

# Dysfunkcje na rynku nieruchomości w warunkach kryzysu gospodarczego

Ewa Kucharska-Stasiak\*

Nadesłany: 13 listopada 2017 r. Zaakceptowany: 30 lipca 2018 r.

---

## Streszczenie

Termin „dysfunkcja” oznacza nieprawidłowe funkcjonowanie systemu, zbiór zjawisk prowadzących do deformacji sposobu pełnienia określonych funkcji. Kryzys lat 2007–2008 wzmocnił i obnażył wiele dysfunkcji występujących na rynku nieruchomości.

Celem opracowania jest: (1) identyfikacja najważniejszych dysfunkcji, (2) sprecyzowanie ich źródeł i mechanizmów wzmocnienia w okresie kryzysu, a także (3) wskazanie środków zaradczych, służących złagodzeniu skutków ich występowania. Stawiamy hipotezę badawczą, że złagodzenie dysfunkcji na rynku nieruchomości wymaga systematycznych działań nadzorczych i nakładania ograniczeń na mechanizmy rynkowe, celem korygowania ich słabości.

Rozważaniom towarzyszą dwie tezy. Za źródło pogłębiania dysfunkcji na rynku nieruchomości w okresie kryzysu uznano erozję wartości moralnych. W gospodarce powstały sprzyjające warunki do uruchomienia pokusy nadużycia, czyli zachowań nadmiernie ryzykownych, których negatywne skutki przerzucone zostały na inne podmioty (teza 1). Pogłębienie się dysfunkcji na rynkach nieruchomości doprowadziło do błędnej alokacji zasobów kapitałowych i nieruchomościowych (teza 2).

Dla realizacji celu wykorzystano metodę krytycznej analizy literatury przedmiotu, metodę opisową i metodę analizy porównawczej.

---

**Słowa kluczowe:** kryzys, rynek nieruchomości, wycena, czynniki behawioralne

**JEL:** E3, R39, D01, D91

## 1. Wprowadzenie

Dysfunkcja, termin wprowadzony przez socjologów do opisanego systemu społecznego (Merton 2002, s. 122–124), znajduje wiele odniesień do innych obszarów. Wszędzie oznacza nieprawidłowe funkcjonowanie, osłabienie, zbiór negatywnych zjawisk prowadzących do deformacji sposobu pełnienia określonych funkcji. Dysfunkcje są charakterystyczne dla każdego systemu. Powodują one powstanie napięć, które prowadzą do deformacji systemu i zaburzeń jego rozwoju.

Dysfunkcje nie są obce rynkowi nieruchomości. Ulegają one wzmocnieniu w okresach kryzysu. Wielkość kapitału zaangażowanego na tym rynku, jego obopólne związki z gospodarką, wzmocnione silnym powiązaniem z sektorem bankowym (Renaud 1994; Hilbers, Lei, Zacho 2001; Kucharska-Stasiak 2008; Kucharska-Stasiak 2016; Żelazowski 2017) powodują, że nasilenie zjawisk dysfunkcyjnych na rynku nieruchomości pociąga za sobą istotne skutki ekonomiczne. Podręcznikowym przykładem tego wpływu był kryzys 2007–2008. Zachodzące obecnie zmiany na niektórych krajowych rynkach nieruchomości sugerują, że obawa przed kolejnym przeinwestowaniem tego rynku jako źródła destabilizacji ekonomicznej gospodarek pozostaje aktualna (m.in. DeLisle 2013; Zhu 2014). Obawa taka występuje również w wielu krajach UE<sup>1</sup>. Wskazuje to na znaczenie podejmowanej problematyki.

## 2. Cel, hipoteza, tezy i metody badawcze

Dynamika i rozwój systemu są wypadkową ścierania się dysfunkcji i funkcji systemu. Oznacza to, że nie ma idealnie funkcjonującego systemu gospodarczego, nie może być idealnie funkcjonującego rynku nieruchomości. Kryzys lat 2007–2008, uznany za kryzys o zasięgu globalnym, wiele dysfunkcji na tym rynku wzmocnił i obnażył. Potwierdził także spostrzeżenie Mertona (2002, s. 258), że „Działania oparte na praktyce i umiejętnościach, w przeszłości stosowane z pomyślnym wynikiem, w zmienionych warunkach mogą prowadzić do niewłaściwych reakcji”.

Artykuł ma charakter przeglądowy. Celem opracowania jest próba identyfikacji najważniejszych dysfunkcji na rynkach nieruchomości, próba sprecyzowania ich źródeł, mechanizmu ich wzmocnienia w okresie kryzysu, a także wskazanie i ocena środków zaradczych, służących złagodzeniu skutków ich występowania. Stawiamy hipotezę badawczą, że wymaga to systematycznych działań nadzorczych i nakładania ograniczeń na mechanizmy rynkowe celem korygowania ich słabości.

Rozważaniom towarzyszą dwie tezy:

1. Źródłem pogłębiania dysfunkcji na rynku nieruchomości jest erozja wartości moralnych. Wartości moralne rozumiane są jako wskazania, standardy lub idee, które wyzwalają zachowania korzystne zarówno dla tego, kto je praktykuje, jak i dla osób, do których są skierowane (zgodnie z definicją zaprezentowaną przez Eyre, Eyre 1993, s. 41).

2. Pogłębienie się dysfunkcji na rynkach nieruchomości zaostrzyło deformację rynkowych funkcji nieruchomości i informacyjnej funkcji ceny, prowadząc do błędnej alokacji zasobów zarówno kapitałowych, jak i nieruchomościowych.

<sup>1</sup> Sprawozdanie Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego (2017), Komisja Europejska. Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2018 r.

W pracy wykorzystano metodę krytycznej analizy literatury przedmiotu, metodę opisową, a także metodę analizy porównawczej.

### 3. Geneza i sposób przejawiania się kryzysu

Podjęcie rozważań o źródłach kryzysu nie jest łatwe. W ekonomii „...rzeczywistość nigdy nie jest taka, na jaką wygląda” (Stiglitz 2010, s. 83). Odpowiedź na pytania: dlaczego?, jak do tego doszło?, może być głęboko ukryta. Zawsze jest wątpliwość, czy przyczyn nie mylimy ze skutkami. Poszukiwanie przyczyn kryzysu Stiglitz porównuje do obierania cebuli: kolejne wyjaśnienie prowokuje nowe pytania (Stiglitz 2010, s. 13).

Dla powstania i rozwoju późniejszych zjawisk kryzysowych niezmiernie ważny był rok 2000, w którym pękła bańka internetowa na nowojorskiej giełdzie papierów wartościowych. „Między marcem 2000 roku a październikiem 2002 roku ceny akcji z branży technologicznej spadły o 78%” (Stiglitz 2010, s. 4). Rynek papierów wartościowych ujawnił wysokie ryzyko inwestowania; wiele osób straciło zaufanie do Wall Street. Kapitał zaczął uciekać z giełdy. Nie chcąc dopuścić do załamania gospodarczego, prezydent Bush obniżył stawki podatku dochodowego, a System Rezerwy Federalnej złagodził politykę pieniężną, obniżając stopy procentowe do najniższego poziomu od czasów II wojny światowej (z 6,5% w maju 2000 r. do 1,0% w czerwcu 2003 r.). Umożliwiło to obniżenie kosztów kredytu. Jednocześnie, pomimo tak niskiej stopy procentowej, rósł udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu: w 2004 r. stanowiły one 40% nowo udzielonych kredytów, w 2005 r. już 75% (Wydra 2007, s. 23–24).

Niskie koszty kredytów, a także duży udział osób młodych w ogólnej liczbie ludności – przy braku atrakcyjności lokat na innych segmentach rynku kapitałowego – spowodowały wzrost zainteresowania rynkiem mieszkaniowym. Przyczyniło się do tego nie tylko załamanie zaufania do Wall Street, ale także brak perspektyw na szybkie zahamowanie spadków i powrót hossy. „Domy, zwłaszcza własny dom, były czymś namacalnym, co można było łatwo zrozumieć, nawet faktycznie dotknąć” (Akerlof, Shiller 2010, s. 201). Niewątpliwie, do ekspansji popytu przyczyniła się również lansowana przez rząd wizja „społeczeństwa własności” (Ronald 2008, s. 16–82). Państwo wspomagało najmniej zamożnych kredytobiorców, przyznając im subsydia odsetkowe. W ujęciu historycznym do czynników wewnętrznych w USA z pewnością należy zaliczyć wprowadzenie jeszcze w 1977 r. Community Reinvestment Act – CRA. Zobowiązywał on banki do udzielania społecznościom lokalnym kredytów na preferencyjnych warunkach, wywołując presję na kredytodawców (Tupaj-Cholewa 2007).

Czynnikiem pobudzającym akcję kredytową było nie tylko obniżenie stóp procentowych przez FED, ale i ich utrzymywanie na niskim poziomie aż do czerwca 2004 r. Mogło to mieć również wydźwięk polityczny (niedopuszczenie do podważenia potęgi gospodarki amerykańskiej po napadzie terrorystycznym we wrześniu 2001 r.).

Napływ taniego pieniądza wzmógł popyt na rynku nieruchomości, przyczyniając się do wzrostu ich cen. Na rynkach ujawniła się mania spekulacji. Podatność rynku nieruchomości na spekulację wynika z małej elastyczności cenowej popytu i jeszcze mniejszej elastyczności cenowej podaży. Zatem silnym wzrostem cen, spowodowanym wzrostem popytu spekulacyjnego, nie będzie towarzyszył odpowiedni wzrost podaży. Spekulacja stała się elementem strategii inwestorów, stanowiła efekt zachowań stadnych. Powstaniu spekulacji sprzyjała asymetria informacji (kredytodawca nie miał pełnej informacji dotyczącej działań podejmowanych przez kredytobiorcę), negatywna selekcja (nie mając pełnej

informacji, kredytodawca może odmówić finansowania projektu o niskim ryzyku, a przyjąć projekt ryzykowny) i pokusa nadużycia, przejawiająca się w dążeniu do przerzucenia skutków wysokiego ryzyka na inne podmioty (Iwanicz-Drozdowska 2009, s. 33).

Pokusie nadużycia podlegali zarówno kredytodawcy, agencje ratingowe, jak i kredytobiorcy nieposiadający odpowiedniej zdolności kredytowej. Uleganie pokusie nadużycia ze strony kredytodawców było możliwe dzięki rozwojowi nowych instrumentów finansowych. Ich wartość była powiązana z portfelem kredytów hipotecznych. Wśród tych instrumentów pochodnych szczególne znaczenie miały obligacje hipoteczne, będące zobowiązaniem zabezpieczonym długiem, powstałe przez sekurytyzację wierzytelności. Innym instrumentem pochodnym były tzw. kontrakty wymiany ryzyka kredytowego. Kontrakty te „...pozwalały na przeniesienie ryzyka niewypłacalności kredytobiorców w ramach danego portfela wierzytelności z kredytodawcy na inny podmiot (...). Łatwość pozyskania nowych środków na akcję kredytową oraz możliwość przerzucenia ryzyka na inny podmiot sprawiały, że instytucje kredytujące zaczęły akceptować klientów o coraz niższej wiarygodności” (Szyszka 2009, s. 13). Wprowadzenie opisanych instrumentów pozwalało na wyłączenie wierzytelności z nimi powiązanych z bilansu banków. Pomimo wzrostu ilości i wartości udzielonych kredytów hipotecznych, dzięki sekurytyzacji procent kredytów w posiadaniu banków i kas ulegał zmniejszeniu: pomiędzy 1985 r. a trzecim kwartałem 2009 r. spadł z około 55% do 25% (Bair 2010, s. 41). Przyczyniło się to do lekceważenia ze strony banków zagrożenia wynikającego z potencjalnego załamania się cen na rynkach nieruchomości, do rozmycia odpowiedzialności za podejmowane ryzyko, do udzielania coraz bardziej ryzykownych kredytów, będących często świadectwem oszustw. Nieuczciwi sprzedawcy kredytów bogacili się, wykorzystując niewiedzę klientów, i zachęcali do podpisywania umów o kredyty hipoteczne z niekorzystnymi warunkami spłaty. Kredytobiorcy podpisywali je, często nie rozumiejąc ich treści (Bair 2010, s. 43). Istotnym czynnikiem pobudzającym aktywność kredytową banków był system wynagrodzeń w instytucjach finansowych na podstawie zysków krótkoterminowych, bez uwzględnienia ryzyka długoterminowego, a także oczekiwanie akcjonariuszy na wzrost wartości akcji. Kredytodawcom towarzyszyło przekonanie, że w razie kłopotów Rezerwa Federalna i Departament Skarbu udzielą im finansowej pomocy (Stiglitz 2010, s. 8–9). Prezesi banków żyli w przekonaniu, że ich przedsiębiorstwa są zbyt duże, aby rząd pozwolił na ich upadek (*too big to fail*).

Dobra koniunktura na rynku nieruchomości podsycała pokusę nadużycia. Wśród kredytodawców i kredytobiorców powstało fałszywe mniemanie o trwałości tendencji wzrostowych cen na rynku mieszkaniowym, prowadząc do irracjonalnej euforii nie tylko inwestorów, ale także kredytodawców. Wiele kredytów udzielanych było na poziomie 100% wartości nieruchomości. Gdy zabrakło wiarygodnych kredytobiorców, banki zaczęły udzielać kredytów osobom o niskiej zdolności kredytowej czy wręcz jej pozbawionych (kredyty *subprime*). Zabezpieczeniem dla banków był oczekiwany wzrost wartości domów, na kupno których zaciągnięte zostały kredyty. Dobra koniunktura powodowała, że również kredytobiorcy podlegali pokusie nadużycia: pokusie zakupu nieruchomości droższych, niż mogli sobie na nie pozwolić z uwagi na niskie czy niestabilne dochody. Rosnące ceny nieruchomości tworzyły mylne przeświadczenie, że trend ten utrzyma się, że nawet utrata zdolności obsługi długu pozwoli im zwyciężyć: zbyć nieruchomość, spłacić kredyt i jeszcze zrealizować zysk kapitałowy.

Pokusie nadużycia podlegały również agencje ratingowe. Przyznawały one wysokie ratingi papierom wartościowym, emitowanym na bazie zsekurytyzowanych wierzytelności, co wpływało na wzrost ich zysków (Iwanicz-Drozdowska 2009, s. 33). Ratingi te wprowadzały w błąd nabywców nowych instrumentów finansowych. Miały one skomplikowaną, trudną do zrozumienia konstrukcję, nie sta-

nowiły one przedmiotu obrotu rynkowego, nie były zatem wyceniane przez rynek, tylko na podstawie modeli matematycznych. Z uwagi na brak doświadczeń rynkowych i trudności z ich wyceną inwestorzy często nie byli świadomi skali ryzyka, jakie one niosły (asymetria informacji). Inwestorom udostępniano niewystarczającą ilość informacji dotyczących poszczególnych kredytów, stanowiących podstawę emisji obligacji hipotecznych. „Nawet, jeśli oferowano możliwość dostępu do większej ilości danych, to czyniono to za odpłatnością zbyt wysoką dla inwestorów indywidualnych” (Bair 2010, s. 50). W sytuacji braku informacji wybory inwestorów mogły podlegać negatywnej selekcji: wybór instrumentu o wyższym ratingu stanowił następstwo odrzucenia instrumentu o podobnym ratingu, ale w rzeczywistości o niższym ryzyku. Zaistniała sytuację Bogle (2009, s. 79) ocenia następująco: „Niemożliwe do oszacowania złożoności innowacji finansowych oraz procedury ich licencjonowania przez agencje ratingowe – twierdziłbym nawet raczej, że chodzi tu o współdziałanie w machinacjach – przemieniają wszystkie te kruczki prawno-finansowe we współczesną odmianę alchemii” i puentuje „Za dużo złożoności, za mało prostoty” (Bogle 2009, s. 14). Również Stiglitz pisał, że „Rynki finansowe tworzyły produkty tak skomplikowane, że nawet gdyby znane były ich wszystkie szczegóły i tak nikt nie byłby w stanie w pełni zrozumieć będącego ich implikacją ryzyka. Banki miały do swej dyspozycji wszelkie istotne informacje i dane a i tak nie potrafiły ocenić własnej sytuacji finansowej” (Stiglitz 2010, s. 188).

Silnie narastała bańka cenowa, uczestnicy rynku godzili się na nabywanie aktywów przewartościowanych. Opierali oni swoje decyzje na przekonaniu o dalszym, w pewnym okresie, wzroście cen. Aktywność wielu inwestorów podsycana była obawą przed niewykorzystaniem okazji realizacji wysokich zysków kapitałowych (Case, Shiller 2004, s. 299–362). Niskie stopy zadziałały – bańkę technologiczną zastąpiła bańka spekulacyjna w nieruchomościach, która podtrzymała konsumpcję i nakręciła boom w tej branży (Stiglitz 2010, s. 5). Wzrost cen nieruchomości prowadził bowiem do wzrostu ich wartości, wzrost wartości zaś oznaczał wzrost zdolności kredytowej ich właścicieli. Właściciele domów „...zachęciano do traktowania ich nieruchomości jak bankomatów, umożliwiając im wielokrotne zadłużanie się pod zastaw ich wartości” (Stiglitz 2010, s. 90). Pojawiło się zjawisko „monetaryzacji” nieruchomości – wzrost cen i wartości nieruchomości umożliwiał zaciąganie kolejnych kredytów celem podtrzymania lub wzrostu konsumpcji. Zaciągnięte kredyty – pomimo tendencji spadkowych w gospodarce – umożliwiły utrzymanie popytu wewnętrznego. Ujawnił się, dobrze rozpoznany przez ekonomię klasyczną, efekt majątkowy<sup>2</sup>.

O roli, jaką odegrał rynek nieruchomości nie tylko w gospodarce amerykańskiej, ale także światowej, świadczy znamienity tytuł artykułu zamieszczonego w *The Economist* (2002). W obliczu nasilających się tendencji wzrostowych cen i skłonności do zaciągania kredytów autorzy artykułu zadali pytanie: „jak długo ta orkiestra może jeszcze grać?”, wskazując na groźbę tworzenia się nowej bańki, która ratując na początku XXI w. gospodarkę USA, a także gospodarkę światową przed kryzysem, może ten kryzys wtórnie spotęgować.

Wobec polityki kredytowej banków instytucje nadzorcze wykazały się biernością (KNF, s. 16). Kredyty, które były wykreślone z bilansów, przestawały być nie tylko przedmiotem zainteresowania banków, ale także instytucji nadzorczych. Inercja tych instytucji w dużej mierze mogła być podyktowana

<sup>2</sup> Przeprowadzone badania ujawniają, że jednoprocetowemu wzrostowi wartości zasobu nieruchomości towarzyszy średnio od 0,11% do 0,17% wzrost konsumpcji. Efekt ten wykazuje różnicowanie w czasie: w pierwszym roku jest on niższy, jego siła rośnie w dłuższym okresie. Efekt majątkowy nieruchomości jest wyższy niż efekt aktywów finansowych z uwagi na względnie długotrwały charakter zmian wzrostu wartości. Jedno z badań sugeruje, że zmiany wartości na rynku nieruchomości w 98% mają charakter trwały, podczas gdy zmiany wartości aktywów finansowych tylko w 55% (Żelazowski 2009, s. 89–96).

przekonaniem o silnym efekcie majątkowym nieruchomości. Alan Greenspan (szef Rezerwy Federalnej w latach 1987–2006) i James Kennedy dokumentowali, że ożywienie na rynku nieruchomości może – poprzez wzrost konsumpcji – wzmocnić fazę ożywienia w całej gospodarce. Przytaczali dane, z których wynikało, że w latach 2001–2004 kredyty i pożyczki, dla których formą zabezpieczenia były nieruchomości, zwiększyły roczne wydatki gospodarstw domowych o 425 mld USD, podczas gdy w poprzednich latach, w których zainteresowanie rynkiem nieruchomości mieszkaniowych było dużo mniejsze, wpływ kredytów i pożyczek był słabszy: dawał przyrost wydatków tylko o 177 mld USD (Greenspan, Kennedy 2005).

Sytuacja na rynku nieruchomości zaczęła się jednak zmieniać, bowiem wzrosty cen na rynkach surowcowych, implementowane najpierw wzrostem popytu na surowce, a następnie zachowaniami spekulacyjnymi inwestorów, którzy zaczęli traktować surowce jako aktywa finansowe, pobudziły presję inflacyjną. W obliczu wzrostu dynamiki inflacji w połowie 2004 r. FED podwyższył stopy procentowe: podstawowa stopa procentowa wzrosła z 1% do 5,25% (czerwiec 2007). Skutkiem tego był wzrost kosztów kredytu, spadek popytu na kredyty i w konsekwencji na nieruchomości, co ukróciło spekulację. Jednocześnie rosła podaż nowo oddawanych projektów deweloperskich, spadły ceny nieruchomości, wzrastały koszty obsługi długu i zaczął przyrastać wolumen kredytów trudnych, które – przy niskiej zdolności kredytowej kredytobiorców – nie mogły być spłacane. Ograniczenie akcji kredytowej i wyprzedaż zadłużonych nieruchomości prowadziły do dalszego spadku ich cen. Dopiero w sierpniu 2007 r. została zawieszona emisja MBS opartych o rynek *subprime* (Wydra 2007, s. 24). Szacuje się, że w 2007 r. 1% wszystkich nieruchomości w USA znajdował się w różnych stadiach procedury przejęcia przez banki, a łączne straty instytucji finansowych do 1 sierpnia 2008 r. sięgnęły 590 mld USD (Pacula 2009, s. 108). Zmiany te wywołały załamanie i panikę na rynku. Spadła wartość obligacji zabezpieczonych hipotecznie. Dwa fundusze inwestycyjne, należące do banku Bear Stearns, które dokonały znacznych inwestycji w toksyczne papiery wartościowe, zapoczątkowały falę upadków banków. W wyniku problemów finansowych banków cena pieniądza na rynku międzybankowym wzrosła, akcja kredytowa została ograniczona, co odbiło się negatywnie na wynikach finansowych przedsiębiorstw. W ten sposób kryzys ujawnił się również w sferze realnej. Ponieważ toksyczne kredyty i wyemitowane na ich podstawie toksyczne papiery wartościowe znalazły się także w bankach w innych krajach, załamanie i panika rozlały się poza teren USA<sup>3</sup>.

#### 4. Dysfunkcje na rynku nieruchomości w okresie kryzysu

Nietrudno dostrzec występowanie na rynkach nieruchomości szeregu dysfunkcji: widoczne są one na obszarze przekształceń własnościowych, podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych, w pomiarze wartości, w działaniu instytucji, jak również w niewłaściwym kształtowaniu przestrzeni. Przedmiotem dalszych rozważań będą trzy rodzaje dysfunkcji, które nasiliły się w okresie kryzysu: (1) dysfunkcje obserwowane na obszarze podejmowania decyzji inwestycyjnych i decyzji finansowych na rynku nieruchomości, (2) dysfunkcje w zakresie wyceny, rozumianej jako proces dochodzenia do wartości, i (3) dysfunkcje dotyczące wyników tego procesu.

<sup>3</sup> Największe straty odnotowały nie instytucje amerykańskie, tylko europejskie, bowiem to banki europejskie należały do głównych nabywców papierów emitowanych w oparciu o kredyty typu *subprime* (KNF 2008, s. 18).

#### 4.1. Dysfunkcje w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych na rynku nieruchomości

Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych uczestnicy porównują poziomy stóp zwrotu w poszczególnych segmentach rynku kapitałowego. Kapitał przesuwa się do tych segmentów, które oferują relatywnie wysoki zwrot przy akceptowalnym przez inwestorów ryzyku. W omawianym okresie rynek nieruchomości okazał się atrakcyjnym obszarem inwestowania, co doprowadziło do wzrostu cen nieruchomości. Dynamiczny wzrost cen rozpoczął się w USA w 2001 r. i trwał do drugiej połowy 2006 r. W samym 2001 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrosły o 9%. Skala tego wzrostu powtórzyła się również w kolejnych latach (Jurowski, Zegadło 2009, s. 77). Na niektórych terenach miejskich wzrost ten był nawet dwucyfrowy (Bair 2010, s. 46).

Wzrosty cen wywołane zostały nienadążaniem podaży za popytem pobudzonym tanimi kredytami i łatwością ich pozyskania, co sprawiało, że decyzje inwestycyjne przybrały charakter zachowań stadnych. Asymetria informacji, negatywna selekcja, a także pokusa nadużycia wywołały spekulacje. Mania spekulacji spowodowała, że inwestorzy zaczęli kupować aktywa przewartościowane: ceny rosły, co – przy danym poziomie dochodu z nieruchomości – oznaczało spadek stóp zwrotu oraz dalszy wzrost ich wartości i wzrost cen. Zachowania takie kreowały powstawanie bańki cenowej na rynku nieruchomości. Zarówno kredytodawcy, jak i kredytobiorcy, inwestorzy i deweloperzy odrywali się od logiki funkcjonowania rynku, kierowali się chciwością, nie doceniali ryzyka rynkowego, stosowali heurystyki, czyli uproszczone schematy postępowania, takie jak nadmierny optymizm i pewność siebie, podlegali owczemu pędowi, nie wyciągali wniosków z przeszłości na rynku nieruchomości<sup>4</sup>. „Ceny gruntów rolnych, a także nieruchomości komercyjnych, podobnie jak domów i mieszkań, przechodzą co i raz przez potężne bańki, zupełnie jakby ludzie nie wyciągali żadnych wniosków z poprzedniej takiej sytuacji” (Akerlof, Shiller 2010, s. 195). Sprawdzać się zaczęła słuszność tezy Bogle’a (2009, s. 53–76): „za dużo spekulacji, za mało inwestowania”.

Nieracjonalność zachowań widoczna była nie tylko na obszarze podejmowania decyzji inwestycyjnych, ale również decyzji finansowych (Case, Shiller 2004, s. 299–362). Obie strony: kredytodawcy i kredytobiorcy, nie zwracały uwagi na zdolność kredytową czy jakość zabezpieczeń. W skrajnych przypadkach udzielane były kredyty osobom nieposiadającym stałego źródła dochodu, tzw. NINJA – *no income, no job, no assets*. Podczas gdy w 2002 r. tylko 3–4% kredytów zostało przyznanych osobom o niskiej zdolności kredytowej, w 2006 r. już 40% (Sikorska, Wiatrak 2009, s. 138). Na tych kredytach banki mogły zarabiać więcej, bowiem wyższe były marże niż przy kredytach udzielanych kredytobiorcom o dobrej zdolności kredytowej. Nabywcy zaciągali kredyty na poziomie 100% wartości rynkowej nieruchomości. To, jak pisze Stiglitz (2010, s. 102), oznaczało spiralę kłamstwa: od kłamstwa na temat zdolności kredytowych rodzin po kłamstwa na temat wartości nieruchomości wybranej do skredytowania. Kredytobiorcy nie wymagali przedstawienia dokumentów poświadczających źródła dochodów, kredytodawcy często „przeinaczali możliwości finansowe kredytobiorców bez ich zgody” (Bair 2010, s. 50). „Zyski brokerów były najwyższe wówczas, gdy »wpuszczali« kredytobiorców w najbardziej ryzykowne kredyty hipoteczne:

<sup>4</sup> Uczestnicy rynku posługiwali się heurystyką reprezentatywności, która ujawniała ich skłonność do przywiązywania zbyt dużej wagi do ostatnich wydarzeń z pominięciem perspektywy długookresowej, co oznacza, że w obliczu rosnących cen aktywów spodziewali się utrzymania tego trendu w przyszłości, a w sytuacji pęknięcia bańki spadku cen aktywów. Poniesione przez nich straty zniechęcały ich do dalszego uczestnictwa w rynku. Towarzyszył im strach i rozczarowanie. Inwestorzy „stali przy nawyku”: jeżeli wczoraj ceny były niższe niż przedwczoraj, dzisiaj są niższe niż wczoraj, jutro na pewno będą również występowały ich spadki.

o zmiennym oprocentowaniu z karami za wcześniejszą spłatę zadłużenia” (Stiglitz 2010, s. 104). Postępowanie takie dalekie było od wartości moralnych. W efekcie zaburzona została funkcja nieruchomości jako obiektu inwestowania i obiektu finansowania, doprowadzając do nadmiernej rozbudowy sektora finansowego i sektora nieruchomości.

Negatywny wpływ rynku nieruchomości na gospodarkę potwierdza dobrze udokumentowana historia kryzysów gospodarczych w wielu krajach: przykładowo, kryzys w gospodarce brytyjskiej i amerykańskiej w latach 80. XX w., w gospodarce japońskiej na początku lat 90., w Azji Południowo-Wschodniej pod koniec lat 90., a nade wszystko kryzys lat 2007–2008, który przerodził się w kryzys światowy (por. m.in. Case 2000; Hilbers, Lei, Zacho 2001; Baum 2000; Bracke 2011). Oznacza to, że kryzys 2007–2008 po raz kolejny ujawnił, że rynek nieruchomości potrafi być często nieprzewidywalny – pobudzenie popytu przy małej elastyczności cenowej podaży łatwo wywołuje wzrost cen, który motywuje do spekulacji. Zachowania spekulacyjne, połączone z oczekiwaniem dalszego wzrostu cen, przy znaczącym poluzowaniu kryteriów udzielania kredytów mogą prowadzić do wytworzenia baniek cenowych. Ryzyko ich powstania na rynku nieruchomości mieszkaniowych pozostaje wysokie, bowiem zmiany popytu mają słabe oparcie w fundamentach, takich jak dochody gospodarstw domowych czy dochody osiągane z nieruchomości. Zmiany popytu bardziej zależą od polityki państwa, oczekiwań dotyczących przyszłych zmian, a także dostępności kredytów<sup>5</sup>.

## 4.2. Dysfunkcje wyceny rozumianej jako proces dochodzenia do wartości

Informacja o wartości ma na rynku nieruchomości szczególne znaczenie. Rynek ten zaliczany jest do rynków o niskiej efektywności, co oznacza, że ceny na tym rynku słabo odwzorowują zmiany zachodzące w otoczeniu. Ceny tych aktywów, w przeciwieństwie do rynku akcji, nie mogą stanowić jedynej podstawy określania wartości. Ponadto uczestnicy tego rynku, w przeciwieństwie do innych rynków, nie znają ceny danej nieruchomości, dopóki nie zostanie ona sprzedana. Dlatego posługują się wartością nieruchomości. Żeby uzyskać wiedzę o poziomie wartości, potrzebują wyceny.

Źródła dysfunkcji wyceny, rozumianej jako proces dochodzenia do wartości, można poszukiwać w: (1) nieracjonalnych, a także często nieetycznych zachowaniach rzeczoznawców majątkowych, (2) wpływie klienta na proces wyceny, a także w (3) odchodzeniu rzeczoznawców od tradycyjnych metod wyceny nieruchomości na rzecz stosowania komputerowych metod wyceny. Dysfunkcje wyceny nieruchomości, z uwagi na silne powiązanie sektora nieruchomości z sektorem bankowym, nabierają na tym rynku szczególnego znaczenia. Dysfunkcja wyceny ma charakter powszechny. Tym niemniej zmienione warunki, wywołane spekulacją, pobudziły źródła i siłę jej występowania.

### Nieracjonalne i nieetyczne zachowania rzeczoznawców majątkowych

Model wyceny nieruchomości skonstruowany został jako model normatywny, oparty na racjonalnym dokonywaniu ocen i podejmowaniu decyzji. Dostrzeżono, że rzeczoznawcy nie przestrzegają tego modelu. Jako pierwsi ujawnili to psycholodzy amerykańscy, którzy w latach 90. XX w., stosując metodę

<sup>5</sup> Ujawniona została silna korelacja pomiędzy dynamiką cen na rynkach nieruchomości, akcją kredytową a wzrostem gospodarczym. Wzrosty cen nieruchomości są poprzedzane wzrostem kredytu bankowego, spadki cen – ograniczeniem przyrostu kredytu (Hilbers, Lei, Zacho 2001).



eksperymentu, wykazali, że rzeczoznawcy podlegają dysonansowi poznawczemu<sup>6</sup>, a także pewnym heurystykom, które nie pozostają bez wpływu na wynik szacunku (Zaleskiewicz 2012). Okazało się, że rzeczoznawcy, którzy z racji wykonywanego zawodu powinni przyjąć postawę niezależnego eksperta, stosują heurystykę zakotwiczenia oraz dopasowania. Stosowanie tych heurystyk działa jak odruch bezwarunkowy, przed którym nie chroni nawet wiedza specjalistyczna. Obecność tych heurystyk potwierdził m.in. w swoich badaniach Gallimore (1994). Podleganie heurystykom dowodzi tendencyjności w procesie wyceny. Okazało się, że wartość modeli normatywnych nie jest wysoka (Diaz, Hansz 2002, s. 3–4).

Presja czasu, spowodowana zwiększoną liczbą wycen w okresie silnego ożywienia na rynku nieruchomości, oraz szybka zmienność cen nieruchomości powodują odchodzenie od normatywnego modelu wyceny – rzeczoznawcy upraszczają niektóre elementy tego modelu (np. analizę rynku), opierając się na własnych doświadczeniach i stosując uproszczone sposoby przetwarzania danych, często w sposób uproszczony dokonują selekcji porównywalnych sprzedaży (Wolverton 2000). Doświadczeni rzeczoznawcy mają skłonność do rozpatrywania mniejszej ilości danych do porównania niż nowicjusze, skupiają się jedynie na kluczowych atrybutach, takich jak lokalizacja, co może prowadzić do błędnych szacunków. Badania prowadzone w USA i w Wielkiej Brytanii wykazały, że rzeczoznawcy majątkowi, wyceniając kolejny raz tę samą nieruchomość, byli skłonni do „zaczepiania się” o poprzednio oszacowaną wartość, co prowadzi do stroniczych wartości, odstających od wartości ustalonych wyłącznie na podstawie danych rynkowych (Wolverton 2000).

Oderwanie się od danych rynkowych, jak również przesadne zaufanie do własnych doświadczeń podważają racjonalność i etyczność zachowań w procesie wyceny.

## Wpływ klienta

Rzeczoznawcy pracują w środowisku, które wywiera na nich wpływ. Istotnym elementem tego środowiska jest klient. Wpływ klienta na proces i wynik wyceny został potwierdzony w badaniach przeprowadzonych nie tylko w krajach o największej transparentności, takich jak USA, Wielka Brytania i Australia (m.in. Wolverton 2000; Havard 2001; Diaz, Hansz 2002; Kishore 2004), ale również w badaniach podjętych w Nigerii, Malesji i Tajlandii (m.in. Chen, Yu 2009; Palakavong, Swierczek 2014).

Badania wykazały silny wpływ klienta, który może wywierać nacisk na rzeczoznawcę majątkowego poprzez: wymuszanie zastosowania określonego podejścia, metody czy techniki do wyceny nieruchomości, sugerowanie poziomu wartości, zmuszanie rzeczoznawców do korekt oszacowanej wartości, wywieranie wpływu poprzez system karania (pozbawianie zleceń) i nagradzania (częste udzielanie zleceń). Siła wpływu klienta zależy od wielkości podmiotu, jaki on reprezentuje, a więc od możliwości udzielania dalszych zleceń. Im większy klient, czyli im większy prezentuje on potencjał jako zleceniodawca, tym większa skłonność rzeczoznawcy do korekty wartości nawet w sytuacji, gdy nie dysponował on dowodami rynkowymi na poparcie żądanej korekty (Diaz, Hansz 2002, s. 3–29). Podleganie heurystykom dowodzi tendencyjności i braku etyki w procesie wyceny: klienci chętnie dokonują wyboru uległych ich sugestiom rzeczoznawców, by móc wywrzeć na nich skuteczną presję, w wyniku której rzeczoznawcy ci wyrażą gotowość zmiany pierwotnego wyniku szacunku, dostosowując go do ich oczekiwań. Tacy ulegli rzeczoznawcy są świadomi nieetycznego zachowania. Podejmują je, aby przetrwać na rynku.

<sup>6</sup> Załączkiem teorii dysonansu poznawczego jest stwierdzenie, że system poznawczy człowieka działa tak, aby znaleźć uzasadnienie dla obaw mimo realnych sygnałów zagrożenia, ludzie dostosowują obraz świata do tego, jak się w danym momencie czują.

Okres boomu na rynku nieruchomości, któremu towarzyszył wzrost ilości wycen, presja czasu oraz oczekiwania klientów do maksymalizowania wartości jako podstawy zabezpieczenia kredytów, stwarzała szczególnie sprzyjające warunki do stosowania heurystyk i wyostrzała „zwierzęce instynkty”, którym podlegali rzeczoznawcy i klienci. Najczęściej wymienianym w okresie kryzysu klientem, stwarzającym nacisk lub przymus, jest sektor bankowy. Nieetyczne zachowania kredytodawców obnaża Stiglitz (2010, s. 363): badania sondażowe wśród 500 rzeczoznawców majątkowych w 44 stanach ujawniły, że w okresie wzrostu liczby udzielonych kredytów 55% z nich doświadczyło nacisków na zawyżenie wartości nieruchomości; 25% odczuło takie naciski przy dokonywaniu co najmniej połowy zleconych im wycen. Kredytodawcy nie sprostali moralnym standardom, jakich się od nich oczekuje. Ale „...skoro zarabia się pieniądze, za które można już urządzić się do końca życia, nie ma żadnych granic dla akceptowalnych zachowań” (Stiglitz 2010, s. 322). Odmowa zawyżania wycen ze strony rzeczoznawców wywołała dążenia do zakładania przez banki własnych firm szacujących wartość (Stiglitz 2010, s. 103). Jednakże rzeczoznawca zatrudniony na etacie przestaje być niezależnym ekspertem. I znowu ujawnia się erozja wartości moralnych.

Dysfunkcje na obszarze wyceny, rozumianej jako proces dochodzenia do wartości, prowadzą do stronniczości wyniku, który często stanowi potwierdzenie oczekiwanej przez klienta wartości. W literaturze znane jest stwierdzenie Damodarana, który głosi, że wycena aktywów nie zapewnia dokładnego oszacowania wartości, bowiem nie ma dokładnych wycen, nie prowadzi ona do „prawdziwej” wartości, bowiem wszystkie wyceny są tendencyjne. Kierunek i wielkość odchyżeń w wycenie są wprost proporcjonalne do tego, kto i ile płaci za sporządzenie wyceny (Damodaran 2006, s. 4).

### **Odchodzenie rzeczoznawców od tradycyjnych metod wyceny nieruchomości na rzecz stosowania metod komputerowych**

Za źródło dysfunkcji należy uznać również nadmierne zaufanie do stosowania aparatu matematycznego w procesie wyceny, rozumianej jako proces dochodzenia do wartości.

W procesie wyceny nieruchomości w miejsce tradycyjnych metod wyceny zaczęto stosować tzw. metody zaawansowane, oparte na modelach statystycznych. Wiele z zaawansowanych metod wyceny stosowanych jest do konstruowania tzw. zautomatyzowanych modeli wyceny (AVM – *automated valuation models*). Metody te okazały się zawodne. Na negatywne skutki ich stosowania wskazała parlamentarna komisja śledcza powołana w Irlandii do zbadania przyczyn irlandzkiego kryzysu bankowego (Grzesik 2017, s. 39–41). Twórcy raportu stwierdzają, że jedną z przyczyn kryzysu było opieranie się na „czystych” modelach AVM.

Podstawą zdecydowanej krytyki tych metod jest fakt, że nie uwzględniają one przedmiotu wyceny ani jego otoczenia, są szczególnie zawodne przy wycenie nieruchomości o wyjątkowych cechach (Lorenz 2006, s. 165), nie prowadzą do określenia wartości rynkowej, nie wymagają udziału wykwalifikowanego rzeczoznawcy majątkowego (Grzesik 2017, s. 39). Stosowanie metod statystycznych nie pozwala odwzorować wielu zasad wyceny ważnych w procesie powstawania wartości, takich jak np. zasady zmiany, zasady konkurencji, zasady równowagi zewnętrznej, czyli równowagi pomiędzy zainwestowanym kapitałem w przedmiotową nieruchomość a jakością otoczenia i sąsiedztwa, zasady równowagi wewnętrznej (proporcji pomiędzy wartością gruntu a wartością jego elementów składowych) czy zasady najkorzystniejszego sposobu użytkowania, która uznana została za serce wyceny. Oznacza to,

że czym bliżej jesteśmy akceptacji metod statystycznych w wycenie pojedynczej nieruchomości, tym dalej jesteśmy od ekonomicznych zasad wyceny (Kucharska-Stasiak 2018).

Dominuje przekonanie, że metody zaawansowane charakteryzują się wyższą przydatnością do wyceny masowej, podczas gdy metody tradycyjne do wyceny pojedynczych nieruchomości (Lorenz 2006, s. 164). Należy nadmienić, że sami dostawcy AVM ujawniają, że nie jest to wycena. Przytoczona została wypowiedź jednego z dostawców AVM, że chociaż będą one zyskiwały na popularności, to „...nie zastąpią wycen. Znajomość lokalnych warunków oraz specjalistyczna wiedza będą zawsze potrzebne, tak samo jak wizje lokalne przedmiotowych nieruchomości” (Matysiak 2018). Wycena powinna odwzorowywać zachowania uczestników rynku. Ci, podejmując decyzje inwestycyjne, nie myślą przez pryzmat metod statystycznych. Reasumując, AVM nie opisują rzeczywistości, nie odwzorowują zachowań inwestorów, są zatem abstrakcją, czyli fikcją.

### 4.3. Dysfunkcje wyceny rozumianej jako wynik procesu wyceny

Wynikiem procesu wyceny jest wartość nieruchomości. Znaczenie wartości dla rynku nieruchomości spowodowało, że została ona zdefiniowana w międzynarodowych i europejskich standardach wyceny, a także w prawodawstwie Unii Europejskiej, uzyskując jednolitą definicję i interpretację. Najczęstszym rodzajem poszukiwanej wartości jest wartość rynkowa. Zdefiniowana ona została jako „szacowana kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za składnik aktywów, zakładając, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej oraz upłynął odpowiedni okres eksponowania na rynku”<sup>7</sup>.

Dzisiejsza definicja wartości rynkowej, silnie osadzona na dorobku myśli ekonomicznej, ma charakter umowny: ma wymiar *stricte* ekonomiczny, ma obiektywizować rynek, nie ma charakteru wewnętrzny, tylko zewnętrzny. Powstaje w świadomości uczestników rynku, stanowiąc kumulację ich najczęstszych zachowań. Ma charakter względny, obarczona jest niepewnością. Odwzorowuje ona tylko to, co jest widzialne na rynku na dzień wyceny, natomiast to, co jest niewidzialne, a ujawni się w przyszłości, nie może być bezpośrednio odwzorowane w wartości rynkowej. Nie może ona wyprzedzać tego rynku. Odwzorowuje spojrzenie mikroekonomiczne, związane ze sposobem wykorzystania konkretnej nieruchomości. Niestety, opiera się ona na danych, które nigdy w pełni nie odwzorowują rynku w dniu wyceny. Oznacza to, że w okresie silnych wzrostów wartość jest niedoszacowana, nie może ujawnić pojawiającej się bańki cenowej. Natomiast w okresie silnych spadków jest przeszacowana. Dowodzi to, że wartość rynkowa, wyznaczana na dany dzień, dzień wyceny, wykazuje istotną słabość jako podstawa zabezpieczenia długoterminowych kredytów.

Kryzys 2007–2008 ujawnił również kolejne braki dotychczasowej koncepcji wartości. Złożoność świata, coraz większe turbulencje w otoczeniu, rosnąca świadomość roli jakości środowiska oraz wymóg poszanowania ograniczonych zasobów przyrodniczych nieuchronnie prowadzą do konieczności zmiany systemów wartości, która uwidacznia się w promowaniu idei społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonego rozwoju (Kołodko 2014, s. 161–180) i w stosowaniu odpowiedzialnych strategii inwestowania w nieruchomości. Kryzys ujawnił, że wartość nie może mieć tylko wymiaru ekonomicznego. Powinna ona ujawniać także wymiar środowiskowy, społeczny, w tym etyczny i moralny. Takie ujęcie

<sup>7</sup> Europejskie Standardy Wyceny 2012, TEGoVA, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, s. 25.

pozwoлиłoby spojrzeć na wartość nie tylko przez pryzmat bieżących korzyści. Musi to być spojrzenie wykraczające poza życie jednego pokolenia.

Reasumując, kryzys potwierdził konieczność poszukiwania nowego wymiaru wartości. Podstawą waloryzacji ekonomicznej nie może być tylko mechanizm rynkowy. W gospodarce muszą istnieć różne mechanizmy waloryzacji (Hausner 2014, s. 119).

## 5. Skutki dysfunkcji występujących na rynku nieruchomości

Dysfunkcje na obszarze podejmowania decyzji inwestycyjnych, decyzji finansowych, na obszarze dochodzenia do wartości i jej pomiaru doprowadziły do zaburzeń funkcji nieruchomości jako obiektu inwestowania i finansowania, a także funkcji nieruchomości jako obiektu wyceny, w efekcie prowadząc do deformacji informacyjnej funkcji cen na rynku nieruchomości i w rezultacie do nieprawidłowej alokacji zasobów kapitałowych i nieruchomościowych.

Rynek poprzez cenę powinien prawidłowo informować o wartości wymiennej nieruchomości, co umożliwia wykreowanie koncepcji wartości nieruchomości w świadomości podmiotów działających na rynku: właściciela, potencjalnego inwestora, dewelopera, zarządcy nieruchomości czy kredytodawcy. Wykorzystanie informacji płynących z rynku jest ważne dla prawidłowego jego funkcjonowania: podejmowania decyzji inwestycyjnych, kredytowych czy podatkowych. Informacyjna funkcja ceny na rynku nieruchomości z natury jest jednak słabo pełniona. Decydują o tym cechy tego rynku, takie jak: niejednorodność, mała przejrzystość, niedoskonałość, mała efektywność (Kucharska-Stasiak 2016, s. 58–69). Słabość informacyjnej funkcji cen zawsze ujawnia się na rynku nieruchomości z dużą intensywnością. Jednakże analiza kryzysu wskazuje na pojawienie się nowych zagrożeń, które wynikają m.in. z oddziałujących na rynki nieruchomości zmian w systemach gospodarczych, związanych z wprowadzeniem innowacji finansowych czy osłabieniem kontroli podaży pieniądza przez banki centralne (Godłów-Legiędź 2011, s. 9). Istotnym jest, że „...informacyjna funkcja cen ulega zakłóceniu w fazach drastycznych spadków i wzrostów aktywności uczestników gry rynkowej” (Godłów-Legiędź 2011, s. 9).

Do drastycznych wzrostów cen na rynku nieruchomości doprowadziła spekulacja. Spekulacja osłabia informacyjną funkcję ceny, ale wzmacnia jej funkcję motywacyjną, co najczęściej skutkuje złą alokacją kapitału ze strony nabywców, deweloperów, a także banków finansujących rynek nieruchomości, prowadząc do głębokiego spadku popytu rynkowego, gwałtownych spadków cen i w efekcie do kryzysu w gospodarce realnej. I chociaż nie po raz pierwszy przeinwestowanie krajowych rynków nieruchomości wstrząsnęło gospodarkami, to tym razem zasięg przestrzenny i skala skutków były niespotykane (Sikorska, Wiatrak 2009, s. 133–150). Największe straty poniosły: Citigroup – 42,9 mld dolarów, UBS – 38,2 mld dolarów i Merrill Lynch – 37,1 mld dolarów (KNF 2008, s. 19). Nie przeszkodziło to w przyjęciu przez prezesa banku Merrill Lynch odprawy w wysokości 161 mln dolarów, powiększonej o plan emerytalny obejmujący dodatkowe 160 mln dolarów, ani prezesowi Citigroup, który przyjął 138 mln dolarów odprawy (Bogle 2009, s. 38–39). Straty instytucji finansowych w USA, Europie i Japonii szacuje się na około 4,1 bln dolarów (Gemzik-Salwach 2009, s. 9). Potężne straty poniosły także gospodarstwa domowe: w 2005 r. procedurą przejścia objętych zostało ponad 500 tys. nieruchomości, w 2006 r. już ponad 730 tys., a w 2007 r. – aż 1285 tys. nieruchomości (Pacula 2009, s. 106). W 2009 r. liczba przyjętych domów wzrosła do 3 milionów, a liczba osób, których domy były zadłużone na kwoty większe niż są warte, wynosiła 15 milionów (Bair 2010, s. 69). Wartość aktywów amerykańskich gospodarstw do-

owych spadła z ponad 50 bln dolarów do około 45 bln dolarów (według danych Federal Reserve System). Spadła wartość aktywów nieruchomościowych posiadanych przez fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze powiernicze (według danych Federal Reserve System). Wysokość strat z tytułu wyemitowanych w USA papierów wartościowych na bazie nieruchomości, nabytych przez inwestorów na całym świecie, oszacowana została w 2009 r. na poziomie 2,7 bln dolarów (IMF 2009, s. XV).

## 6. Kontekst polski

Rozważania, dotyczące dysfunkcji na rynku nieruchomości w okresie kryzysu nie dotyczą tylko rynku w USA, który stanowił przedmiot odniesień. Dysfunkcje te wystąpiły na wielu rynkach, nie są również obce polskiemu rynkowi nieruchomości. Rynki te różnią się nie tyle objawami, ile siłą ich występowania i skalą skutków.

Ewidentnie na polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych w latach 2006–2008 wystąpiła bańka cenowa, na co wskazują wyniki wielu prac (m.in. Żelazowski 2007; Łaszek, Augustyniak, Widłak 2010; Żelazowski 2018). Badania potwierdzają, że polski rynek nieruchomości mieszkaniowych doświadczył klasycznego schematu wzrostu cen poprzedzonego akcją kredytową. Sprzyjały temu korzystne uwarunkowania otoczenia zewnętrznego: niskie stopy procentowe, niskie stopy depozytowe, niska rentowność obligacji, optymizm, a także import nastrojów z zagranicznych rynków mieszkaniowych, wzrost dochodów, migracje, przyrost gospodarstw domowych, a także liberalizacja wymogów kredytowych przez banki, które również podlegały pokusie nadużycia. Nie bez znaczenia były czynniki wewnętrzne, płynące z samego rynku nieruchomości mieszkaniowych: w przeciwieństwie do rynków o wysokim poziomie nasycenia zasobami mieszkaniowymi polski rynek przeżył wzrost cen w warunkach niedostatecznego zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych. Oznacza to, że wzrost cen pobudzany był najpierw popytem konsumpcyjnym. Mała elastyczność cenowa podaży na tym rynku i wzrost popytu wykreowały wzrost cen. Wywołał on, podobnie jak w przypadku innych krajów, oczekiwania dalszego ich wzrostu, pobudzając zachowania spekulacyjne, finansowane kredytem bankowym. Dalszy wzrost popytu odegrał się zatem od podstaw ekonomicznych, ujawniły się – obok zachowań ostrożnościowych – zachowania spekulacyjne. Udział popytu spekulacyjnego szacowany był na około 30% z tendencją rosnącą (Żelazowski 2007, s. 140–141). Silnie narastała bańka cenowa. Przeprowadzone testy potwierdziły występowanie baniek cenowych na każdym z rynków regionalnych (Żelazowski 2018). Na podstawie relacji ceny mieszkania do dochodu generowanego przez nieruchomość ocenia się, że na kilku największych rynkach mieszkaniowych w Polsce wystąpiły banie spekulacyjne, porównywalne z rynkiem amerykańskim, brytyjskim, hiszpańskim i francuskim (Łaszek 2007). Stanowiły one wyraz nieracjonalnych zachowań nie tylko inwestorów, ale także kredytodawców i deweloperów. Po stronie sektora bankowego ujawniła się duża skłonność do udzielania kredytów, w tym kredytów denominowanych w walutach obcych. O skali tych wzrostów świadczą następujące dane: na koniec 2005 r. wartość kredytów mieszkaniowych wynosiła 50,7 mld zł, w 2006 r. 78,2 mld zł, w 2007 r. 117,7 mld zł, a w 2008 r. 194,1 mld zł (Wydra 2009, s. 57). W analizowanym okresie wartość kredytów w walutach obcych wzrosła ponadczterokrotnie: z 32,2 mld zł do 135 mld zł (Wydra 2009, s. 57). Kredyty udzielane były często bez należytej dbałości o jakość zabezpieczeń, zdolność kredytową i wiarygodność kredytobiorców. Znane są przypadki udzielania kredytów jedynie na podstawie oświadczenia kredytobiorcy o wysokości jego dochodów. Dominowały kredyty o wysokim poziomie LTV: w 2007 r. wśród nowo uruchomionych kredytów przeważały

kredyty o LTV powyżej 75% (KNF 2008, s. 34). Pojawiły się także kredyty o wskaźniku LTV przekraczającym 100%. Liczba umów z tak wysokim wskaźnikiem silnie wzrosła: z 1629 w I kwartale 2006 r. do 3924 w IV kwartale 2007 r. (Wydra 2009, s. 59). Udzielone były także kredyty o wskaźniku LTV dochodzącym do 130–140%. Kredyty udzielane były klientom o niskich dochodach, co skutkowało wydłużeniem okresu spłaty powyżej 40 lat. Na przestrzeni grudzień 2005 – grudzień 2007 r. liczba takich umów wzrosła z 15 do 6952 (Wydra 2009, s. 58). Oznacza to, że również w Polsce banki zaczęły pełnić, jak to określił Stiglitz, rolę bankomatów. Nie była im obca pokusa nadużycia. Wykazały one jednocześnie znacznie mniejszą skłonność do wsparcia strony podażowej (finansowania projektów deweloperskich) niż popytowej. Wzmogło to z pewnością – przy małej elastyczności cenowej podaży – narastanie bańki opartej na dostępności kredytu i zachowaniach stadnych. Bańka pęczniała do 2008 r. Pozytywnym czynnikiem, przyczyniającym się do przerwania wzrostów, było załamanie na rynku nieruchomości w USA. Banki w Polsce ograniczyły akcję kredytową, spadła dostępność kredytu (Wydra 2009, s. 49–55), spadł popyt. Jednocześnie rynek zasilany był efektami kończonych projektów deweloperskich. Ceny zaczęły spadać. Korekty cen na polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych nie były tak gwałtowne jak na rynkach zachodnich (Żelazowski 2018, tab. 4.7). Ceny słabo zareagowały na spadek popytu. Źródeł tych zachowań można poszukiwać nie tylko w zachowaniach właścicieli czy deweloperów, którzy chcieli utrzymać dotychczasowy poziom marż, ale również w pojawieniu się programów pomocowych typu „Rodzina na swoim”, które podtrzymały niezaspokojony popyt. Załamanie rynku nieruchomości nie wywołało tak negatywnych skutków w gospodarce również dlatego, że makroekonomiczne znaczenie sektora mieszkaniowego w Polsce było jeszcze zbyt małe: budownictwo deweloperskie stanowiło około 1% PKB i zatrudnienia, a kredyty mieszkaniowe nie przekraczały 20% aktywów w sektorze bankowym (Łaszek, Augustyniak, Widłak 2010, s. 5). „Szczęściem w nieszczęściu” kryzys globalny ujawnił się w momencie, gdy wartość portfela kredytów hipotecznych w Polsce nie była tak wysoka, by mogła doprowadzić do destabilizacji sytuacji ekonomicznej kraju (Krysiak 2010). Nie bez znaczenia był fakt, że zgodnie z oświadczeniem banków w ich bilansach nie znalazły się instrumenty dłużne oparte na kredytach typu *subprime* (KNF 2008, s. 19). Nie obyło się jednak bez strat. Miarą błędnej alokacji są utracone mieszkania i domy, brak stabilności jakościowej kredytów mieszkaniowych, w szczególności kredytów udzielonych w latach 2007–2008, czego wyrazem był przyrost kredytów zagrożonych (Raport o sytuacji banków w 2010 r, s. 51), a także bankructwa firm deweloperskich: w pierwszym półroczu 2008 r. zbankrutowało 27 firm z tej branży (Szkudlarek 2009, s. 165).

Dysfunkcje były i są widoczne również na obszarze wyceny nieruchomości. Badania przeprowadzone wśród polskich rzeczoznawców majątkowych potwierdziły podleganie heurystyce zakotwiczenia i dostosowania (Kucharska-Stasiak 2014, s. 247–261). Ujawniły one także wpływ klienta na wartość. Klientem wywierającym wpływ na proces i na wynik wyceny był również sektor bankowy (Kucharska-Stasiak 2014, s. 247–261).

Niebezpiecznym objawem obserwowanym na polskim rynku było udzielanie kredytów nie na podstawie operatów szacunkowych, ale skróconych dwustronicowych dokumentów o nazwie BioN (Bankowa Informacja o Nieruchomości), co stanowi świadectwo braku dbałości o jakość zabezpieczeń. W praktyce wyceny ujawnił się także silny nurt fascynacji zaawansowanymi modelami wyceny. Jest on tym bardziej groźny, że jest preferowany nie tylko przez akademickie środowisko ekonometryków i statystyków, ale często przez osoby niemające żadnego przygotowania z zakresu nauk ilościowych. Skutkuje to błędną interpretacją wyników (Prystupa 2017), prowadząc do błędnych decyzji inwestycyjnych, finansowych czy odszkodowawczych.

## 7. Kierunki działań naprawczych

Kryzys obnażył i wzmocnił wiele dysfunkcji, ujawnił, jak łatwo uśpić uczestników rynku, stwarzając korzystne warunki do nadużyć, podważył tym samym wiarę w umiejętność rynków, w tym również rynku nieruchomości, do samoregulacji i samokontroli.

Negatywne skutki załamania rynku nieruchomości odczuwane są przez gospodarstwa domowe, deweloperów, kredytodawców i są transmitowane na całą gospodarkę. Kryzys ujawnił, że ingerencja w mechanizmy funkcjonowania tego rynku jest zatem potrzebna, rynek ten wymaga monitorowania i podejmowania działań nadzorczych celem zmniejszenia ryzyka makro- i mikroekonomicznego. Działania te powinny być prowadzone co najmniej na szczeblu:

- regulowania dopływu strumienia pieniędzy do rynku nieruchomości celem złagodzenia skutków dysfunkcji na poziomie podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych,
- nadzorowania zachowań uczestników rynku nieruchomości (zleceniodawców wycen, jak i ich klientów) celem złagodzenia dysfunkcji na obszarze dochodzenia do wartości,
- propagowania nowej podstawy zabezpieczenia wiarygodności kredytodawcy celem złagodzenia skutków dysfunkcji wyceny rozumianej jako wynik wyceny.

Szczególna rola z obszaru działań regulujących dopływ środków finansowych do rynku nieruchomości przypada wskaźnikowi LTV. Doświadczenia kryzysów na świecie dowodzą, że kredyty o wysokim wskaźniku obciążone są szczególnie dużym ryzykiem braku spłaty. Amerykańska agencja rządowa ujawnia, że największe ryzyko występowania niedotrzymania warunków spłaty kredytu dotyczy kredytów powyżej 80% wskaźnika LTV (Wydra 2007, s. 28–29).

Regulowaniu dopływu strumienia pieniądza do rynku nieruchomości mają sprzyjać działania podejmowane już od 2011 r. na szczeblu UE. Chociaż rynek nieruchomości nie jest przedmiotem regulacji unijnych, to obawa przed skutkami baniek cenowych na tym rynku spowodowała, że dwa wskaźniki: wskaźnik cen realnych nieruchomości mieszkaniowych, a także zadłużenie sektora prywatnego w relacji do PKB zostały włączone do wskaźników podstawowych, tzw. procedury nierównowag makroekonomicznych<sup>8</sup>. Monitorowanie ich ma na celu wykrycie groźby narastania baniek cenowych i podsycania ich przez sektor bankowy, a także w sytuacji ich pęknięcia groźby deprecjacji majątku, która wpływa negatywnie – poprzez efekty mnożnikowe – na wzrost gospodarczy. Jednakże wskaźnik referencyjny w postaci zmian cen realnych nieruchomości wydaje się dość ułomny na poziomie interpretacji. Może bowiem być świadectwem tymczasowego odbicia cen po dużych spadkach. Jego wartość interpretacyjna rośnie, jeżeli obserwowany jest on w długim okresie czasu w połączeniu z zadłużeniem sektora prywatnego. Zjawiskiem niebezpiecznym dla gospodarki może być nie tylko gwałtowny wzrost cen realnych, ale także ich spadek, powodujący zubożenie gospodarstw domowych i spadek popytu konsumpcyjnego. Dlatego też wskaźnik zmian cen realnych powinien mieć wskazany nie tylko górny, ale także dolny poziom referencyjny.

Wydaje się, że do wskaźników podstawowych powinna być włączona również liczba udzielanych kredytów. Jej wzrost, nawet przy pozostającym na stałym poziomie zadłużeniu gospodarstw domowych w relacji do PKB, może być sygnałem ostrzegawczym narastania bańki cenowej, finansowanej przez sektor bankowy.

<sup>8</sup> Sprawozdanie Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania (2017).

Do działań mających na celu złagodzenie dysfunkcji na obszarze dochodzenia do wartości istotna rola powinna przyspać krajowym organizacjom zawodowym, odpowiedzialnym za opracowanie standardów wyceny, not interpretacyjnych, zorganizowanie szkoleń, propagowanie zasad etyki zawodowej i przestrzegania zasad wyceny, celem ograniczenia mnogości stosowanych indywidualnych metodyk wyceny (w tym modeli AVM), często opartych na nastawieniu rzeczoznawcy, a nie na danych rynkowych. Celem poprawy relacji rzeczoznawca – klient zasadnym jest zamieszczenie w dokumencie z wyceny wymogu powiązań rzeczoznawcy z jego klientem i wskazanie w dokumencie na długość trwania tej współpracy.

Do działań na trzecim obszarze należy zaliczyć poszukiwanie wartości jako podstawy zabezpieczenia wiarytelności. Wartość rynkowa jako podstawa zabezpieczenia wiarytelności odwzorowuje rynek w dniu wyceny, ma charakter chwilowy, podlega zmianom w okresie spłaty kredytu wraz ze zmianami zachodzącymi na rynku i na nieruchomości, stanowi źródło ryzyka kredytodawcy. Dla potrzeb zabezpieczenia wiarytelności Niemcy już od 1900 r. stosują koncepcje wartości długotrwałej, nazywanej w Polsce wartością bankowo-hipoteczną. Określona jest ona w drodze ostrożnej oceny przyszłej zbywalności nieruchomości przy uwzględnieniu długoterminowych cech nieruchomości, normalnych warunków rynkowych i warunków na rynku lokalnym, obecnego użytkowania oraz odpowiednich alternatywnych możliwości użytkowania nieruchomości<sup>9</sup>. Uwzględnia ona nie tylko stronę popytową, ale również możliwe zmiany po stronie podaży. Interpretowana jest ona jako wartość odwzorowująca wszelkiego rodzaju ryzyka w okresie spłaty kredytu (*value-at-risk*). Nie jest kategorią ekonomiczną: określana jest w danym dniu, ale nie na dany dzień. Traktowana jest przez nadzór bankowy jako narzędzie zarządzania ryzykiem. Wyznaczana jest na poziomie niższym niż wartość rynkowa. Nie likwiduje ona całkowicie ryzyka kredytodawcy, ale – jak potwierdziły to wyniki finansowe banków w okresie kryzysu – istotnie je obniża. Ujawnione w okresie kryzysu zalety tej wartości spowodowały, że zaakceptowana została jako pełnoprawna podstawa wyceny dla celów zabezpieczenia wiarytelności w ramach UE<sup>10</sup>. Zasluguje ona zatem na dopracowanie metodyki jej określania i jej propagowanie.

## 8. Zakończenie

Celem pracy było zidentyfikowanie najważniejszych dysfunkcji na rynku nieruchomości, które uległy silnemu wzmocnieniu w okresie kryzysu. Zaliczono do nich: (1) dysfunkcje na obszarze podejmowania decyzji inwestycyjnych i decyzji finansowych, (2) dysfunkcje w zakresie wyceny, rozumianej jako proces dochodzenia do wartości i (3) dysfunkcje dotyczące wyników tego procesu. Źródłem ich pogłębiania w okresie kryzysu była erozja wartości moralnych. Uruchomiona została pokusa nadużycia, czyli zachowania nadmiernie ryzykowne, których negatywne skutki przerzucone zostały na inne podmioty (teza 1). Wiara w trwałość tendencji wzrostowych cen na rynku nieruchomości prowadziła do irracjonalnej euforii wśród kredytodawców i kredytobiorców. Na przykładzie gospodarki USA podjęto próbę wykazania skutków pogłębiania dysfunkcji na rynkach nieruchomości w postaci błędnej alokacji zasobów kapitałowych i nieruchomościowych (teza 2). Mechanizm narastania dysfunkcji i ich skutków

<sup>9</sup> *Europejskie Standardy Wyceny 2016*, TEGoVA, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, s. 45.

<sup>10</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dziennik Urzędowy L 176 Unii Europejskiej.



potwierdzony został także w gospodarce polskiej. Dysfunkcje stały się źródłem destabilizacji ekonomicznej nie tylko w skali gospodarki danego kraju, ale także w skali globalnej. Podważyło to wiarę w umiejętność tego rynku do samoregulacji. Ponieważ obawa przed kolejnym przeinwestowaniem tego rynku pozostaje aktualna, postawiono hipotezę badawczą, że rynek ten wymaga systematycznych działań nadzorczych i nakładania ograniczeń na mechanizmy rynkowe, celem korygowania ich słabości, wymaga monitorowania i podejmowania działań nadzorczych celem zmniejszenia ryzyka makro- i mikroekonomicznego. Wskazano na obszary podjęcia takich działań na szczeblu regulowania dopływu strumienia pieniędzy do rynku nieruchomości celem złagodzenia skutków dysfunkcji na poziomie podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych, nadzorowania zachowań uczestników rynku nieruchomości (zleceniodawców wycen, jak i ich klientów) celem złagodzenia dysfunkcji na obszarze dochodzenia do wartości oraz propagowania nowej podstawy zabezpieczenia wiarygodności kredytodawcy celem złagodzenia skutków dysfunkcji wyceny rozumianej jako wynik wyceny. Przytoczono podejmowane działania makroostrożnościowe w skali Unii Europejskiej, wskazując na konieczność ich dalszego doskonalenia.

Wielostronny charakter powiązań rynku nieruchomości z gospodarką, siła tych powiązań w obrębie danej gospodarki, globalizacja przepływu kapitału wskazują, że złagodzenie dysfunkcji na tym rynku powinno być traktowane jako element dobra wspólnego, którym jest stabilność nie tylko gospodarki polskiej czy europejskiej, ale także światowej. Następne załamanie rynku nieruchomości może być tylko kwestią czasu, bowiem bardzo trudno zapanować nad emocjami ludzkimi i chciwością, prowadzącą jakże często do zachowań nieetycznych: manipulacji i oszustw. Dążenie do ograniczenia ich skali i natężenia, a także negatywnych skutków gospodarczych i społecznych wymaga doskonalenia sposobów monitorowania i kontroli tego rynku.

## Bibliografia

- Akerlof G.A., Shiller R.J. (2010), *Zwierzęce instynkty: czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki to ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu?*, Wydawnictwo Studio Emka.
- Bair S.C. (2010), Przyczyny kryzysu finansowego i diagnoza sytuacji na rynkach, *Bezpieczny Bank*, 1(40), 37–70.
- Baum A. (2000), *Evidence of cycles in European commercial real estate markets and some hypotheses*, Working Papers in Land Management and Development, 05/00, University of Reading.
- Bogle J.C. (2009), *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Bracke P. (2011), *How long do housing cycles last? A duration analysis for 19 OECD countries*, IMF Working Papers, 11/231.
- Case K.E. (2000), *Real estate and the macroeconomy*, Brookings Papers on Economic Activity, 2.
- Case K.E., Shiller R.J. (2004), *Is There a Bubble in the Housing Market?*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Chen F.Y., Yu S.M. (2009), Client influence on valuation: Does language matter? A comparative analysis between Tajwan and Singapore, *Journal of Property Investment & Finance*, 27(1), 25–41.
- Damodaran A. (2006), *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business.
- DeLisle J.R., (2013), It' déjà vu all over again, *The Appraisal Journal*, 13, January, 7–18.

- Diaz J., Hansz J.A. (2002), Behavioral research into the real estate valuation process: progress toward a descriptive model, w: K. Wang, M.L. Wolverton (red.), *Real Estate Valuation Theory*, Appraisal Institute and American Real Estate Society.
- Eyre L., Eyre R. (1993), *Teaching Your Children Values*, Touchstone.
- Gallimore P. (1994), Aspects of information processing in valuation judgment and choice, *Journal of Property Research*, 11, 97–110.
- Gemzik-Salwach A. (2009), Innowacje finansowe jako przyczyna kryzysu na rankach międzynarodowych, *Finansowy Kwartalnik Internetowy e Finanse*, 3, 89–103.
- IMF (2009), *Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, <https://www.google.pl/search?q=Global+Financial+Stability+Report+2009.&oq=Global+Financial+Stability+Report+2009>.
- Godłów-Legiędź J. (2011), Funkcje państwa i rynku z perspektywy kryzysu finansowego, *Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica*, 248, 9–22.
- Greenspan A., Kennedy J. (2005), *Estimates of home mortgage originations, repayments and debt on one-to-four-family residences*, Finance and Economics Discussion Series Paper, 41, Federal Reserve Board.
- Grzesik K. (2017), Zautomatyzowane modele wyceny (AVM) dla celów zabezpieczenia wiarygodności kredytowej, *Rzeczoznawca Majątkowy*, 1(93), 39–41.
- Hausner J. (2014), Globalny kryzys: potrzeba nowej polityki gospodarczej, w: E. Mączyńska (red.), *Ekonomia dla przyszłości. Fundamentalne problemy teorii ekonomii i praktyki gospodarczej*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Havard T. (2001), *Behavioral variations in methodologies in commercial investment valuation*, Research Papers, 4(1), RICS.
- Hilbers P., Lei Q., Zacho L. (2001), *Real estate market developments and financial sector soundness*, IMF Working Papers, September, 1.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2009), Pokusa nadużycia a kryzys „subprime”, *Ekonomiczne Problemy Usług*, 38, 32–37.
- Jurowski A., Zegadło P. (2009), Geneza i dotychczasowy przebieg globalnego kryzysu finansowego, *Bezpieczny Bank*, 1(38), 75–110.
- Kishore R. (2004), *Theory of behavioral finance and its application to property market: a change in paradigm*, University of Western Sydney.
- Kołodko G.W. (2014), Nowy Paradygmat, czyli ekonomia i polityka dla przyszłości, w: E. Mączyńska (red.), *Ekonomia dla przyszłości. Fundamentalne problemy teorii ekonomii i praktyki gospodarczej*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Krysiak Z. (2010), Finansowanie nieruchomości jako perspektywiczny obszar inwestowania, *Finansowanie Nieruchomości*, 23, 12–17.
- Kucharska-Stasiak E. (2008), Rynek nieruchomości a sektor bankowy w: E. Kucharska-Stasiak (red.), *Cykle rynku nieruchomości a sektor bankowy*, *Zeszyt Hipoteczny*, 26, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, s. 61–70.
- Kucharska-Stasiak E. (2014), Behawioralne aspekty w wycenie nieruchomości, *Zarządzanie i Finanse*, 4, 247–261.
- Kucharska-Stasiak E. (2016), *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN.

- Kucharska-Stasiak E. (2018), *Statistics in the Context of Economic Theory and the Limits of Automated Valuation Models in the Individual of Valuation Properties*, TEGoVa, PFSRM.
- Lorenz D. (2006), *The Application of Sustainable Development Principles to the Theory and Practice of Property Valuation*, Universitätsverlag Karlsruhe.
- Łaszek J. (2007), Rozwój światowych rynków nieruchomości mieszkaniowych a ryzyko rynku w Polsce, *Finansowanie Nieruchomości*, 4(13), 13–22.
- Łaszek J., Augustyniak H., Widłak M. (2010), Czy grozi nam kolejny boom na rynku nieruchomości?, *Finansowanie Nieruchomości*, 23, 4–11.
- Matysiak G. (2017), *Report for TEGoVa. The accuracy of Automated Valuation Models (AVMs)*, [http://www.tegova.org/data/bin/a591190c05b2c3\\_Geoge\\_Matysiak\\_Valuation\\_Report.pdf](http://www.tegova.org/data/bin/a591190c05b2c3_Geoge_Matysiak_Valuation_Report.pdf).
- Merton R.K. (2002), *Teoria socjologiczna i struktura społeczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Pacula P. (2009), Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i jego możliwe konsekwencje, *Bezpieczeństwo Narodowe*, 9–10, 105–117.
- Palakavong na Ayuthaya N., W. Swierczek (2014), Factors influencing variation in value and investor confidence, *Journal of Business and Management*, 16, 41–51.
- Prystupa M. (2017), Po co wymyślono statystykę?, *Wycena Nieruchomości i Przedsiębiorstw*, 4(4), 3–8.
- KNF (2008), *Raport o sytuacji banków w 2007 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.
- Renaud B. (1994), *The 1985–1995 Global Real Estate Cycle: Its Causes and Consequences*, The World Bank.
- Ronald R. (2008), *The ideology of home ownership: homeowner societies and the role of housing*, <http://videri.wikidot.com/ronaldhomeownership>.
- Sikorska E., Wiatrak P. (2009), Wybrane kryzysy finansowe XX wieku a obecny kryzys finansowy na świecie, w: J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck.
- Sprawozdanie Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania (2014)*, Bruksela 13.11.2013.
- Stiglitz J.S. (2010), *Freefall. Jazda bez trzymanki. Ameryka, wolne rynki i tonięcie gospodarki światowej*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Szkudlarek P. (2009), Sektor bankowy i branża deweloperska w Polsce w kontekście kryzysu *subprime* w dobie globalizacji rynków finansowych, w: J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck.
- Szyska A. (2009), Behawioralne aspekty kryzysu finansowego, *Bank i Kredyt*, 40(4), 5–30.
- The Economist* (2002), The houses that saved the world, 30 March, <http://www.economist.com/node/1057144>.
- Tupaj-Cholewa A. (2007), *Wspieranie zaspokajania potrzeb mieszkaniowych w USA – Community Reinvestment Act*, w: Polityka mieszkaniowa, Studia Biura Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu.
- Wolverton M.L. (2000), Self-perception of the role of the appraiser: objective opinions or price validations?, *The Appraisal Journal*, July, 273–282.
- Wydra M. (2007), Kryzys na rynku finansowania nieruchomości w USA – skutki dla rynku, rekomendacje dla Polski, *Finansowanie Nieruchomości*, grudzień, 23–33.
- Wydra M. (2009), Stan rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce na 31 grudnia 2008 roku, *Finansowanie Nieruchomości*, kwiecień, 40–61.
- Zaleskiewicz T. (2012), *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN.

- Zhu M. (2014), *Housing markets, financial stability and the economy*, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2014/060514.htm>.
- Żelazowski K. (2007), Zjawisko bańki cenowej w kontekście zmian na polskim rynku nieruchomości, *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, 15(1–2), 139–148.
- Żelazowski K. (2009), *Efekt majątkowy nieruchomości*, *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, 2.
- Żelazowski K. (2017), Housing market cycles in the context of business cycles, *Real Estate Management and Valuation, The Journal of Towarzystwo Naukowe Nieruchomości*, 25.
- Żelazowski K. (2018), *Fenomen baniek cenowych na rynkach nieruchomości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, w druku.

## **Dysfunctions of the real estate market during an economic crisis**

---

### **Abstract**

The term “dysfunction” is understood as system inefficiency, a set of phenomena disturbing the execution of certain functions. The crisis of 2007–2008 brought to light and strengthened many dysfunctions of the real estate market.

This study was undertaken to: (1) to identify the major dysfunctions of the real estate market; (2) to determine their causes and the mechanisms that amplify dysfunctions during a crisis; (3) to put forward remedies mitigating their impacts. A hypothesis is formulated that real estate market dysfunctions can be reduced by regular supervisory activity and putting market mechanisms under restrictions to compensate for their weaknesses.

Two theses are being considered. One is that the reason why the real estate market became more dysfunctional during the crisis was the erosion of moral values. The economic situation fostered the temptation of abuse and overly risky behaviours the cost of which was to be paid by other entities (thesis 1). The other thesis is that increasing dysfunctions of the real estate markets contributed to inefficient allocation of capital and real estate resources (thesis 2).

In preparing the article, a critical review of the literature, a descriptive method and a comparative analysis method were employed.

---

**Keywords:** crisis, real estate market, valuation, behavioural factors

