia tego celu, były uzasadnione, powinny być spełnione co najmniej trzy warunki:

- 1) bank centralny musi być w stanie poprawnie zidentyfikować bąbel na rynku aktywów we właściwym czasie,

- 2) musi istnieć wysokie prawdopodobieństwo, że nieco większe zacieśnienie polityki pieniężnej będzie w stanie powstrzymać aktywność spekulacyjną na danym rynku aktywów,

- 3) powinno istnieć wysokie prawdopodobieństwo, że ewentualne osiągnięcie skutku w postaci zatrzymania wzrostu cen aktywów nie zostanie okupione znacznym spowolnieniem wzrostu gospodarczego lub recesją [Rybiński 2007].

Jednoczesne występowanie wszystkich trzech warunków jest wątpliwe, co współczesnym bankom centralnym każe raczej powstrzymać się od prób przeciwdziałania zjawisku *asset bubble*. Władze monetarne powinny zatem koncentrować się na swoim głównym celu, jakim jest zapewnienie stabilności cen oraz (ewentualnie)

względnie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Przyjmowanie dodatkowego celu w postaci stabilizacji cen aktywów mogłoby rodzić sprzeczność z dążeniem do celów podstawowych, co dodatkowo psułoby przejrzystość i wiarygodność polityki pieniężnej [Plosser 2007]. Oczywiście dobrze byłoby znaleźć środek zdolny przeciwdziałać wahaniom cenowym na rynku nieruchomości (i innych aktywów), jednak, jak starano się wykazać, polityka pieniężna nie stanowi optymalnego narzędzia do realizacji tego zadania. Nawet bez uwzględnienia trudności z odróżnianiem baniek spekulacyjnych od zwyczajnego (podyktowanego zmianami fundamentalnymi) wzrostu cen, stopy procentowe nie są właściwym instrumentem oddziaływania na poszczególne rynki aktywów ze względu na swój zbyt szeroki zasięg rażenia.

Czy zatem nie pozostaje nam nic innego jak pogodzić się z nieustającym przepłataniem się faz boomu i korekty na rynku nieruchomości, a co za tym idzie – całkowicie zaakceptować pojawiające się stąd zagrożenie dla gospodarki? Po części – tak. W istocie wahania cen pozostaną na zawsze częścią wolnorynkowego systemu ekonomicznego. Z drugiej strony zjawisko *asset bubble* nie musi pozostawać całkowicie poza kontrolą polityki gospodarczej. Jednak jej punkt ciężkości powinien być położony nie w obszarze kształtowania stóp procentowych, lecz na płaszczyźnie działań makroostrożnościowych, wzmacniających dyscyplinę w sektorze finansowym. Chodzi głównie o zagwarantowanie trwałego ukształtowania się odpowiedniej struktury aktywów i poziomu kapitałów w obrębie systemu bankowego, co w razie wystąpienia szoków, pozwoli na relatywnie łagodne jego zaabsorbowanie. W przypadku gdy przyczyną narastania bąbla są oczekiwania ponadprzeciętnych zysków, odpowiednia polityka nadzorcza i regulacyjna może ponadto istotnie zmniejszyć opłacalność spekulacji, a co za tym idzie – i jej zakres [Rybiński 2007]¹. Działania nadzorcze mają poza tym, jako instrument utrudniający tworzenie *asset bubble*, tę zaletę, że oddziałują bezpośrednio na wybraną grupę uczestników rynku, pełniących kluczową rolę w procesie narastania bąbla. Ich działanie nie jest zatem tak wyniszczające dla całej gospodarki, jak w przypadku stóp procentowych, lecz bardziej wybiórcze i precyzyjne [Rybiński 2007; Bernanke 2002].

Na koniec rozważań teoretycznych warto jeszcze podkreślić, że rynek nieruchomości działa w coraz większym stopniu w rytm procesów globalnych, mimo iż mieszkania z definicji służą zaspokajaniu potrzeb lokalnych społeczeństwa. Odkładając na bok wszystkie dotychczasowe uwagi, nawet gdyby bank centralny miał intencje oddziaływać na lokalny rynek nieruchomości, jego potencjał oddziaływania jest, z tego właśnie względu, bardzo ograniczony. Wątek ten wpisuje się zresztą w szerszą dyskusję na temat ograniczonej niezależności polityki pieniężnej w warunkach globalizacji, zwłaszcza w przypadku małych, otwartych gospodarek. Pozostaje to jednak poza głównym nurtem rozważań w niniejszym artykule.

¹ Duże pole manewru pozostaje w tym kontekście władzom monetarnym kredytów, instytucjom nadzorczym w obszarze kredytów hipotecznych. W warunkach boomu kredytowego można np. zastosować ograniczenie relacji kredytu do poziomu zabezpieczenia lub wprowadzić wymóg większej wysokości wkładu własnego.

3. Kryzys na rynku nieruchomości w USA

Według wielu ekonomistów kryzys na amerykańskim rynku nieruchomości ma charakter typowego bąbla spekulacyjnego. Jako główne przyczyny jego powstania wskazują na zbyt łagodną politykę monetarną Fed, połączoną z działaniami administracyjnymi nakierowanymi na upowszechnienie własności. Pobudzane przez amerykański rząd programy udzielania kredytów o obniżonej jakości (*subprime*) doprowadziły do boomu na rynku nieruchomości. Według danych Narodowego Stowarzyszenia Pośredników [Greenspan 2008] inwestycje spekulacyjne na amerykańskim rynku nieruchomości zwykle stanowiły nie więcej niż 10%. W ostatnich latach (2001-2006) zakupy spekulacyjne stanowiły blisko 28% prowadzonych inwestycji. Ceny nieruchomości w tych latach rosły średnio o 7,5% rocznie (dwa razy szybciej niż w latach 90.), a na niektórych lokalnych rynkach (Nowy York, San Diego) ceny rosły w tempie około 20% rocznie. Działania amerykańskiej administracji służyły pobudzeniu gospodarki, która po 11 września znalazła się w stanie letargu. Ta polityka okazała się, w krótkim okresie, skuteczna. „Zwiększenie wydatków praktycznie w całości było finansowane przez wzrost zadłużenia hipotecznego, co szczególnie ułatwiały instytucje finansowe” [Greenspan 2008]. Każdy bąbel spekulacyjny musi jednak kiedyś pęknąć. W połowie 2007 r. doszło do załamania na amerykańskim rynku nieruchomości. Według agencji Case-Shiller wskaźnik cen domów spadł w kwietniu 2008 o 22% [Wolf 2008]. Kurs akcji banków i innych instytucji finansowych, odzwierciedlony we wskaźniku S&P 500 spadł w ciągu 12 miesięcy o 54,5% [S&P 500... 2008]. Rozmiary kryzysu są trudne do oszacowania. Według raportu funduszu Bridgewater Associates straty mogą zawierać się w przedziale 0,4-1,6 bln USD, już ujawnione odpisy aktualizacyjne sektora finansowego wyniosły 540 mld USD [Guerrera, Authers, White 2008]. Skutki prowadzonej polityki stymulowania gospodarki możemy właśnie obserwować: wzrost inflacji konsumenckiej, deprecjacja dolara, odpływ kapitału, kryzys giełdowy i światowy wzrost cen surowców. Kryzys na rynku amerykańskim rozlał się na całą gospodarkę światową i może doprowadzić do radykalnych zmian w globalnym układzie sił gospodarczych.

4. Kryzys w Hiszpanii i w Irlandii

Podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, rynki nieruchomości Hiszpanii i Irlandii znalazły się w bardzo trudnej sytuacji. I podobnie jak w USA, kryzys na tych rynkach ma charakter bąbla spekulacyjnego. Jednakże nieco inne są źródła jego powstania. Warto prześledzić rozwój sektora budowlanego Irlandii i Hiszpanii na danych historycznych. W latach 70. ubiegłego wieku sektor budowlany stanowił średnio 9,33% wartości dodanej całej gospodarki Irlandii i 8,6% gospodarki hiszpańskiej [OECD 2008]. Dla porównania wskaźnik ten wynosił w tych latach 7,88% dla sektora budowlanego Niemiec, 8,26% dla Francji i 8,19% we Włoszech. Można powiedzieć, że rozwój sektora budowlanego Irlandii i Hiszpanii odbywał się w tym okresie

w sposób zrównoważony i jego tempo nie odbiegało od średniego tempa w innych rozwiniętych krajach europejskich. W latach 80. wartość dodana sektora budowlanego kształtowała się następująco: Irlandia 7,33%, Hiszpania 7,05%, Niemcy 6,44%, Francja 6,83% i Włochy 6,61%. Warto zauważyć, że rozwój sektora budowlanego Irlandii i Hiszpanii w latach 80. zaczął odbiegać od tempa rozwoju tego sektora w rozwiniętych gospodarkach zachodnich.

Irlandia i Hiszpania weszły na ścieżkę nadrabiania dystansu cywilizacyjnego, którego przejawem były inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków EWG. Sektor budowlany Irlandii i Hiszpanii zaczął odgrywać większą rolę w kształtowaniu PKB niż w innych krajach. W końcu lat 90. wskaźnik wartości dodanej kształtował się następująco: Irlandia 6,6%, Hiszpania 7,9%, Niemcy 5,5%, Francja 5,1% i Włochy 4,9%. Rozwój sektora budowlanego Irlandii i Hiszpanii zaczął pod koniec lat 90. wyraźnie odbiegać od innych krajów. Gospodarki Irlandii i Hiszpanii wstąpiły na drogę asymetrycznego rozwoju, jednakże ta asymetryczność w sposób bardzo jaskrawy uwidoczniła się dopiero w latach następnych. W tabelach zebrano podstawowe wskaźniki rozwoju sektora budowlanego w wybranych krajach w latach 2000-2005.

Tabela 1. Wartość sprzedaży sektora budowlanego (mld euro)

Kraje	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005/2000
Irlandia	7500	7 612,4	8 853,2	10 307,6	12 241,9	14 568,9	94,25
Hiszpania	115 884,8	142 583,8	179 860,2	204 304,9	218 429,0	255 999,3	120,91
Niemcy	188 134,2	168 903,1	156 990,7	147 615,0	142 376,0	137 347,1	-27,00
Francja	136 651,2	144 808,8	148 567,4	156 167,1	168 980,1	178 905,7	30,92
Włochy	129 135,8	143 771,2	155 914,5	152 143,6	186 353,6	197 102,7	52,63

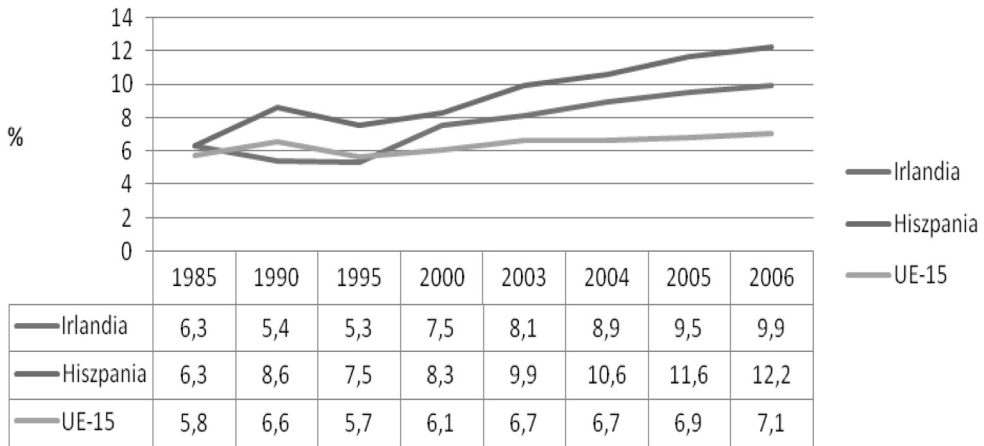
Źródło : opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu 2008.

Tabela 2. Zatrudnienie w sektorze budowlanym (zatrudnienie ogółem)

Kraje	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005/2000
Irlandia	33 000	35 288	39 961	42 325	47 459	49 685	50,56
Hiszpania	1 695 900	1 952 727	2 189 274	2 310 522	2 455 722	2 657 642	56,71
Niemcy	2 164 129	1 987 741	1 824 337	1 697 818	1 623 973	1 515 465	-29,97
Francja	1 436 543	1 458 342	1 470 596	1 494 723	1 547 648	1 538 128	7,07
Włochy	1 477 966	1 529 011	1 574 979	1 705 742	1 748 373	1 809 834	22,45

Źródło : opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu 2008.

W latach 2000-2006 znacznie wzrosła rola sektora budowlanego Irlandii i Hiszpanii w kształtowaniu krajowych PKB. O niezrównoważonym wzroście tego sektora świadczy bardzo wysoki udział wartości dodanej tego sektora do wartości dodanej ogółem, bardzo wysoka dynamika wartości sprzedaży oraz bardzo wysoka dynamika zatrudnienia. Rysunek 1 prezentuje dane dotyczące wartości dodanej sektora bu-



Rys. 1. Wartość dodana sektora budowlanego jako procent wartości dodanej ogółem

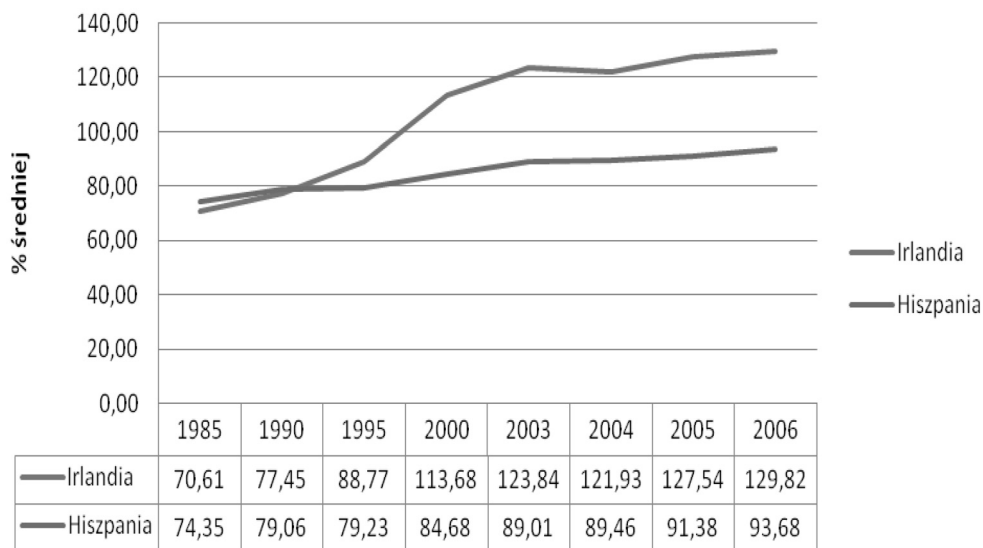
Źródło: opracowanie własne na podstawie [OECD 2008] i danych Eurostatu 2008.

dowlanego Irlandii i Hiszpanii na tle średniej wartości dla krajów UE15. W roku 1985 (rok wstąpienia Hiszpanii do EWG) wartość dodana sektora budowlanego Irlandii i Hiszpanii nie odbiegała znacząco od średniej dla UE15. Wstąpienie Hiszpanii do EWG było ważnym impulsem do nagłego rozwoju budownictwa, co stało się jednym z głównych składników dynamicznego wzrostu PKB. Sektor budowlany Irlandii wzrósł dopiero w końcówce lat 90. i do 2006 r., podobnie jak w przypadku Hiszpanii, stał się istotnym czynnikiem kształtującym PKB.

5. Przyczyny nie zrównoważonego wzrostu

Hiszpania i Irlandia w połowie lat 80. były jednymi z najuboższych krajów Wspólnoty. W roku 1985 PKB *per capita* (PPPs) Hiszpanii stanowił 74,34% średniej unijnej, a Irlandii tylko 70,6%. Rysunek 2 prezentuje dane na temat kształtowania się PKB *per capita* w latach 1985-2006.

W latach 1986-1995 PKB *per capita* Irlandii i Hiszpanii wzrastał szybciej niż średnio dla pozostałych krajów EWG. W ciągu tych 10 lat kraje te nadrabiały dystans, dzielący je od średniej w tempie 1,8% (Irlandia) i 0,5% (Hiszpania) średniorocznie. W następnych 10 latach tempo to wzrosło do 3,87% (Irlandia) i 1,21% (Hiszpania). Obie gospodarki weszły w fazę dynamicznego rozwoju, co znalazło swoje odzwierciedlenie w szybko rosnącym PKB *per capita*. Szczególnie dobre dla obu gospodarek były lata 1995-1999, kiedy to tempo wzrostu było wyraźnie wyższe niż średnie dla UE15. Warto zauważyć korelację pomiędzy przyspieszonym tempem rozwoju gospodarczego i rozrostem sektora budowlanego. W tych latach wartość dodana sektora budowlanego wzrosła z 5,3 do 7,5% (+2,2 punktu procentowego)

Rys. 2. PKB *per capita* jako procent średniej UE15

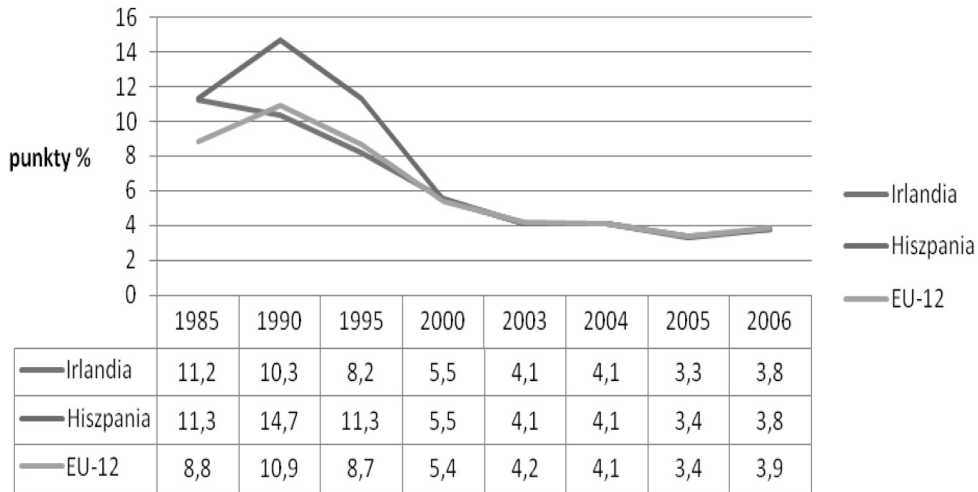
Źródło: opracowanie własne na podstawie [OECD 2008].

w Irlandii oraz z 7,5 do 8,3% (+0,8 punktu procentowego) w Hiszpanii. W obu przypadkach rozmiary sektora budowlanego znacznie odbiegały od wartości średniej, wynoszącej 6,1% (+0,4 punktu procentowego). Bardzo dynamiczny wzrost gospodarczy, związany z nim przyrost PKB *per capita* oraz efekt „bogacenia się” mieszkańców wywołały duży popyt na rynku nieruchomości.

6. Stopy procentowe

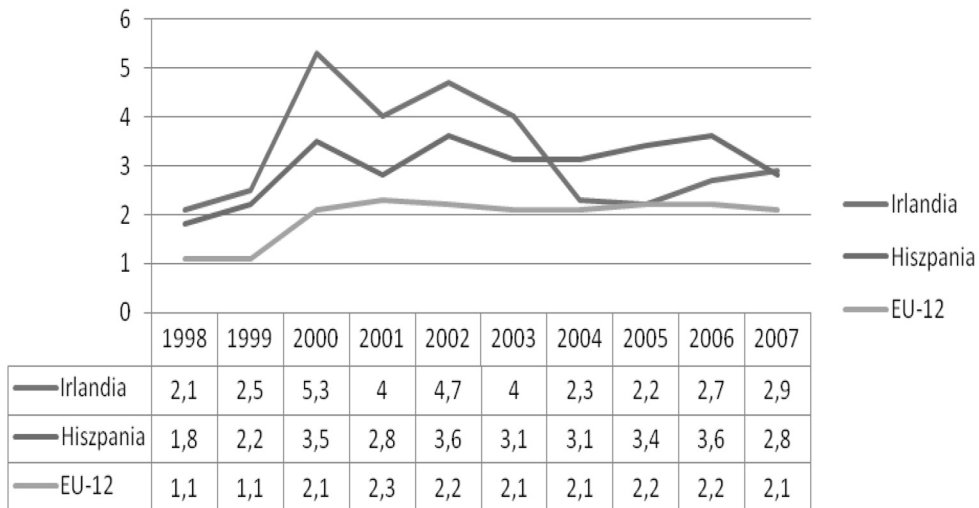
Lata 90. to okres dynamicznego rozwoju światowej gospodarki przy niskiej inflacji konsumenckiej (CPI). Zjawisku temu towarzyszyła obniżka stóp procentowych banków centralnych oraz długoterminowych stóp procentowych.

Długoterminowe stopy procentowe (rys. 3), które wpływają na koszty kredytów hipotecznych, w drugiej połowie lat 90. zaczęły spadać. W przypadku Irlandii stopy te wykazywały dużą zbieżność ze średnimi stopami krajów UE12. Stopy w Hiszpanii aż do przyjęcia wspólnej waluty w 2000 r. były znacząco wyższe. Było to spowodowane wyższą inflacją CPI, która w omawianym okresie aż do 1997 r. nie spełniała warunków konwergencji nominalnej dla krajów przystępujących do unii monetarnej. Po przyjęciu euro zarówno w Irlandii, jak i w Hiszpanii doszło do przyspieszenia zjawisk inflacyjnych. Nagłe przyspieszenie inflacji konsumenckiej w roku 2000 – zarówno w Irlandii, jak i w Hiszpanii – doprowadziło do znacznego obniżenia realnych stóp długoterminowych.



Rys. 3. Długoterminowe stopy procentowe

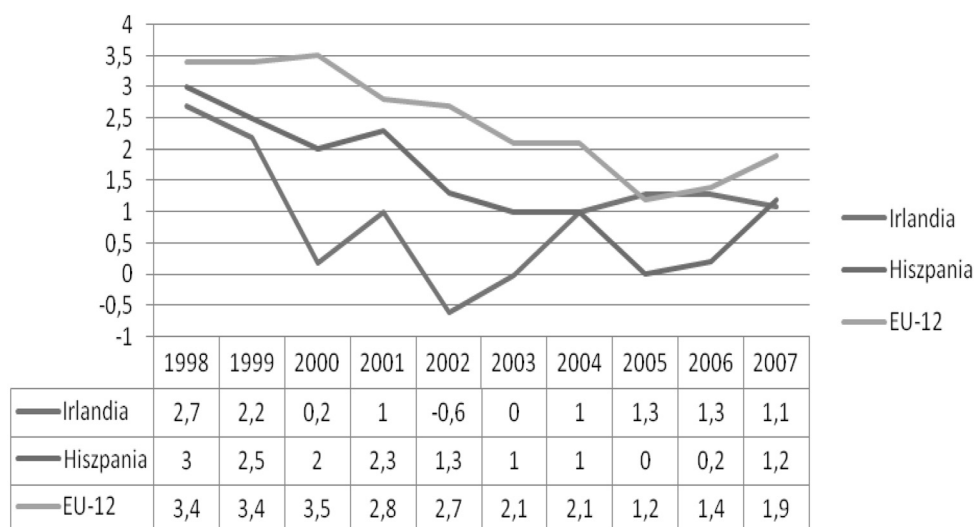
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD. Stat. 2008 Financial indicators.



Rys. 4. Stopa inflacji (HICP)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu 2008.

Realne stopy długoterminowe w Irlandii i Hiszpanii (rys. 5), które w drugiej połowie lat 90. znajdowały się poniżej średniej dla UE12, w latach 2000-2004 spadły jeszcze niżej, nawet do wartości ujemnych (Irlandia). W połączeniu ze światową tendencją do obniżki stóp nominalnych spowodowały ekspansję kredytową na rynku kredytów hipotecznych.



Rys. 5. Realne stopy długoterminowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu 2008.

Wartość udzielonych kredytów hipotecznych w latach 2001-2006 wzrosła w Irlandii o 221,5% (do 70,1% PKB), w Hiszpanii o 158,8% (58,6% PKB), w Niemczech o 5,43% (51,3% PKB), a we Francji o 78% (32,2% PKB) [Hypostat 2006]. Dla porównania suma udzielonych kredytów hipotecznych w Polsce stanowiła w końcu 2006 r. 8,3% PKB. Bardzo dynamiczny wzrost gospodarczy Irlandii i Hiszpanii i związany z nim efekt „bogacenia się” mieszkańców, połączony z niskimi realnymi stopami kredytowymi, spowodował dynamiczny wzrost popytu na rynku nieruchomości. Odpowiedzią na ten popyt był nagły wzrost cen i powstanie *asset bubble*. Dodatkowym skutkiem był asymetryczny rozwój sektora budowlanego w stosunku do całej gospodarki, jego „przegrzanie” (wysoki udział w tworzeniu PKB, wysokie zatrudnienie) i zbyt mocne uzależnienie całej gospodarki od tego sektora. Skutkiem takiego niezrównoważonego rozwoju jest obecna sytuacja Irlandii i Hiszpanii i „twarde lądowanie”, będące wynikiem pęknięcia bąbla spekulacyjnego i ogólnego osłabienia koniunktury światowej: spadek dynamiki PKB (Irlandia z 8,7% w I kw. 2007 r. do -1,5% w I kw. 2008 r., Hiszpania z 4,3 do 2,4%) oraz wzrost bezrobocia (Irlandia z 4,6% w lipcu 2007 r. do 5,7% w czerwcu 2008 r., Hiszpania z 8,2% do 10,7%). Spadek dynamiki PKB dla krajów strefy euro o zrównoważonym rozwoju (Niemcy, Francja, Włochy) jest dużo łagodniejszy, a bezrobocie w tych krajach nie rośnie, a nawet spada.

7. Wnioski dla Polski

Polska gospodarka znajduje się obecnie w bardzo podobnym położeniu jak gospodarki Irlandii i Hiszpanii w drugiej połowie lat 90. Jesteśmy gospodarką „doganiającą” o wysokim tempie wzrostu PKB, spadającym bezrobociu i stosunkowo wysokim wzoście wydajności, który przekłada się na dynamiczny wzrost płac. Wysoki poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz napływ środków pomocowych UE powinien w dalszym ciągu napędzać nasz gospodarczy wzrost. Istnieje jednak niebezpieczeństwo, że bardzo duży strumień przepływów pieniężnych skieruje się w stronę sektora budowlanego i może doprowadzić do niezrównoważonego jego rozwoju (podobnie jak w Irlandii i Hiszpanii). Ryzyko to wynika z nakreślonego planu inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych środkami UE w latach 2007-2013, związanych z realizacją niezbędnych inwestycji wynikających z organizacji mistrzostw Europy w 2012 r., oraz z nakładającego się na te zadania boomu mieszkaniowego. Polska jest krajem o najniższym wskaźniku liczby mieszkań na tysiąc mieszkańców wśród krajów UE (330 mieszkań przy średniej 458) [Hypostat 2006]. Dodatkowym czynnikiem napędzającym popyt dla sektora budowlanego będzie obniżenie stóp kredytowych, związane z przystąpieniem do obszaru wspólnej waluty. Wprawdzie już dziś 56,5% kredytów mieszkaniowych w Polsce jest denominowane w euro lub szwajcarskim franku [BIK 2007], jednakże wyeliminowanie ryzyka kursowego przez przyjęcie euro i związana z tym obniżka nominalnych stóp kredytowych może przyczynić się do dalszej ekspansji kredytowej na rynku mieszkaniowym. Doświadczenia krajów „doganiających” po ich przystąpieniu do strefy euro są zbieżne: po spełnieniu kryterium inflacyjnego w okresie przygotowawczym następuje nagły wzrost inflacji konsumenckiej CPI (Irlandia, Hiszpania, Grecja, Słowenia, Malta, Cypr). Konsekwencją jest sprowadzenie realnych stóp procentowych do wartości ujemnych lub bliskich zeru i boom kredytowy. Brak możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej ogranicza możliwość oddziaływania na rozgrzany rynek instrumentami pieniężnymi. W rękach prowadzących politykę gospodarczą pozostają jedynie instrumenty fiskalne, których oddziaływanie jest mniej skuteczne i operuje w długim horyzoncie czasowym.

Z drugiej strony, jak wykazano w niniejszym artykule, nawet w warunkach posiadania narzędzi autonomicznej polityki pieniężnej – możliwości ich efektywnego wykorzystania w celu oddziaływania na rynek nieruchomości wydają się bardzo ograniczone. Ostatni boom na rynkach nieruchomości wystąpił przecież zarówno w krajach unii walutowej (Hiszpania, Irlandia), jak i tych mających narodowe banki centralne (USA, Wielka Brytania). Wejście do strefy euro i związana z tym utrata autonomii monetarnej nie będzie zatem w tym kontekście przedsięwzięciem bardzo kosztownym.

Obserwowane dziś pęknięcie bańki na rynku nieruchomości w skali globalnej i następujący zwykle po niej długotrwały zastój w sektorze budowlanym paradoksalnie sprzyjać mogą sytuacji w Polsce. Po pierwsze, kryzys w takich gospodarkach,

jak hiszpańska, brytyjska czy irlandzka, powodować będzie pojawienie się wolnych mocy produkcyjnych w tamtejszych firmach budowlanych, które można by zaangażować na polskim rynku. Ze względu na duże różnice w poziomie płac trudno sobie wyobrazić pojawienie się masowego zainteresowania firm brytyjskich czy irlandzkich „budowaniem w Polsce”, w przypadku zaś Hiszpanii – czynnik płacowy nie stanowiłby jednak większej bariery. Po drugie, stagnacja w brytyjskim i irlandzkim sektorze budowlanym stanowić może być jedna z kilku przesłanek do powrotu polskiej siły roboczej z emigracji (przynajmniej jej części).

Co warto jednak z całą mocą podkreślić, we współczesnych warunkach zglobalizowanej gospodarki nie ma sposobu na całkowite zabezpieczenie się przed wystąpieniem bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. Wahania cen aktywów są bowiem nieodłączną cechą systemu wolnego rynku. Dodatkowo w polskich warunkach podatność na zjawisko *asset bubble* będzie szczególnie duża, głównie ze względu na niższy poziom rozwoju gospodarczego i proces „*catching up*”. Dynamiczny wzrost gospodarczy i związany z nim efekt „bogacenia się” obywateli, w połączeniu z niskim wskaźnikiem liczby mieszkań na 1000 mieszkańców, będzie tworzyć strukturalne napięcia w sektorze nieruchomości i sprzyjać powstawaniu bańki spekulacyjnej na tym rynku. Środkami, które mogłyby przynajmniej częściowo zniwelować ryzyko wystąpienia bąbla cenowego, poza ogólnie zdrową polityką makro- i mikroekonomiczną, są: wprowadzenie właściwych (odpowiednio restrykcyjnych) regulacji w obrębie nadzoru finansowego oraz liberalizacja rynku pracy jeszcze przed przystąpieniem Polski do strefy euro. W obrębie polityki fiskalnej należy unikać wszelkich ulg i zachęt podatkowych ukierunkowanych na stymulowanie wzrostu sektora budowlanego. Na koniec należy podkreślić, że przyjęcie wspólnej waluty przez Polskę i związana z tym obniżka stóp kredytowych nie będzie czynnikiem decydującym o powstawaniu bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, lecz może być czynnikiem sprzyjającym.

Literatura

- Ahearne A.G. i in., *Monetary policy and house prices: a cross-country study*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Discussion Paper no. 841, September 2005.
- Assenmacher-Wesche K., Gerlach S., *Can monetary policy really be used to stabilise asset prices?*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/983> [marzec 2008].
- Bernanke B.S., *Asset price bubbles and monetary policy*, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2002>.
- BIK, *Raport roczny*, Biuro Informacji Kredytowej, <http://www.bik.pl/> [październik 2007].
- Greenspan A., *Era zawirowań*, Muza, Warszawa 2008.
- Guerrera F., Authers J., White B., *Citi's \$2,5 bln loss less than feared*, „Financial Times”, 19 lipca 2008.
- Hypostat 2006, European Mortgage Federation, <http://www.hypo.org>.
- Mishkin F.S., *Enterprise Risk Management and Mortgage Lending*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20070117a.htm> [styczeń 2007].

OECD, *Factbook 2008*, <http://www.oecd.org/statistics>.

Plosser Ch.L., *House prices and monetary policy. Speech*, European Economics and Financial Centre, Distinguished Speakers Series, July 2007, <http://www.philadelphiafed.org/publicaffairs/speeches/plosser/2007>.

Rybiński K., *Globalizacja infrastruktury*, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/rybinskiirf.pdf> [październik 2007].

Stążka A., *Co mają ceny domów do polityki pieniężnej?*, „Rzeczpospolita” nr 203, 31.08.2007.

S&P 500 Financial, <http://www.standardandpoors.com> [15 lipca 2008].

Wolf M., *A year of living dangerously for the World*, „Financial Times”, 16 lipca 2008.

THE ACCESS OF POLAND TO THE EURO ZONE AND THE RISK OF THE PRICE BUBBLES APPEARANCE IN THE PROPERTY MARKET

Summary

The access of Poland to the euro zone will be equal not only with some benefits for the economy, but it may also mean some costs. One of the negative consequences of accepting common currency may be an increased susceptibility of economy to asset bubbles appearing in the property market (also some others assets). The argument for this type of scenario is the loss of monetary autonomy after entering Economy and Monetary Union. The authors try to estimate to which extent the access to euro zone may increase the risk of asset bubble appearance. The review of economic theory concerning the reasons for the price bubbles appearance and the possibilities of monetary authorities reaction to them, has been made in this article. An important part of this article is also the analysis of an actual situation in the property markets in some euro zone countries and an attempt to find some analogies of Poland.