

Krystian Nowakowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

MIĘKKIE FINANSOWANIE JAKO KLUCZOWY CZYNNIK W POWSTAWANIU BAŃKI CENOWEJ NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Streszczenie: Wielość podejść i perspektyw stosowanych w wyjaśnianiu ponadnormatywnego wzrostu cen wskazuje na złożoność tego procesu. Celem artykułu jest wyjaśnienie powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości przez wskazanie miękkiego finansowania jako kluczowego czynnika w tym procesie. W tym celu dokonano konceptualizacji miękkiego finansowania w aspekcie bańki cenowej na rynku nieruchomości, wyodrębniając dwa poziomy kreacji kapitału. Pierwszy z nich, znajdujący się w sferze realnej gospodarki, dotyczy obszaru, w którym klient banku spotyka się z bankami i innymi instytucjami finansowymi, szukając źródeł sfinansowania zakupów nieruchomości. Drugi poziom, znajdujący się w sferze finansowej, to miejsce spotkań banków i innych instytucji finansowych dokonujących kreacji kapitału na wielką skalę. W ramach artykułu zbadano instytucjonalne podstawy miękkiego finansowania w przekroju dwóch jego poziomów, wskazując na kluczowe jego przejawy w aspekcie ponadnormatywnego wzrostu cen. Badaniem objęto trzy kraje: Hiszpanię, Stany Zjednoczone i Polskę. W ramach dokonanej analizy wskazano na czynniki zbieżne dla tych trzech krajów, jak również elementy różnicujące je. Przeprowadzone badanie łagodnego ograniczenia budżetowego doprowadziło do następujących wniosków. We wszystkich zbadanych krajach ostra polityka kredytowa nie pełniła funkcji prewencyjnej, będąc raczej odpowiedzią na pojawiające się warunki gospodarcze. Natomiast łagodna polityka udzielania kredytów realizowana była w dłuższym okresie jedynie w Stanach Zjednoczonych, i to właśnie w tym kraju miała największy wpływ na rosnącą akcję kredytową i wzrost cen nieruchomości. Analiza warunków udzielania kredytów ujawniła symptomy miękkiego finansowania w sferze realnej. W każdym z badanych krajów udzielano kredytów nawet na pięćdziesiąt lat, z zerowym wkładem własnym, niejednokrotnie przy wskaźniku wartości kredytu do wartości nieruchomości przekraczającym 100%. Kolejnym czynnikiem wskazującym na łagodne ograniczenie budżetowe była stwierdzona w Stanach Zjednoczonych i Hiszpanii obecność nowych produktów bankowych, takich jak kredyty z płatnościami odsetkowymi i odroczonej spłatą kapitału czy pożyczki o zmiennym oprocentowaniu. W sferze finansowej zidentyfikowano natomiast akcelerację kapitału wielkich rozmiarów w postaci procesu sekurytyzacji obecnego na ogromną skalę w Stanach Zjednoczonych i w mniejszym stopniu w Hiszpanii. Proces ten prowadził do realizowania dodatkowej akcji kredytowej przez pozbywanie się toksycznych aktywów z bilansów i transfer ryzyka, co również znalazło odzwierciedlenie we wzroście cen nieruchomości. Analiza jakości portfela udzielanych kredytów hipotecznych potwierdziła występowanie przejawów miękkiego finansowania w okresie boomu na rynku nieruchomości. Otóż w każdym z badanych krajów odnotowano wzrost udziału kredytów niespłacanych w kredytach ogółem. Największą dynamikę wzrostu złych kredytów odnotowano

w Stanach Zjednoczonych. To właśnie w tym kraju nastąpiła kumulacja wielu czynników łagodnego ograniczenia budżetowego na każdym z analizowanych poziomów. Doprowadziła ona do powstania bańki cenowej ogromnych rozmiarów, której pęknięcie doprowadziło do skutków ekonomicznych w skali globalnej.

Słowa kluczowe: bańka cenowa, miękkie finansowanie, rynek nieruchomości, standardy i polityka kredytowa banków.

DOI: 10.15611/e21.2014.1.09

1. Wstęp

Bańki cenowe na rynku nieruchomości są zjawiskiem występującym w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat w wielu różnych krajach. Ślady tego zjawiska można odnaleźć między innymi w Hiszpanii, Stanach Zjednoczonych czy w Polsce. Liczba publikacji i wielość stosowanych w nich perspektyw, służących wyjaśnieniu ogromnych rozmiarów wzrostów cen, wskazuje na złożoność tego obszaru badawczego. Przeprowadzone badania instytucjonalnych podstaw występowania bańki cenowej na rynku nieruchomości w Hiszpanii, Stanach Zjednoczonych i w Polsce pozwoliły na postawienie następującej hipotezy badawczej: miękkie finansowanie jest kluczowym czynnikiem powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości. Celem artykułu jest wyjaśnienie powstawania bańki cenowej poprzez zdefiniowanie i identyfikację kluczowych przejawów miękkiego finansowania w aspekcie ponadnormatywnego wzrostu cen nieruchomości. Miękkie finansowanie zbadane zostało na dwóch poziomach kreacji kapitału pompującego bąbel spekulacyjny. Pierwszym omówionym poziomem jest kreacja pieniądza na poziomie międzybankowym, drugim natomiast poziom kreacji kapitału między bankiem a jego klientem. W ramach artykułu zbadano podstawowe przejawy miękkiego finansowania i oceniono ich wpływ na kreowanie bańki cenowej na rynku nieruchomości. W tym celu posłużono się analizą komparatywną, odnajdując czynniki miękkiego finansowania zbieżne dla trzech przedstawionych krajów, jak również elementy różnicujące je.

2. Koncepcja miękkiego finansowania

Wyjaśnienie pojęcia miękkiego finansowania wymaga odniesienia się do teorii wyboru konsumenta na gruncie ekonomii neoklasycznej. Teoria ta wyjaśnia zachowania konsumentów oraz funkcjonowanie mechanizmu rynkowego w zakresie dystrybucji dóbr i kształtowania ich cen. Jednym z jej elementów jest rozpatrywanie decyzji konsumenta przy założeniu występowania ograniczenia budżetowego. Każdy konsument posiada ograniczone dochody, stanowiące jego budżet. Budżet ten konfrontowany jest z istniejącym systemem cen, a efektem tej konfrontacji jest możliwość nabycia ustalonej ilości towaru [Oyrzanowski 1995, s. 241].

Pojęcie miękkiego ograniczenia budżetowego zostało wprowadzone przez węgierskiego ekonomistę Jonasa Kornai w jego książce *Niedobór w gospodarce* [Kornai 1985] i w tekście wyjaśniającym [Kornai 1979, s. 801-819], podsumowującym rozważania na temat teorii chronicznych niedoborów w gospodarce socjalistycznej. Łagodzenie (zmiękczenie) ograniczenia budżetowego występuje, kiedy ścisła relacja pomiędzy wydatkami i wpływami zostaje złagodzona, ponieważ nadwyżka wydatków nad wpływami zostanie pokryta przez inną instytucję, zazwyczaj państwo. Następstwem łagodzenia ograniczenia budżetowego jest to, iż podmiot podejmujący decyzję oczekuje z dużym prawdopodobieństwem zewnętrznej pomocy finansowej i to oczekiwanie jest wbudowane w jego zachowanie [Kornai 1986, s. 4]

W ramach swoich rozważań J. Kornai wskazuje na cztery główne obszary zmiękczenia ograniczenia budżetowego firmy. Pierwszym z nich jest system bezzwrotnych dotacji udzielanych przez państwo albo lokalne władze, który jest uznawany za łagodny w sytuacji, kiedy jest poddawany negocjacom, targowaniu czy lobbिंगowi. Drugi element to system podatkowy. W jego przypadku atrybut miękkości nie jest powiązany z wysokością obciążeń podatkowych. Nawet w sytuacji bardzo niskich podatków system ten może zostać uznany za twardy, gdy jego zasady są jednolite, stałe przez dłuższy okres, natomiast płatności podatków są rygorystycznie egzekwowane. Trzeci obszar wskazywany jako źródło zmiękczenia ograniczenia budżetowego dotyczy kredytu. Podobnie jak w przypadku systemu podatkowego poziom twardości względnie miękkości ograniczenia budżetowego nie zależy od wysokości stóp procentowych. Czynnikiem kluczowym w ocenie ograniczenia budżetowego jest poziom egzekwowania wypełniania obowiązków wynikających z umowy kredytowej. Ostatnim elementem jest system cen administracyjnych. Czynnikiem ten ma zastosowanie do sytuacji, w których cena nie jest ustalana przez wolny kontrakt pomiędzy kupującym i sprzedającym, lecz jest efektem ustalenia przez instytucje biurokratyczne. System cen jest miękki, kiedy cena jest niemalże automatycznie dostosowywana do zmieniających się kosztów [Kornai 1986, s. 5-6].

3. Pojęcie bańki cenowej

Bańka cenowa jest zjawiskiem społecznym, niemającym jednej formalnej definicji w ekonomii, która w precyzyjny sposób pozwalałaby zidentyfikować bańkę. Jest to spowodowane faktem, iż zjawisko to jest bardzo złożone i występuje w ciągu kilkuset lat. Mnogość rynków, rozproszenie geograficzne i różnorodność przedmiotów baniek cenowych powodują, że obszar ten wydaje się ciągle niedostatecznie wyjaśniony.

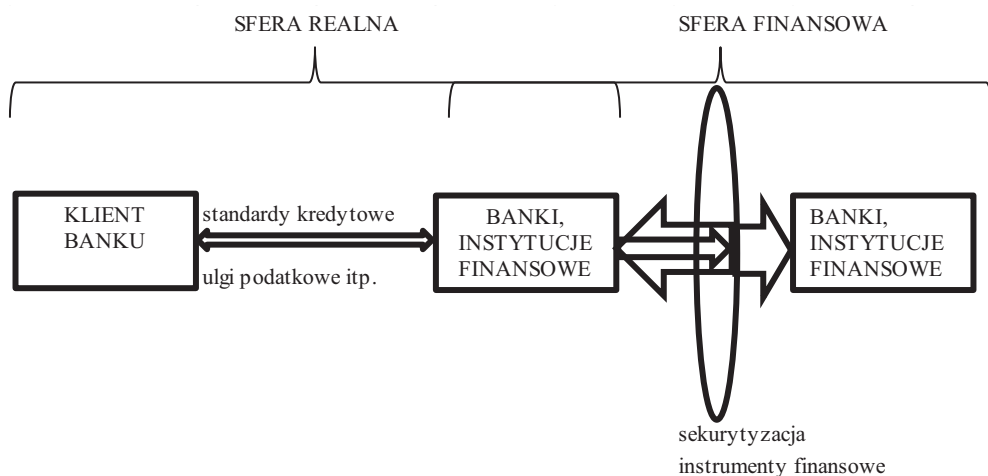
Bańka cenowa występuje w sytuacji, kiedy postrzegana wartość aktywów albo ich wartość psychologiczna przekracza ich rzeczywistą wartość rynkową. Przez wartość rynkową rozumie się wartość opartą na logicznych parametrach, takich jak przyrost naturalny, wzrost dochodów spółki, wzrost dochodów osobistych czy inny

podstawowy wskaźnik ekonomiczny, który jest bezpośrednio powiązany ze wzrostem aktywów. W sytuacji, kiedy aktywa są zbywane znacznie powyżej ich wartości rynkowej, a ich cena rośnie dwu- albo kilkukrotnie powyżej tej wartości na skutek wzrostu wartości postrzeganej (psychologicznej), wówczas mamy do czynienia z bańką cenową [Wiedemer i in. 2006, s. 6].

Według Ch. Kindlebergera, momentem, w którym spekulacja przestaje być działaniem racjonalnym, a zaczyna się „gorączka” (*mania*) lub „bąbel spekulacyjny” (*bubble*), jest czas, w którym liczba przedsiębiorstw i gospodarstw domowych biorących udział w spekulacji staje się bardzo duża, natomiast działalność ta zaczyna obejmować coraz szersze grupy społeczne, nawet takie, które zwykle trzymają się z dala od spekulacji. Ch. Kindleberger nawiązuje również do technicznego żargonu ekonomistów, mówiąc, iż słowo „bąbel” oznacza dla nich każde odchylenie od fundamentaliów (w górę lub w dół), mające miejsce w dłuższym okresie [Kindleberger 1999, s. 25].

4. Konceptualizacja miękkiego finansowania w aspekcie powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości

Neoklasyczne wyjaśnianie oparte na aksjomacie występowania ograniczenia budżetowego pozwalało na sformułowanie prawa popytu i podaży oraz równowagi rynkowej. Nie uwzględniało jednak sytuacji rozszerzania popytu przy rosnących cenach, jak ma to miejsce przy wzroście wartości postrzeganej aktywów powyżej jej wartości rynkowej. W związku z tym oczywiste jest, że bańka cenowa możliwa jest jedynie w sytuacji miękkiego finansowania, kiedy to tempo napływu środków pieniężnych przekracza przyrost aktywów będących przedmiotem zakupu.



Rys. 1. Poziomy miękkiego finansowania

Źródło: opracowanie własne.

W tej części artykułu jako wstępu warto dokonać konceptualizacji miękkiego finansowania w aspekcie powstawania baniek cenowych na rynku nieruchomości. W przypadku rynku nieruchomości, jak przedstawiono to na rys. 2, łagodne ograniczenie budżetowe występuje na dwóch poziomach. Pierwszy z nich to pozyskiwanie kapitału przez same banki na rynku międzybankowym oraz transakcje umożliwiające bankom zwiększanie ich płynności finansowej drogą sekurytyzacji i innowacji finansowych, takich jak instrumenty finansowe. Działania te umiejscowione są w sferze finansowej, która, jak to przedstawiono na rysunku, stanowi ogromnych rozmiarów akcelerację możliwości generowania kapitału przez banki drogą m.in. pozbywania się toksycznych, ryzykownych aktywów, zamienianych w instrumenty finansowe. Drugi poziom umiejscowiony został w sferze realnej gospodarki i dotyczy kontaktów klientów z bankami na etapie pozyskiwania przez nich finansowania na zakup nieruchomości. Miękkosć finansowania na tym etapie sprowadza się m.in. do obniżania standardów udzielania kredytów, stosowania ulg podatkowych oraz produktów kredytowych zwiększających realną siłę nabywczą kredytobiorców.

Zjawisko miękkiego finansowania powstaje w warunkach wskazanej przez M. Krzaka asymetrii informacji, będącej immanentną charakterystyką rynków finansowych. Wskazuje on, iż szczególnie zauważalne jest zjawisko negatywnej selekcji w aspekcie zawierania kontraktu finansowego. Specyfiką rynku finansowego różnicującą go od rynku dóbr jest fakt, iż jego fundamentem jest wzajemne zaufanie i oparcie na zakładach. Kredytobiorcy otrzymują fundusze na początku, natomiast dopiero w przyszłości będą je spłacać. *De facto* mamy do czynienia z zakładem, w którym kredytobiorca powinien wywiązać się ze swojej obietnicy spłaty długu. Asymetria informacji polega na tym, iż kredytobiorca zna lepiej swoje możliwości i zamiary niż podmiot udzielający kredytu. Negatywna selekcja to trudność odróżnienia złego ryzyka kredytowego od dobrego. Zwiększanie poziomu stopy procentowej nie jest dobrym narzędziem selekcji, ponieważ spowoduje ubieganie się o kredyt przez klientów, którzy albo są bardzo skorzy do ryzyka, licząc na sukces projektu obiecującego z niskim prawdopodobieństwem ogromne zyski, bądź nie zamierzają nigdy spłacić kredytu (wyłudających środki od banków). Ryzyko niewywiązania się partnera z kontraktu i w efekcie niespłacenia kredytu rośnie wraz wysokością stopy procentowej.

Ze względu na niedoskonałość stopy procentowej jako narzędzia selekcji banki stosują racjonowanie kredytu, kierując się innymi kryteriami wyboru klientów, minimalizując zjawisko negatywnej selekcji. Kredytobiorca zobowiązany jest do przedstawienia odpowiednich zabezpieczeń kredytu, włącznie z zastawieniem jego majątku własnego. Badana jest jego historia i zdolność kredytowa [Krzak 2009, s. 35-36]. Ryzyko jest ograniczane przez banki i do pewnego stopnia omijane przez utrzymywanie ścisłych standardów w procesie oceny aplikacji kredytowych oraz w sytuacji, kiedy kredyt jest przyznawany, stawianie określonych wymagań co do spłaty kredytu. Dlatego też banki i instytucje finansowe rozwijają bardziej lub mniej określony zestaw faktów, podstaw, reguł, zasad, którymi kierują się w ocenie przyszłej zdolności klienta do spłaty zobowiązania w momencie jego wymagalności [Plummer, Young 1940, s. 132].

Wśród tych reguł jest zestaw standardów kredytowych badany przez Europejski Bank Centralny (EBC) za pomocą ankiety [Europejski Bank Centralny 2013] dotyczącej akcji kredytowej banków w części dotyczącej kredytów mieszkaniowych, obejmujący m.in. wskaźnik stosunku wartości kredytu do wartości przedmiotu kredytu (*Loan To Value – LTV*), okres kredytowania, wysokość marży przy udzieleniu kredytu czy wysokość innych opłat bankowych. Ankieta jest narzędziem badania zachowania blisko 90 banków z obszaru strefy euro odnośnie do zacieśniania bądź luzowania wymienionych warunków udzielania kredytów, jak również badania czynników wpływających na popyt kredytów.

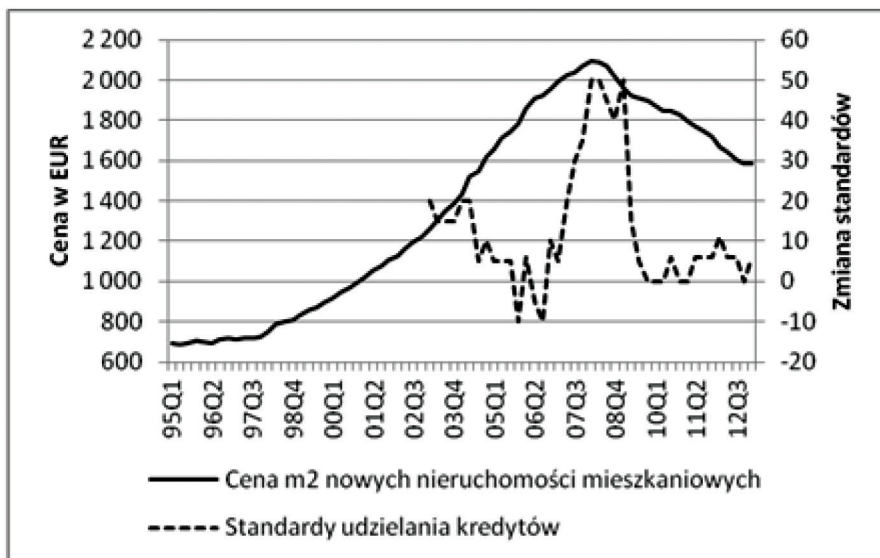
5. Badania empiryczne

Nawiązując do przedstawionych poziomów miękkiego finansowania, w tej części artykułu dokonano badania relacji klientów z bankami i innymi instytucjami finansowymi w aspekcie powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości. Pierwszym obszarem na tym poziomie jest kwestia stosowanej przez banki polityki kredytowej i jej wpływu na ceny nieruchomości. Wykorzystując badanie przeprowadzone przez EBC, w ramach ankiety dotyczącej akcji kredytowej banków w obszarze finansowania nieruchomości dokonano analizy zmiany polityki banków¹ w zakresie udzielania kredytów i jej wpływu na zmianę cen nieruchomości w Hiszpanii w latach 2003-2013.

Z analizy danych wynika, iż w całym okresie widoczna była tendencja nadwyżki banków zaostrzających standardy kredytowe nad bankami stosującymi luzowanie polityki kredytowej. Wystąpiły tylko trzy kwartały, w których widoczna była tendencja odwrotna. Na uwagę zasługuje fakt bardzo ostrej polityki banków w okresie od drugiego kwartału 2007 r. do pierwszego kwartału 2009 r., czyli w okresie kulminacji ponadnormatywnego wzrostu cen nieruchomości i pęknięcia bąbla spekulacyjnego. W pierwszym kwartale 2008 r., kiedy to ceny nieruchomości za m² osiągnęły maksymalnie 2095 EUR, badane banki rozpoczęły najbardziej restrykcyjną politykę w zakresie stosowanych standardów kredytowych. Polityka ta utrzymywana przez kolejne cztery kwartały skutkowałą zatrzymaniem wzrostu cen nieruchomości i rozpoczęciem trendu spadkowego. Warto odnotować, iż dynamika spadku cen osiągała największe rozmiary właśnie w okresie najbardziej restrykcyjnej polityki banków.

Podobne tendencje zaostrzania polityki można było zaobserwować w Stanach Zjednoczonych na podstawie analizy badania przeprowadzonego przez System Rezerwy Federalnej w ramach ankiety [The Federal Reserve Board 2013] dotyczącej praktyk bankowych w powiązaniu ze zmianami cen nieruchomości. Kulminacja wzrostu cen nieruchomości osiągnięta w 2007 r., kiedy to ceny nieruchomości osią-

¹ Przedstawione na rys. 2 zmiany w zakresie polityki udzielania kredytów oparte zostały na indeksie ważonej różnicy pomiędzy udziałem banków dokonujących zaostrzenia standardów kredytowych a bankami dokonującymi rozluźnienia standardów kredytowych. Wartości dodatnie oznaczają zaostrzanie standardów kredytowych, podczas gdy wartości ujemne dotyczą luzowania polityki w zakresie udzielania kredytów.



Rys. 2. Kształtowanie się ceny m² (w EUR) nowych nieruchomości mieszkaniowych w Hiszpanii wobec zmiany standardów kredytowych (w pkt)

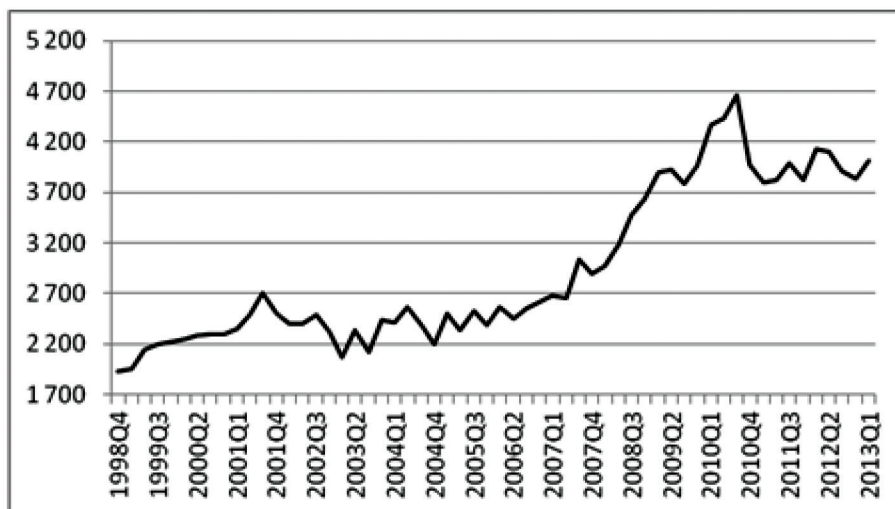
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Europejski Bank Centralny, Bank Lending Survey, <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484572> (20.07.2013) oraz Bank for International Settlements, Property Price Statistics, <http://www.bis.org/statistics/pp.htm> (20.07.2013).

gnęły poziom bliski 247 900 USD², poprzedzona była w Stanach Zjednoczonych wieloletnim okresem braku zmian bądź luzowania polityki udzielania kredytów przez banki. Dopiero w pierwszych trzech kwartałach 2007 r., kiedy to pojawiły się oznaki kończącego się wzrostu cen i problemów sektora finansowego, nastąpiło odwrócenie polityki banków i łagodnie zaostrzenie standardów kredytowych. Z końcem 2007 r. nastąpił natomiast okres, w którym banki stosowały bardzo restrykcyjną politykę kredytową realizowaną przez blisko dwa lata. W tym czasie odnotowano największe spadki ceny nieruchomości – na poziomie bliskim 6-7%.

Analizy standardów kredytowych w Polsce dokonano na podstawie wyników ankiet „Sytuacja na rynku kredytowym”, przeprowadzanych kwartalnie w latach 2004-2013 przez Departament Systemu Finansowego Narodowego Banku Polskiego. Dokonano zestawienia wyników badania standardów udzielania kredytów ze zmianami ceny nieruchomości w Polsce w latach 1998-2013, przedstawionymi na rys. 3. W latach 2004-2005 w okresie zwiększonego popytu na kredyty mieszkaniowe banki w Polsce utrzymywały łagodną politykę w zakresie stosowanych standar-

² Mediana cen sprzedaży nowych domów sprzedawanych w USA na podstawie danych: [Bureau of the Census, United States 2013].

dów kredytowych. Było to głównie umotywowane prognozowaną przez banki dobrą sytuacją na rynku mieszkaniowym i niskim ryzykiem związanym z perspektywami ekonomicznymi. Pierwsze zaostrenie polityki przez banki można było zaobserwować w IV kwartale 2005 r., kiedy to część banków zadeklarowała zaostrenie standardów. Jednak zmiana standardów na większą skalę miała miejsce w III kwartale 2006 r., kiedy to prawie połowa banków zadeklarowała znaczne zaostrenie polityki kredytowej. Było to spowodowane przede wszystkim implementacją zaleceń z „Rekomendacji S”, dotyczącej dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytów zabezpieczonych hipotecznie. Po implementacji „Rekomendacji S” i utrzymaniu standardów na niezmiennym poziomie przez trzy kolejne kwartały można było zaobserwować ponowne zaostrenie w III kwartale 2007 r. Zmiana ta była wyjaśniana reakcją polskich banków na niespodziewane wiadomości o pogorszeniu się sytuacji na rynku mieszkaniowym w Stanach Zjednoczonych.



Rys. 3. Cena 1 m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania w Polsce w latach 1998-2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, http://www.stat.gov.pl/gus/5840_4671_PLK_HTML.htm (23.07.2013).

Analizując wyniki przeprowadzanych ankiet odnośnie do standardów kredytowych w Hiszpanii, Stanach Zjednoczonych i Polsce i zestawiając je z kształtowaniem się cen nieruchomości, należy stwierdzić, iż ostra polityka kredytowa jest raczej odpowiedzią na pojawiające się warunki rynkowe i gospodarcze niż wyprzedzającym działaniem prewencyjnym. Niejednokrotnie w ankietach oczekiwania co do przyszłej polityki różniły się z tą faktycznie prowadzoną w świetle nowych informacji gospodarczych płynących ze Stanów Zjednoczonych, jak to miało miejsce

w Polsce w 2007 r. W sytuacji pogorszenia się koniunktury ujawnia się cykliczność kredytowa i cykliczność stosowanych standardów jako odpowiedź na zmieniające się warunki gospodarowania. Pogorszenie się poziomu bezpieczeństwa i pewności gospodarowania uruchamia sekwencję zdarzeń prowadzących do spadku cen nieruchomości. Łagodna polityka kredytowa deklarowana przez bankowców w okresie powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości widoczna była w Stanach Zjednoczonych w latach 1992-2006, kiedy to dokonywano luzowania polityki bądź nie deklarowano żadnych jej zmian. W Hiszpanii można odnaleźć nieznaczne ślady tego działania w już mocno nabrzmiałej bańce, w Polsce natomiast okres luzowania objął lata 2004-2005. Miękkie finansowanie na poziomie realizowanej i deklarowanej przez banki łagodnej polityki udzielania kredytów znajdowało odzwierciedlenie w rosnącej akcji kredytowej i wzroście cen nieruchomości, jednak jego wpływ był różny dla każdego z krajów. Wskazuje to na udział innych czynników wpływających na tworzenie się bańki cenowej na rynku nieruchomości, zbadanych w dalszej części artykułu.

W tej części artykułu, przechodząc od najbardziej zagregowanego pojęcia standardów kredytowych, dokonano przeglądu szczegółowych warunków udzielania kredytów w trzech analizowanych krajach w czasie tworzenia się bańki cenowej na rynku nieruchomości.

Jednym z podstawowych warunków udzielania kredytów jest wskaźnik stosunku wartości kredytu do wartości przedmiotu kredytu (*Loan To Value – LTV*). Im wyższa wartość wskaźnika, tym ryzyko banku udzielającego kredytu jest większe. Każdy bank określa wartość graniczną wskaźnika, powyżej której nie udziela kredytu. W sytuacji przekraczania wartości granicznych wymagany jest odpowiedni wkład własny, pozwalający na obniżenie LTV do wymaganego poziomu. Za bezpieczne wartości wskaźnika uznaje się, jeśli nie przekracza on 80%. W Hiszpanii wskaźnik LTV kształtował się w okresie boomu w okolicach 64% [European Mortgage Federation (EMF) 2013], s. 95], jednak do dzisiaj można znaleźć źródła ofert, w których wskazuje się na pożyczanie w 2010 r. przy wskaźniku 100%³. Dokonując przeglądu istniejących danych w zakresie udzielania kredytów w Stanach Zjednoczonych w okresie boomu na rynku nieruchomości, można odnaleźć informacje na temat wzrostu wskaźnika LTV z około 88% w okresie od połowy do końca lat 90. do poziomu blisko 94% w 2005 r. [Duca, Muellbauer, Murphy 2013]. W Polsce w okresie boomu na rynku nieruchomości większość kredytów hipotecznych udzielana była przy wskaźniku LTV na poziomie między 75-100% [EMF, *Factsheet...* 2013, s. 6]. Jednak głębsza analiza przeprowadzona na bazie struktury kredytów w 2011 r. [Urząd Komisji Nadzoru Bankowego 2011, s. 33], wskazuje, iż udzielane były również kredyty z LTV powyżej 100%. Wprawdzie ich udział w kredytach ogółem w 2011 r. wyniósł 16%, stanowią one jednak wyraźny sygnał miękkiego

³ Zob.: <http://www.aplaceinthesun.com/news/feature/tabid/131/EntryId/575/Default.aspx>, (23.07.2013).

finansowania sektora nieruchomości w Polsce. We wszystkich analizowanych krajach w okresie boomu na rynku nieruchomości wartość wskaźnika kształtowała się na wysokim, bardzo ryzykownym poziomie. Niemalże praktyką było udzielanie kredytów ze wskaźnikiem bliskim 100%, co jest jednoznacznym sygnałem miękkiego finansowania. Warto tutaj wskazać na ostatnie propozycje Komisji Nadzoru Finansowego w Polsce, służące zapewnieniu bezpieczeństwa udzielania kredytów przez ograniczanie ryzyka związanego z wysokim LTV. Otóż zgodnie z proponowaną nowelizacją „Rekomendacji S” od 2014 r. niezbędne będzie dysponowanie minimum 5-procentowym wkładem własnym, którego wymóg będzie zwiększany w kolejnych trzech latach o 5% – aż do 20% w 2017 r. [Bednarek 2013, s. 25]. Zgodnie z ostatnimi danymi odnośnie do polityki kredytowej banków w krajach Unii Europejskiej (zob. [International Monetary Fund 2011]) widoczny jest również trend realizowania ostrej polityki kredytowej przez zaostrzanie warunków udzielania kredytów, takich jak przykładowo utrzymywanie wskaźnika LTV na niskim poziomie.

Kolejnym warunkiem udzielania kredytów zbadanym w aspekcie banki na rynku nieruchomości jest długość okresu kredytu. Wydłużanie okresu kredytu jest jedną z metod zmniejszania wartości miesięcznych obciążeń kredytowych, co w efekcie prowadzi do łagodzenia ograniczenia budżetowego klientów⁴. Ryzyko udzielenia kredytu hipotecznego o ratach równych rośnie wraz z wydłużaniem okresu kredytu, ponieważ im dłuższy okres, tym pożyczkobiorca wolniej spłaca kapitał kredytu, a pierwsze lata kredytowania wypełnione są zazwyczaj spłatą odsetek. Porównanie zmiany typowych okresów udzielania kredytów hipotecznych w Hiszpanii pomiędzy rokiem 1995 a rokiem 2005 wskazuje na wydłużenie okresu o blisko 10 lat – z 10-15 lat do 20-25 lat z jednoczesnym wskazaniem kredytów dostępnych również z 50-letnim okresem kredytowania [EMF, *Hypostat...* 2013]. Zgodnie z najświeższymi danymi typowy okres udzielania kredytów w Hiszpanii to 30 lat (zob. [International Monetary Fund 2011]). Analiza ofert i danych co do okresu kredytowania w Stanach Zjednoczonych w latach boomu na rynku nieruchomości również wskazuje na występowanie kredytów z 50-letnim okresem zapadalności. W 2011 r. średni okres kredytowania wyniósł natomiast 30 lat⁵. W Polsce maksymalny okres udzielania kredytów w okresie boomu kredytowego wynosił 50 lat. Zauważalne jest jednocześnie stopniowe, powolne skracanie najdłuższego okresu kredytowania. Przy czym nadal można odnaleźć banki oferujące kredyty z maksymalnym okresem. W marcu 2013 r. kredyty z tym okresem oferował BOŚ Bank SA oraz Getin Bank SA⁶. Analiza struktury zapadalności kredytów w 2011 r. wskazuje na blisko 8-procentowy udział kredytów o okresie kredytowania powyżej 30 lat. Najwyższy, 32-procentowy, odsetek kredytów to kredyty w przedziale 25-30 lat [Urząd Komisji Nadzoru Bankowe-

⁴ Przy tym samym dochodzie istnieje możliwość zwiększenia zdolności kredytowej klienta banku, a przez to zwiększenia możliwości nabycia przez niego nieruchomości.

⁵ http://www.ehow.com/info_7958138_average-mortgage-term.html (26.07.2013).

⁶ <http://www.kred.pl/20130312558/Poradniki/maksymalny-kres-kredytowania-2013-gdzie-najdluzszy-kredyt-hipoteczny.html>.

go 2011, s. 33]. Przytoczone dane odnośnie do trzech badanych krajów są zbieżne i wskazują na występowanie w okresie boomu miękkiego finansowania w obszarze długości udzielanych kredytów.

Wśród innych warunków udzielania kredytów wpływających na tworzenie bańki cenowej na rynku nieruchomości w trzech badanych krajach można z pewnością wymienić wysokość stosowanej marży przy udzielaniu kredytów, która odnotowywała historyczne minimum podczas boomu na rynku nieruchomości. Również inne opłaty bankowe i ubezpieczenia związane z niskim wkładem kształtowały się niejednokrotnie na ryzykownych poziomach w celu zwiększania przez banki akcji kredytowej i dołączenia do grona beneficjentów wzrastającego rynku.

Innym przejawem łagodzenia ograniczenia budżetowego w aspekcie rynku nieruchomości i źródeł finansowania ich zakupów jest stworzenie nowych produktów bankowych pozwalających zwiększyć możliwości nabywcy klienta. Wśród tego typu produktów należy wymienić kredyty z płatnościami odsetkowymi i odroczoną spłatą kapitału (*interest-only mortgages*). Są to kredyty, w których nabywający nieruchomość spłaca przez pewien określony czas, co miesiąc, jedynie odsetki, bez dokonywania spłaty kapitału [EMF, *Hypostat*... 2013, s. 9]. Po upływie okresu pożyczki pożyczkobiorca zobowiązany jest do spłaty kapitału, co może być rozłożone na kolejnych kilkadziesiąt lat. Spłacane raty pożyczkowe są istotnie niższe od tradycyjnych, w których spłacana jest również część kapitałowa. Powoduje to obniżenie progów co do zdolności kredytowej, szczególnie w okresie spłacania samych odsetek. Kredyty te są zazwyczaj zaciągane w sytuacji oczekiwania wzrostu przyszłego wynagrodzenia oraz w sytuacji oczekiwanego wzrostu cen nieruchomości. Z przeprowadzonych analiz wynika, iż kredyty te dostępne były w Hiszpanii od 2006 r. [EMF, *Hypostat*... 2013, s. 12]. W Stanach Zjednoczonych produkt ten stosowany był na szeroką skalę w okresie boomu na rynku nieruchomości, natomiast w Polsce nie odnaleziono tego typu kredytu w ofertach bankowych. Innym produktem, który w sytuacji rosnących w wolnym tempie dochodów pozwalał na zwiększenie siły nabywczej kredytobiorców w Stanach Zjednoczonych, były pożyczki o zmiennym oprocentowaniu (*Adjustable Rate Mortgage, ARM*). Zaletą tego produktu był fakt, iż pożyczkobiorca przez pierwsze dwa lata miał możliwość dokonywania spłaty raty przy oprocentowaniu preferencyjnym. Założono wówczas, iż po dwóch latach, w momencie rozpoczęcia obowiązywania wyższego oprocentowania, dług będzie refinansowany nowymi, niekoniecznie droższymi pożyczkami (ze względu na rosnące wartości nieruchomości) [Soros 2008, s. 17].

W nawiązaniu do przedstawionych poziomów miękkiego finansowania w tej części artykułu dokonano badania relacji na rynku międzybankowym oraz między bankami i innymi instytucjami finansowymi w aspekcie powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości. Pierwszym obszarem sfery finansowej, stanowiącym ogromnych rozmiarów akcelerację kapitału napływającego do realnej gospodarki, jest sekurytyzacja. Sekurytyzacja to proces, w którym wprowadza się na rynek kapitałowy instrumenty rynku kredytowego, a więc dokonuje się emisji papierów

wartościowych (obligacji) zabezpieczonych określonym pakietem wierzytelności (tzw. *assets-backed securities*) [Zombirt 1998, s. 35]. Proces ten pozwala na połączenie jednorodnych, niepłynnych aktywów finansowych, a następnie usunięcie ich z bilansu inicjatora procesu. Aktywa te stanowią zabezpieczenie dla płynnych papierów wartościowych, które są przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych. Ryzyko w tym procesie jest transferowane od inicjatora do inwestora [Waszkiewicz 2013]. Proces sekurytyzacji znacząco wpływa na zmniejszanie finansowania przez banki. Dzieje się tak dlatego, że zaburzona zostaje w tym procesie symbiotyczna relacja pomiędzy pożyczkodawcą i pożyczkobiorcą. Historycznie banki udzielały kredytów hipotecznych bezpośrednio dla klientów banków, utrzymując relacje z pożyczkobiorcą, oraz ujmowały udzielone kredyty w swoich księgach. Sekurytyzacja pozwoliła oddzielić proces udzielania kredytu hipotecznego od procesu jego obsługi. W związku z tym banki udzielające kredytów nie mają interesu w monitorowaniu długoterminowej wypłacalności kredytobiorców, co w rezultacie prowadzi do obniżenia standardów kredytowych. Dodatkowo proces sekurytyzacji pozwala udzielać większej liczby kredytów, ponieważ zwiększa płynność banków, które obejmują tym procesem już udzielone pożyczki i pozbywają się ich z bilansów. Ostatnim istotnym elementem sekurytyzacji w aspekcie miękkiego finansowania jest trudność radzenia sobie przez banki z problematycznymi kredytami. Ze względu na to, iż kredyty hipoteczne w tym procesie są zbierane w koszyki z przypisanymi przepływami pieniężnymi, żadna ze stron nie jest odpowiedzialna za określony kredyt. Podczas gdy przed procesem sekurytyzacji możliwe było prowadzenie bezpośrednich negocjacji z bankiem w sytuacji wystąpienia problemów z obsługą długu, po tym procesie jest to praktycznie niemożliwe [Mansharamani 2011 s. 178-179]. Skala zjawiska sekurytyzacji w procesie tworzenia się bańki cenowej na rynku nieruchomości szczególnie widoczna była w Hiszpanii i Stanach Zjednoczonych. W pierwszym kraju *Spanish Mortgage-Backed Securities* (SMBS) zdobyły ogromną popularność, uregulowane w 1992 r. refinansowały po dziesięciu latach blisko 6% kredytów hipotecznych, a Hiszpania była w 2002 r. trzecim co do wielkości emitentem EBS w Europie [Bucholski 2013], s. 53]. W 2010 r. wartość wszystkich instrumentów objętych procesem sekurytyzacji w Hiszpanii uplasowała ten kraj na drugim [Carbo-Valverde, Marques-Ibanez, Fernandez 2011, s. 33] miejscu wśród krajów strefy euro (z nieznaczną różnicą do pierwszej Holandii). W Stanach Zjednoczonych proces ten miał znacznie dłuższą historię i jeszcze większą skalę w aspekcie bańki cenowej na rynku nieruchomości. Na szczycie rynku sekurytyzacji w 2006 r. emisja strukturyzowanych instrumentów w ramach procesu sekurytyzacji była niemalże czterokrotnie większa niż emisja w całej Europie [Bloomestein, Keskinler, Lucas 2011, s. 4], a wartość wszystkich papierów wartościowych w tym procesie osiągnęła niebotyczną wartość blisko 3000 miliardów USD [Soros 2008, s. 126]. Co więcej, w 2006 r. blisko 75% [Hardaway 2011, s. Xix] kredytów hipotecznych było objętych procesem sekurytyzacji. Akceleracja w sferze finansowej była niezaprzeczalna, przybierając formę wielu rodzajów instrumentów finansowych, w których emisję i obrót było zaangażo-

wanych równie wiele instytucji finansowych (regulowanych i znajdujących się poza regulacjami tzw. systemu bankowego cienia). Rozwój procesu sekurytyzacji w Polsce związany jest ściśle z postępowaniem w zakresie regulacji prawnych z tego obszaru, które w tym przypadku spóźniały się w stosunku do zmian zachodzących na polskim rynku finansowym. W Polsce sektor bankowy przez długi okres nie był zainteresowany przeprowadzaniem procesu sekurytyzacji ze względu na brak odpowiedniego zdefiniowania pojęcia, uregulowania na gruncie prawa bankowego czy ograniczenia w zakresie przeprowadzania transakcji przez fundusz sekurytyzacyjny [Waszkiewicz 2013]. Zgodnie z badaniem⁷ ankietowym, przeprowadzonym przez Biuro Polityki Nadzorczej Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego we wrześniu 2007 r. na temat „Sekurytyzacji w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym”, przeprowadzenie transakcji sekurytyzacyjnych w ciągu ostatnich 24 miesięcy deklarowało tylko 6 (21%) z 28 banków, które udzieliły odpowiedzi, podczas gdy już 12 banków (43%) wskazywało na plany zorganizowania procesu sekurytyzacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Zgodnie z raportem⁸ z 2013 r. rynek sekurytyzacji wierzytelności nie funkcjonuje praktycznie w Polsce. W ostatnich latach banki przeprowadziły na tym rynku jedynie dwie znaczące transakcje, z których żadna nie dotyczyła wierzytelności hipotecznych. Dlatego też obszar miękkiego finansowania na poziomie międzybankowym w Polsce nie funkcjonował, co znacznie ograniczało akcelerację środków w sferze finansowej.

Z perspektywy samych banków kolejnym obszarem wpływającym na poziom akcji kredytowej realizowanej przez nie jest system stosowanych wymogów kapitałowych. Luzowanie polityki kredytowej banków oraz agresywna polityka udzielania kredytów doprowadziła w Stanach Zjednoczonych do zmniejszenia wymogu kapitałowego. W 1990 r. wynosił on 10%, podczas gdy w 2005 osiągnął poziom jedynie 2,5% (minimalny wymóg kapitałowy dla organizacji pożyczkowych Freddie Mac i Fannie Mae). Porównując wymóg kapitałowy w Stanach Zjednoczonych z wymogiem obowiązującym w Hiszpanii i Polsce (BASEL), można zauważyć ogromną różnicę, ponieważ w czasie największych wzrostów cen na rynku nieruchomości wynosił on 8% [Hardaway 2011, s. 93].

Luzowanie polityki kredytowej banków przez stosowanie złagodzonych warunków udzielania kredytów, jak również stosowanie nowych produktów bankowych czy omówionych innowacji finansowych znajduje swoje odzwierciedlenie w jakości portfela kredytów hipotecznych banków. Najlepszym zobrazowaniem tej zależności jest analiza⁹ poziomu kredytów niespłacanych w terminie w okresie boomu na rynku nieruchomości przy występowaniu miękkiego finansowania. W Hiszpanii w latach

⁷ Badanie dostępne na stronie: http://www.knf.gov.pl/Images/sekurytyzacja_tcm75-4773.pdf, (27.07.2013).

⁸ Raport z prac Grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych dostępny na stronie: http://www.knf.gov.pl/Images/Raport_sekurytyzacja_1_tcm75-34041.pdf, (27.07.2013).

⁹ Analizy dokonano na podstawie opracowania Międzynarodowego Funduszu Walutowego [2012, s. 90].

2002-2007 w okresie największych wzrostów cen nieruchomości poziom kredytów hipotecznych niespłacanych ponad 90 dni utrzymywał się w granicach 1% całości udzielanych kredytów. Po tym okresie nastąpił dynamiczny wzrost udziału kredytów niespłacanych, z maksimum między 2008 a 2009 r. na poziomie ponad 3%. W przypadku Stanów Zjednoczonych łagodna polityka kredytowa realizowana na wielką skalę przez długi czas w połączeniu z akceleracją w sferze finansowej w postaci sekurytyzacji, nowych instrumentów finansowych i produktów bankowych znalazła swoje odzwierciedlenie w jakości portfela kredytów hipotecznych. Otóż o ile w okresie od 2002 do 2006 r., kiedy to ceny nieruchomości dążyły do historycznego maksimum, udział kredytów niespłacanych kształtował się w okolicach 1%, o tyle po osiągnięciu szczytu w 2007 r. i pęknięciu bańki na rynku nieruchomości dynamika wzrostu była tak duża, iż już dwa lata później udział kredytów niespłacanych w ogólnej wartości kredytów hipotecznych osiągnął poziom niemalże 9%. W Polsce udział kredytów zagrożonych we wszystkich udzielonych kredytach mieszkaniowych na koniec 2008 r. wyniósł 1,1% i rósł przez kolejne trzy lata, osiągając najwyższą wartość 2,3% na koniec 2011 r., kiedy to poziom odpisów na ten portfel kredytów osiągnął historycznie najwyższą wartość 1321 miliarda zł [Urząd Komisji Nadzoru Bankowego 2011, s. 66-73].

6. Podsumowanie

Wielość perspektyw i podejść stosowanych przez wszystkich autorów podejmujących próby zbadania ponadnormatywnego wzrostu cen jednoznacznie wskazuje na złożoność tego obszaru badawczego. W ramach niniejszego artykułu dokonano wyjaśnienia, czym jest bańka cenowa na rynku nieruchomości, wskazując na kluczowy czynnik jej powstawania. W tym celu dokonano konceptualizacji miękkiego finansowania na gruncie wzrostu wartości psychologicznej ponad wartość rzeczywistą aktywów na dwóch poziomach. W sferze realnej gospodarki, gdzie klient banku spotyka się z bankiem i innymi instytucjami finansowymi, poszukując kapitału do sfinansowania zakupu nieruchomości, oraz w sferze finansowej na rynku międzybankowym i między bankami i innymi instytucjami finansowymi, gdzie dokonuje się kreacji kapitału i ogromnych rozmiarów jego akceleracji. Przeprowadzone badania miękkiego finansowania jako kluczowego czynnika powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości w Hiszpanii, Stanach Zjednoczonych i Polsce doprowadziły do następujących wniosków. We wszystkich zbadanych krajach polityka kredytowa polegająca na zaostrzaniu standardów kredytowych stanowiła raczej odpowiedź na pojawiające się warunki gospodarcze, niż przyjmowała funkcję prewencyjną. Natomiast realizowana i deklarowana łagodna polityka udzielania kredytów znajdowała największe odzwierciedlenie w rosnącej akcji kredytowej i rosnących cenach w Stanach Zjednoczonych, gdzie przez kilkanaście lat jej prowadzenia nastąpił wzrost cen nieruchomości na poziomie 103%. Dopiero głębsza analiza samych warunków udzielania kredytów w badanych krajach ujawniła symptomy miękkiego finansowania.

wania w sferze realnej, gdzie kredyty udzielane były nawet na 50 lat przy zerowym wkładzie własnym, a niejednokrotnie przy wskaźniku wartości kredytu do wartości nieruchomości przekraczającym 100%. Stosowane nowe produkty bankowe w postaci kredytów z płatnościami odsetkowymi i odroczonej spłatą kapitału oraz pożyczki o zmiennym oprocentowaniu obecne w Stanach Zjednoczonych i Hiszpanii stanowiły kolejny dowód potwierdzający stawianą hipotezę badawczą. W sferze finansowej stosowana akceleracja wielkich rozmiarów w postaci sekurytyzacji obecna na wielką skalę w Stanach Zjednoczonych i w znacznie mniejszym stopniu w Hiszpanii dodatkowo wzmacniała akcję kredytową i wzrosty cen nieruchomości na tych rynkach. Najlepszym dowodem występowania powyższych czynników miękkiego finansowania na rynku nieruchomości w okresie tworzenia się bańki cenowej na rynku nieruchomości jest przedstawiona analiza jakości portfela kredytów hipotecznych banków. Otóż we wszystkich zbadanych krajach widoczny jest wzrost wartości kredytów niespłacanych w kredytach ogółem, z czego największe wzrosty odnotowano w Stanach Zjednoczonych, gdzie liczba czynników miękkiego finansowania na każdym z analizowanych poziomów była tak duża, iż wymknęła się spod kontroli i w momencie pęknięcia bańki cenowej doprowadziła do reperkusji w skali globalnej.

Literatura

- Bank for International Settlements, *Property price statistics*, <http://www.bis.org/statistics/pp.htm> (20.07.2013).
- Bednarek M., *Hipoteka tylko z wkładem własnym*, „Gazeta Wyborcza” 2013, nr 141.
- Biuro Polityki Nadzorczej Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego, *Raport z prac grupy ds. sekurytyzacji wiarytelności bankowych*, http://www.knf.gov.pl/Images/Raport_sekurytyzacja_1_tcm75-34041.pdf (27.07.2013)
- Bloomestein H.J., Keskinler A., Lucas C., *Outlook for the securitisation market*, “OECD Journal: Financial Market Trends”, vol. 2011, Issue 1.
- Bucholski R., *Sekurytyzacja aktywów banku hipotecznego*, Prace Instytutu Prawa i Administracji PWSZ w Sulechowie, http://www.bibliotekacyfrowa.pl/dlibra/info?forceRequestHandlerId=true&mimetype=application/pdf&sec=false&handler=pdf_browser&content_url=/Content/34651/002.pdf (27.07.2013).
- Bureau of the Census, United States, <http://www.census.gov/const/uspriceann.pdf> (23.07.2013).
- Carbo-Valverde S., Marques-Ibanez D., Fernandez F.R., *Securitization, bank lending and credit quality. The case of Spain*, “European Central Bank Working Paper Series” 2011, nr 1329.
- Duca J.V., Muellbauer J., Murphy A., *Credit standards and the bubble in US house prices: new econometric evidence*, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap64n.pdf> (23.07.2013).
- European Mortgage Federation (EMF), *Hypostat 2011, A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, <http://www.hypo.org/Content/Default.asp> (28.07.2013).
- 2007, *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, <http://www.hypo.org/DocShareNoFrame/docs/5/BCHDCKBCNFPLOACGGMMGABDIPDWD9DBYT1TE4Q/EMF/Docs/DLS/2010-00175.pdf> (20.07.2013).
- EMF, *Factsheet Poland 2009*, <http://www.hypo.org/content/default.asp?PageID=420> (23.07.2013).

- Europejski Bank Centralny, *Bank Lending Survey*, <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484572> (20.07.2013).
- Główny Urząd Statystyczny, http://www.stat.gov.pl/gus/5840_4671_PLK_HTML.htm (23.07.2013).
- Hardaway R.M., *The Great American Housing Bubble. The road to collapse*, Praeger, USA 2011.
- <http://www.aplaceinthesun.com/news/feature/tabid/131/EntryId/575/Default.aspx> (23.07.2013).
- http://www.ehow.com/info_7958138_average-mortgage-term.html (26.07.2013).
- http://www.knf.gov.pl/Images/sekurytyzacja_tcm75-4773.pdf (27.07.2013).
- <http://www.kred.pl/20130312558/Poradniki/maksymalny-kres-kredytowania-2013-gdzie-najdluzszy-kredyt-hipoteczny.html>.
- International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, kwiecień 2011.
- Kindleberger Ch.P., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG Press, Warszawa 1999.
- Kornai J., *Niedobór w gospodarce*, PWE, Warszawa 1985.
- Kornai J., *Resource-constrained versus demand-constrained system*, "Econometrica" 1979, nr 47.
- Kornai J., *The soft budget constraint*, "Kyklos" 1986, vol. 39.
- Krzak M., *Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych*, [w:] *Kryzys globalny: początek czy koniec?*, red. J. Winiecki, Regan Press, Gdańsk 2009.
- Mansharamani V., *Boombustology: Spotting Financial Bubbles Before They Burst*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2011, s. 178-179.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*, kwiecień 2012.
- Oyrzanowski B., *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1995.
- Plummer W.C., Young R.A., *Sales Finance Companies and Their Credit Practices*, NBER, Nowy Jork 1940.
- Soros G., *Kryzys kredytowy 2008 i co to oznacza. Nowy paradygmat rynków finansowych*, MT Biznes Sp. z o.o., Łódź 2008.
- The Federal Reserve Board, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, Chart Data, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/snloansurvey/201305/chartdata.htm> (23.07.2013).
- Urząd Komisji Nadzoru Bankowego, *Raportu sytuacji banków w 2011 roku*, Warszawa 2011.
- Waszkiewicz A., *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, artykuł dostępny na stronie: http://www.wsz-pou.edu.pl/biuletyn/?strona=biul_wasz14 (27.07.2013).
- Wiedemer D., Wiedemer R., Spitzer C., Janszen E., *America's Bubble Economy: Profit When It Pops*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2006.
- Winiecki J., *Aberracje w gospodarce? Szukajcie państwa!*, [w:] *Kryzys globalny: początek czy koniec?*, red. J. Winiecki, Regan Press, Gdańsk 2009.
- Zombirt J., *Polubić sekurytyzację*, „Bank” 1998, nr 5.

THE SOFT BUDGET CONSTRAINT AS THE KEY FACTOR IN FORMATION OF REAL ESTATE BUBBLE

Summary: The multiplicity of approaches and perspectives used for the explanation of enormous price increases indicates the complexity of this process. The aim of the article is the explanation of the real estate bubble through the identification of soft budget constraint as the key factor in its formation. For this purpose the soft budget constraint has been defined in the aspect of the real estate bubble on two levels of capital creation. The first one placed in the sphere of real economy is the meeting place of lenders and borrowers looking for the source of financing of the real estate assets. The second placed in the finance sphere is a meeting place

of banks and other financial institutions generating the capital on a huge scale. In the article the institutional basis of soft budget constraint has been analyzed from the perspective of two levels of generation of capital by the identification of key factors in connection with enormous price increase. The research has been performed for three countries: Spain, the United States of America and Poland. In the performed analysis there were described the factors of soft budget constraint similar and different for each of the country. The performed research of soft budget constraint led to the following conclusions. In all of the analyzed countries severe credit policy had not a preventing function and was rather an answer for the emerging economic conditions. The soft credit policy was realized for the longer period of time only in the United States and in this country had the most significant impact on the increase of credit action and growth of real estate prices. The analysis of the lending standards shows symptoms of soft budget constraint in the real sphere. In each of the analyzed countries the mortgages were granted even for the period of fifty years, with the zero down payments, many times with the loan to value ratio above 100%. The next factor of soft budget constraint was the introduction of new banking products in the United States and Spain such as interest-only mortgages and adjustable rate mortgages. In the financial sphere the huge in size acceleration of generation of capital was identified in the form of securitization present on an enormous scale in the United States and on a smaller scale in Spain. This process led to the additional credit action by the elimination of toxic assets from the balance sheets and transfer of a risk which also finally led to real estate price increases. The research of the quality of mortgages portfolios confirmed the existence of the soft budget constraint factors in the period of boom on the real estate market. In each of the examined countries there was an increase of share of nonperforming loans in the value of all mortgages. The highest dynamic of increase of nonperforming loans was identified in the United States. In this country the cumulation of several factors of soft budget constraints was observed on each of analyzed levels. This cumulation led to the formation of huge real estate bubble and finally to the bust of the bubble with the effects on the global economy scale.

Keywords: economic bubble, soft budget constraint, real estate market, lending standards and credit banking policy.