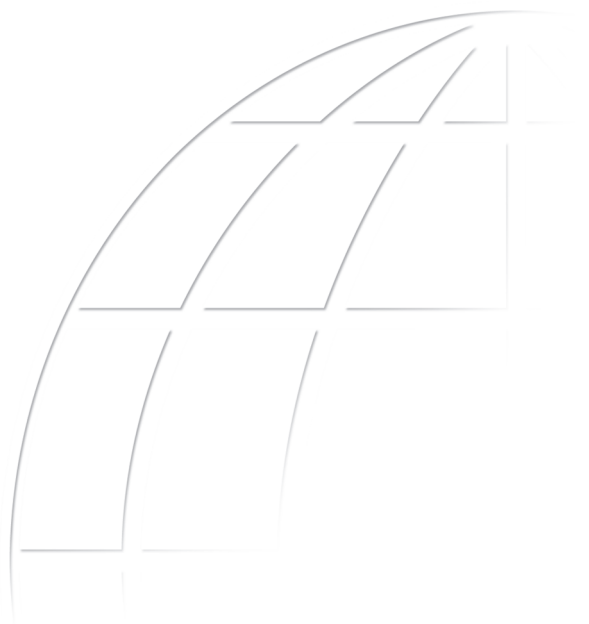




# RAPORT SGH I FORUM EKONOMICZNEGO 2022

---

**SGH**



**Raport SGH  
i Forum Ekonomicznego  
2022**

---

### **Recenzje**

prof. dr hab. Marian Gorynia  
dr hab. Remigiusz Rosicki  
dr hab. inż. Robert Kucęba  
prof. dr hab. Krzysztof Wach  
dr hab. Jan Hagemeyer  
dr hab. Robert Zajkowski  
prof. dr hab. Sabina Kauf  
dr hab. Leszek Kwieciński  
dr hab. Zbigniew Korzeb  
prof. dr hab. Henryk Mruk  
dr hab. inż. Tomasz Rokicki

### **Komitet redakcyjny**

dr hab. Agnieszka Chłoń-Domińczak, prof. SGH  
dr hab. Roman Sobiecki, prof. SGH  
dr Mariusz Strojny (redaktor naukowy)  
dyr. Bartosz Majewski

### **Redakcja językowa**

Patrycja Czarnecka

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2022  
Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości  
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

**ISBN 978-83-8030-563-2**

**DOI: 10.33119/978-83-8030-563-2.2022**

Oficyna Wydawnicza SGH – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162  
[www.wydawnictwo.sgh.waw.pl](http://www.wydawnictwo.sgh.waw.pl)  
e-mail: [wydawnictwo@sgh.waw.pl](mailto:wydawnictwo@sgh.waw.pl)  
[www.sgh.waw.pl](http://www.sgh.waw.pl)

### **Projekt okładki**

Marcin Flis

### **Wykonanie okładki**

Magdalena Limbach

### **Skład i łamanie**

DM Quadro

### **Druk i oprawa**

[volumina.pl](http://volumina.pl) Daniel Krzanowski  
ul. Ks. Witolda 7–9, 71–063 Szczecin  
tel. 91 812 09 08, e-mail: [druk@volumina.pl](mailto:druk@volumina.pl)

Zamówienie 110/IX/22

# DOSTĘPNOŚĆ FINANSOWA MIESZKAŃ W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ NA TLE ZMIAN PARAMETRÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ

---

Adam Czerniak  
Marcin Czapliski  
Mateusz Mokrogulski  
Paweł Niedziółka

DOI: 10.33119/978-83-8030-563-2.2022.3.85.108

## Streszczenie

W rozdziale przedstawiono analizę dostępności cenowej i kredytowej mieszkań w państwach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w latach 2016–2021. Zebrano i omówiono w tym celu dane dotyczące kształtowania się cen nieruchomości mieszkaniowych, zmian dochodów do dyspozycji, parametrów polityki pieniężnej i makroostrożnościowej, a także wewnętrznej polityki kredytowej banków komercyjnych w całym regionie. Z przeprowadzonej analizy wynika, że między poszczególnymi krajami występują znaczące różnice strukturalne w dostępności finansowej mieszkań. Relatywnie najlepiej wypadają pod tym względem Bułgaria, Litwa i Węgry, a najgorzej – Polska, Czechy i Słowacja. Ponadto w ciągu ostatnich pięciu lat we wszystkich krajach EŚW (z wyjątkiem Rumunii) dostępność finansowa mieszkań zmalała.

## FINANCIAL AFFORDABILITY OF HOUSING IN CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES AMID CHANGES IN MONETARY POLICY

### Abstract

This chapter presents an analysis of the price and credit availability of housing in CEE countries between 2016 and 2021. The study comprises data on home price dynamics, changes in disposable income, monetary and macroprudential policy, as well as on internal lending policies

of banks throughout the region. Our calculations show that there are significant structural differences in the financial availability of housing between individual countries. Housing is most affordable in Bulgaria, Lithuania, and Hungary, whereas its availability is the lowest in Poland, the Czech Republic, and Slovakia. Moreover, over the last five years in all CEE countries except for Romania the financial availability of housing has decreased.

## Autorzy/Authors

**Adam Czerniak** – dr, kierownik Zakładu Ekonomii Instytucjonalnej i Politycznej SGH. Dyrektor ds. badań w centrum analitycznym Polityka Insight. Autor publikacji naukowych z zakresu socjologii ekonomicznej, ekonomii instytucjonalnej i politycznej oraz funkcjonowania rynku mieszkaniowego. Specjalizuje się w analizach porównawczych modeli kapitalizmu oraz roli, jaką instytucje formalne i nieformalne odgrywają w rozwoju społeczno-gospodarczym.

**Marcin Czaplicki** – dr, adiunkt w Instytucie Ryzyka i Rynków Finansowych SGH. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego z wieloletnim doświadczeniem w sektorze prywatnym (KPMG, PKO BP). Ukończył liczne programy naukowe, kursy i szkolenia (m.in. na St. Francis Xavier University, Uniwersytecie im. J. Gutenberga w Moguncji, INSEAD oraz Uniwersytecie w Ljubljanie). Posiada certyfikat CFA.

**Mateusz Mokrogulski** – dr, adiunkt w Zakładzie Ekonomii Monetarnej SGH. Autor publikacji naukowych z zakresu polityki makroostrożnościowej i innych zagadnień z pogranicza ekonomii i finansów. Doświadczenie zawodowe zdobywał w jednym z banków komercyjnych oraz w Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego. Ukończył liczne kursy i szkolenia, organizowane m.in. przez Europejski Bank Centralny, Bank Anglii oraz Bank Rezerwy Federalnej USA.

**Paweł Niedziółka** – dr hab., profesor uczelni w Instytucie Bankowości SGH. Członek Komitetu Nauk o Finansach PAN oraz Polskiego Stowarzyszenia Finansów i Bankowości, ekspert PARP, członek Rady Nadzorczej Grupy Kęty SA oraz kierownik Zespołu Finansowania Strukturalnego w Banku Millennium SA. Autor ok. 140 publikacji naukowych, członek komitetów redakcyjnych i recenzentki kilku czasopism. Laureat nagród za prace naukowe oraz wykładowca na studiach licencjackich, magisterskich, podyplomowych i doktoranckich.

Zapewnienie przystępnych cenowo mieszkań dla każdego obywatela Unii Europejskiej (UE) stało się w ostatnich latach jednym z priorytetów wspólnotowej polityki socjalnej. Od 2017 r. mieszkalnictwo zaliczane jest do europejskich filarów praw socjalnych (EPSR), a w 2020 r. Komisja Europejska (KE) zobowiązała się do włączenia celów zrównoważonego rozwoju ONZ (SDGs) do europejskiego semestru, w tym celu numer 11.1, zgodnie z którym należy zapewnić wszystkim obywatelom dostęp do odpowiednich, bezpiecznych i przystępnych cenowo mieszkań. Jego osiągnięcie będzie jednak stanowić duże wyzwanie, zwłaszcza dla państw Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW), które borykają się z odziedziczonym po okresie transformacji problemem niedoboru mieszkań i jednocześnie

zdecydowały się prowadzić politykę mieszkaniową opartą na rynkowym mechanizmie alokacji, tj. poprzez szybką prywatyzację nieruchomości, wielopłaszczyznowe promowanie kredytów mieszkaniowych dla osób prywatnych oraz relatywnie niskie wydatki publiczne na budowę i utrzymanie zasobu mieszkalnictwa komunalnego i socjalnego [Czerniak, 2019]. Taki model polityki mieszkaniowej jest szczególnie wrażliwy na wahania sytuacji na rynku finansowym, ponieważ polega na finansowaniu budowy nieruchomości z kredytów hipotecznych zaciąganych przez osoby prywatne [Bohle, 2014]. W rezultacie w momencie zaostrzenia polityki pieniężnej, z jakim mamy obecnie do czynienia w gospodarkach EŚW, ograniczeniu ulega możliwość zaciągania nowych kredytów mieszkaniowych i rosną jednocześnie kłopoty z obsługą już udzielonych kredytów. Jak pokazuje analiza poprzednich cykli kredytowych na rynku mieszkaniowym, prowadzi to do pogorszenia koniunktury sektora budowlanego, wzrostu ryzyka kredytowego w sektorze finansowym i spadku możliwości zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych ludności, co w konsekwencji odbija się negatywnie na całej sytuacji gospodarczej [Leamer, 2015].

Celem tego rozdziału jest analiza zmian dostępności finansowej mieszkań – nabywanych zarówno za gotówkę, jak i z wykorzystaniem kredytu hipotecznego – w państwach EŚW i związana z tym pośrednio ocena wpływu obecnego zacieśniania polityki pieniężnej na sytuację deweloperów, funduszy inwestujących w mieszkania na wynajem oraz banków działających w regionie. Porównano wobec tego możliwości finansowe gospodarstw domowych do nabywania nieruchomości mieszkalnych w poszczególnych krajach EŚW w latach 2016–2021. Za przyjęciem takiego 5-letniego okresu badania przemawiały dwa argumenty. Po pierwsze w części państw EŚW można było zaobserwować w tym czasie znaczące zmiany w podejściu do polityki pieniężnej i makroostrożnościowej, podczas gdy w innych krajach regionu parametry polityki pieniężnej pozostały niezmienione. Po drugie lata 2016–2021 obejmują okres najszybszego wzrostu cen nieruchomości w gospodarkach EŚW po globalnym kryzysie finansowym z 2008 r., co mogło mieć istotny wpływ na dostępność finansową mieszkań.

Prezentowane opracowanie składa się z trzech części. Pierwsza zawiera opis czynników wpływających na dostępność finansową mieszkań w krajach EŚW. W drugiej przedstawiono wyniki analizy ilościowej, polegającej na obliczeniu dwóch wskaźników dostępności finansowej mieszkań za lata 2016–2021. Trzecia część rozważań zawiera natomiast analizę ekspercką wpływu malejącej w ostatnich kwartałach dostępności finansowej mieszkań na kondycję deweloperów i rozwój najmu instytucjonalnego (rynek PRS), a także na uwarunkowania aktywności banków na rynku mieszkaniowym i potencjalne zmiany polityki kredytowej w tym obszarze.

## Determinanty dostępności finansowej mieszkań

Dostępność finansowa mieszkań nie ma w naukach ekonomicznych jednej powszechnie stosowanej definicji. Istnieje wiele różnych podejść badawczych, które można podzielić na trzy główne grupy pojęć: dostępność finansową dla najemców, dostępność finansową dla obecnych właścicieli nieruchomości oraz dostępność finansową dla osób, które chcą dopiero nabyć nieruchomość mieszkaniową [Robinson, Scobie, Hallinan, 2006]. Rozważania przedstawione w niniejszym opracowaniu odwołują się do trzeciego z tych ujęć. Za skoncentrowaniem się na dostępności finansowej mieszkań dla nabywców przemawia intencja przedstawienia analizy wpływu zmian polityki pieniężnej na możliwość sfinansowania zakupu mieszkań, a pośrednio również na kondycję rynków nieruchomości i rynku finansowego. W związku z tym przyjęto definicję dostępności mieszkań zaproponowaną po raz pierwszy przez Hulchanskiego [1995, s. 471], zgodnie z którą gospodarstwo domowe ma problem z dostępem do mieszkania, jeżeli musi zapłacić za jego zakup więcej niż określoną część swojego dochodu. Definicja ta jest użyteczna głównie dlatego, że obejmuje również osoby kupujące nieruchomości z wykorzystaniem kredytu hipotecznego, co jest podstawowym sposobem uzyskania prawa do mieszkania w krajach EŚW w przypadku osób o niskich i średnich dochodach [Caturianas, Lewandowski, Sokołowski, Kowalik, Barcevičius, 2020].

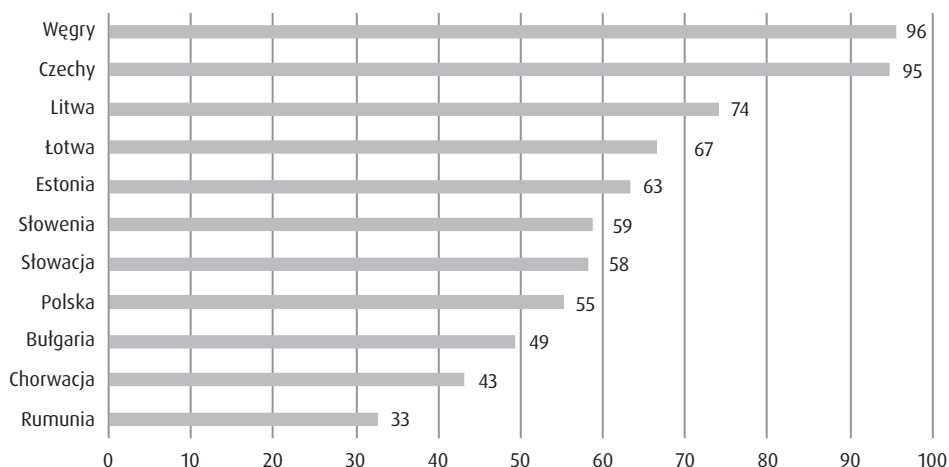
Na tak rozumianą dostępność finansową mieszkań wpływają trzy podstawowe czynniki: ceny nieruchomości, dochody ludności oraz dostępność kredytów mieszkaniowych, przy czym ta ostatnia zależy od parametrów polityki pieniężnej, polityki makroostrożnościowej i samej polityki kredytowej banków. Niżej scharakteryzowano każdy z tych czynników w odniesieniu do wszystkich gospodarek EŚW w latach 2016–2021.

### Ceny mieszkań

We wszystkich państwach regionu miał w ostatnich latach miejsce boom na rynku nieruchomości mieszkaniowych, przy czym różnił się on między poszczególnymi rynkami krajowymi zarówno skalą, jak i czasem trwania. Największe wzrosty odnotowano na Węgrzech i w Czechach, gdzie między początkiem 2016 r. a końcem 2021 r. ceny uległy podwojeniu (rysunek 1), a tempo wzrostu cen wyhamowało dopiero pod koniec badanego okresu. Dużo wolniej rosły ceny na południu EŚW – w Rumunii i w Chorwacji boom trwał zaledwie trzy lata (2016–2019) i skończył się wraz z wybuchem pandemii. W większości gospodarek regionu COVID-19 spowodował jedynie

krótkotrwały spadek cen (lub spowolnienie wzrostów) w połowie 2020 r., po którym nastąpiło przyspieszenie podwyżek.

Rysunek 1. Skumulowany wzrost cen mieszkań między I kw. 2016 r. a IV kw. 2021 r. (%)

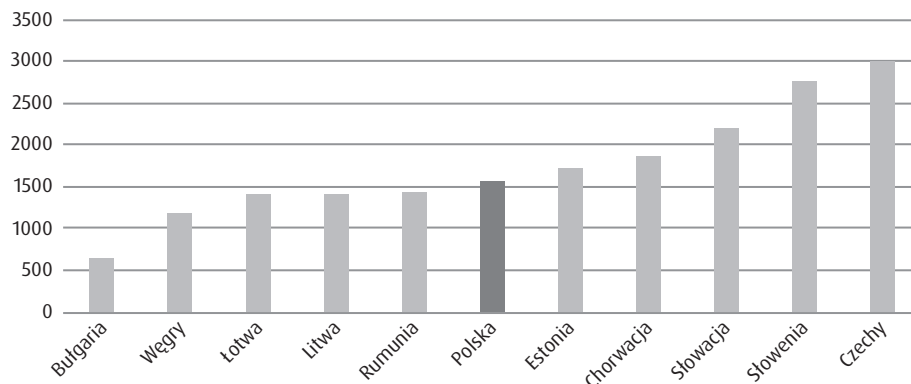


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Na koniec 2021 r. najdroższe były mieszkania w Czechach, gdzie średnia cena<sup>1</sup> za metr kwadratowy nieruchomości mieszkaniowej sięgnęła 3 tys. EUR (rysunek 2). Nie wiele niższe ceny obserwowano w Słowenii (2,8 tys. EUR) i na Słowacji (2,2 tys. EUR). Najtaniej nieruchomości można było natomiast nabyć w Bułgarii (0,7 tys. EUR) i – mimo bardzo silnego wzrostu w ostatnich latach – na Węgrzech (1,2 tys. EUR). Ceny nieruchomości w Polsce oscylowały wokół średniej regionalnej i wynosiły 1,5 tys. EUR/m<sup>2</sup>. Warto przy tym zaznaczyć, że we wszystkich gospodarkach EŚW występują bardzo duże zróżnicowania wewnętrzne cen nieruchomości – między stolicą, dużymi miastami a mniejszymi miejscowościami i regionami wiejskimi. Stosunkowo drogie (na tle średniej krajowej) są mieszkania w stolicy Bułgarii (ceny mieszkań w Sofii są prawie dwukrotnie wyższe od średniej krajowej), podczas gdy najmniejsza różnica między ceną nieruchomości w mieście stołecznym a średnią krajową występuje w Chorwacji (+10%), co wynika zapewne z wysokiej popularności mieszkań w regionach nadmorskich, które są kupowane głównie ze względu na walory turystyczne.

<sup>1</sup> Oszacowania średnich cen dokonaliśmy na podstawie triangulacji danych z różnych dostępnych źródeł za 2020 r., a następnie na podstawie danych Eurostatu przeprowadziliśmy ekstrapolację szeregów czasowych za lata 2016–2021 (tabela 2).



Rysunek 2. Średnia cena nieruchomości mieszkaniowej w IV kw. 2021 r. (EUR/m<sup>2</sup>)

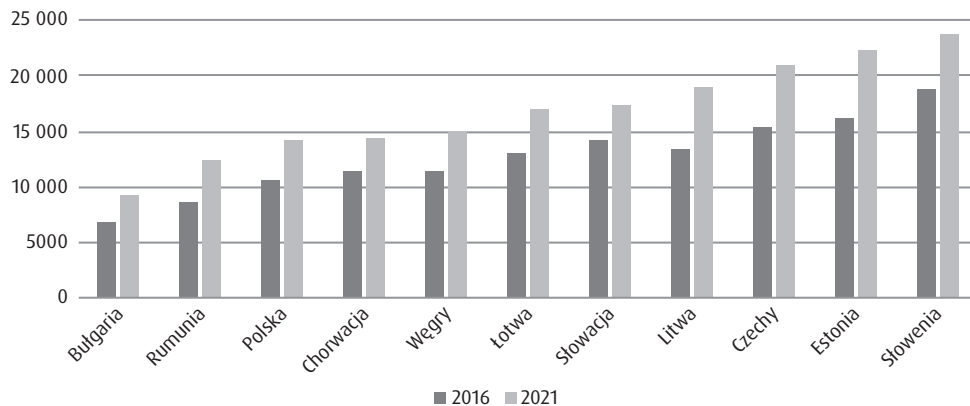
Źródło: opracowanie własne na podstawie zewnętrznych źródeł danych (tabela 2).

## Dochody ludności

We wszystkich gospodarkach regionu w latach 2016–2021 miał miejsce nominalny wzrost dochodu narodowego do dyspozycji w przeliczeniu na jednego mieszkańca (rysunek 3). Na podstawie danych AMECO<sup>2</sup> (wielkości nominalne w walucie krajowej) wyliczyliśmy, że w analizowanym okresie dochody rozporządzone wzrosły najsilniej w Rumunii i na Węgrzech – średniorocznie o 9,5% i 8,6%. Z kolei na Słowacji, w Słowenii i w Chorwacji wzrost ten był najwolniejszy i w ujęciu średniorocznym mieścił się w przedziale 4–5%. Warto przy tym zaznaczyć, że w 6 z 11 państw dochody do dyspozycji obniżyły się przejściowo w 2020 r. na skutek pandemii. Najsilniejszy spadek dochodów odczuli Chorwaci (o 5,4%). W Polsce natomiast, dzięki rozbudowanemu rządowemu programowi pomocowemu, odnotowano najszybszy w badanej grupie państw wzrost dochodów do dyspozycji w 2020 r. (o 2,1%).

W EŚW utrzymują się zauważalne różnice strukturalne w poziomie dochodu narodowego do dyspozycji *per capita* (rysunek 3). W najbogatszym państwie regionu (Słowenia) wysokość dochodów do dyspozycji *per capita* była w 2021 r. ponad dwukrotnie wyższa niż w najbiedniejszym z państw (Bułgaria). Pozytywnym zjawiskiem we wszystkich gospodarkach EŚW jest postępujący, aczkolwiek wciąż powolny proces konwergencji względem pozostałych państw UE. Przykładowo w Polsce w 2015 r. ww. dochód stanowił 37,8% średniej dla całej UE, a w 2021 r. było to już 43,5%.

<sup>2</sup> Skorzystaliśmy z tej bazy danych, ponieważ zawiera informacje o poziomie dochodu do dyspozycji za 2021 r. dla wszystkich państw regionu. Szacunki dotyczące gospodarek, które ich jeszcze nie podały w momencie zakończenia badania (30.04.2022), pochodzą z prognoz KE.

Rysunek 3. Zmiana dochodu narodowego do dyspozycji *per capita* w latach 2016–2021 (EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych AMECO.

## Polityka pieniężna

Pod względem parametrów polityki pieniężnej badany przedział czasowy można podzielić na trzy podokresy:

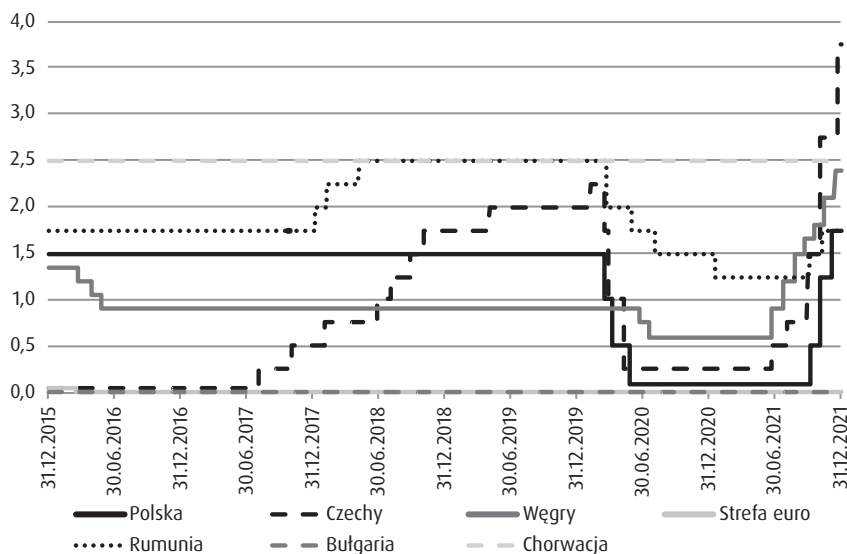
- 1) przedpandemicznej stabilizacji,
- 2) luzowania warunków udzielania kredytów w okresie pandemii oraz
- 3) gwałtownego zaostrzenia polityki monetarnej w związku z szybkim wzrostem inflacji w 2021 r.

W pierwszej fazie, która trwała od połowy poprzedniej dekady do początku pandemii COVID-19, w I kw. 2020 r. stopy procentowe (mimo niewielkich wahań) utrzymywały się w całym regionie na stosunkowo stabilnym poziomie (rysunek 4). Wyjątkami były tylko Czechy i Rumunia, gdzie banki centralne zacieśniały politykę pieniężną. W trakcie pandemii (podokres drugi) w całym regionie miały miejsce obniżki stóp procentowych. Jedynie w krajach członkowskich strefy euro<sup>3</sup> oraz w Chorwacji i w Bułgarii stopy procentowe nie spadły. Trzecia faza kształtowania polityki pieniężnej rozpoczęła się w połowie 2021 r. i trwała aż do końca badanego okresu. Charakteryzowała się ona szybkim wzrostem stóp w odpowiedzi na rosnącą inflację. Najwcześniej stopy procentowe zaczął podnosić bank centralny w Czechach, a w ślad za nim poszły banki centralne na Węgrzech, w Polsce i w Rumunii. Do końca 2021 r. cykl zacieśniania polityki pieniężnej nie rozpoczął się jeszcze w strefie euro oraz w Chorwacji i w Bułgarii.

<sup>3</sup> Estonia, Litwa, Łotwa, Słowacja, Słowenia.

Powyższe zestawienie pokazuje, że w gospodarkach EŚW występowały duże różnice w podejściu do polityki pieniężnej w badanym okresie. Stanowi to bardzo dobre pole do analiz porównawczych, ponieważ przy podobnych tendencjach zaobserwowanych na rynku mieszkaniowym i w zakresie zmian dochodów to właśnie wahania stóp procentowych będą głównym czynnikiem wpływającym na dostępność finansową mieszkań.

Rysunek 4. Podstawowe stopy procentowe banku centralnego w państwach EŚW (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC i countryeconomy.com (dostęp: 15.03.2022).

## Polityka makroostrożnościowa

Narzędzia polityki makroostrożnościowej są powszechnie stosowane przez państwa UE, a ich katalog jest bardzo szeroki. Z uwagi na cel niniejszego opracowania w tym podrozdziale omówiono tylko te instrumenty, które dotyczą bezpośrednio kredytów mieszkaniowych zabezpieczonych hipoteką. Mają one bowiem kluczowe znaczenie dla ustalenia maksymalnej wysokości możliwego do udzielenia przez bank kredytu mieszkaniowego. Najbardziej popularne z nich to maksymalne wartości dla okresu kredytowania definiowanego w polityce kredytowej banków i relacji: kwoty kredytu do wartości kredytowanej nieruchomości (*Loan-to-Value – LTV*), wysokości kredytu do dochodu kredytobiorcy (*Debt-to-Income – DTI*) oraz poziomu raty kredytu do dochodu kredytobiorcy (*Debt Service-to-Income – DSTI*). Ze względu na zróżnicowane zastosowanie tych narzędzi w regionie EŚW niżej opisano pokrótce politykę każdego z państw osobno.

Tabela 1. Stosowanie narzędzi z zakresu polityki makroostrożnościowej wpływających na maksymalną możliwą do udzielenia wysokość kredytu mieszkaniowego

	DTI lub DSTI	LTV	Inne
Bułgaria			
Chorwacja	x	x	
Czechy	x	x	x
Estonia	x	x	x
Litwa	x	x	x
Łotwa	x	x	x
Polska	x	x	x
Rumunia	x	x	x
Słowacja	x	x	x
Słowenia	x	x	x
Węgry	x		x

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ERRS i MFW [2022].

W Bułgarii w grudniu 2018 r. zadeklarowano zmianę przepisów prawa krajowego w celu stworzenia ram prawnych dla polityki makroostrożnościowej. Zgodnie z nowym reżimem prawnym bank centralny posiada kompetencje w zakresie stosowania zarówno wskaźników LTV, DSTI, jak i innych – DTI, maksymalnego okresu kredytowania oraz wymogów spłaty kredytu. Mimo to Bułgaria wciąż oficjalnie nie raportuje stosowania wspomnianych narzędzi makroostrożnościowych według standardów przyjętych przez inne państwa członkowskie.

W Chorwacji korzystanie z tego typu narzędzi jest stosunkowo mało rozpowszechnione. Od 6 października 2006 r. obowiązywał tam limit LTV na poziomie 75%, który przez długi czas nie był zmieniany. Ta sama regulacja określała, że kwota raty kredytu nie może przekraczać wysokości dochodu, co oznaczało, że limit DSTI wynosił 100%. Kryterium to zaostrożono z początkiem 2018 r. poprzez obowiązek odjęcia od dochodu uwzględnianego przy liczeniu DSTI minimalnego kosztu życia danego kredytobiorcy.

W Czechach kredyt na nieruchomości mieszkalne nie może być udzielony na dłużej niż 30 lat. Jednocześnie klienci, którzy zaciągnęli już kredyt hipoteczny, mogą otrzymać kredyt gotówkowy na maksymalnie 8 lat. Taka regulacja obowiązuje od 16 czerwca 2015 r. Z kolei od 1 kwietnia 2017 r. LTV dla kredytów na nieruchomości mieszkalne może wynosić maksymalnie 90%, a od 1 października 2018 r. obowiązują limity DSTI (45%) i DTI (9). Warto przy tym zaznaczyć, że stosowanie obu tych narzędzi zostało zawieszona w II kw. 2020 r. na czas pandemii i przywrócone w nieco łagodniejszej formie z początkiem kwietnia 2022 r.

W Estonii 1 marca 2015 r. wprowadzono pakiet instrumentów polityki makroostrożnościowej, w tym: maksymalne LTV w wysokości 85% (lub 90% przy dodatkowych gwarancjach), limit DSTI na poziomie 50% oraz ograniczenie okresu kredytowania do 30 lat. Przy wyliczaniu zdolności kredytowej na podstawie wskaźnika DSTI trzeba uwzględnić wyższą z dwóch wartości oprocentowania: bieżącą stopę procentową plus 2 p.p. lub 6%. Kredyty, w przypadku których powyższe parametry nie zostaną spełnione, nie mogą stanowić więcej niż 15% nowo udzielonych kredytów przez dany bank.

Na Litwie od listopada 2015 r. obowiązują limity DSTI, które wynoszą 40% i 50%, przy uwzględnieniu rynkowej stopy procentowej równej 5%. Bank może w drodze wyjątku odstąpić od tej reguły i udzielić kredytu z DSTI do 60%, ale w przypadku nie więcej niż 5% nowo udzielonych kredytów. Równocześnie maksymalny dopuszczalny okres kredytowania to 30 lat, a limit LTV, obowiązujący już od 2011 r., wynosi 85%.

Na Łotwie od 2014 r. LTV nie może przekraczać 90%, przy czym limit ten może zostać zwiększony do 95% pod warunkiem skorzystania z państwowego programu gwarancji. Od czerwca 2020 r. obniżono go do 70%, ale wyłącznie w odniesieniu do nieruchomości kupowanych pod wynajem. Ponadto od początku 2020 r. maksymalna długość okresu kredytowania to 30 lat. Do 1 czerwca 2020 r. na Łotwie obowiązywał wyłącznie progresywny limit DSTI, zależny od wysokości dochodu w relacji do płacy minimalnej – wynosił on od 10% dla dochodu równego lub niższego niż 0,7 płacy minimalnej aż do 40% w przypadku dochodów przekraczających 3-krotność płacy minimalnej. System ten został uzupełniony o limit dla wskaźnika DTI, który od czerwca 2020 r. nie może przekraczać 6.

W Polsce wartość wskaźnika LTV w momencie uruchomienia kredytu nie może przekraczać 80% w przypadku nieruchomości mieszkalnych. Dopuszczalne jest zwiększenie LTV do 90%, jeżeli część ekspozycji przekraczająca 80% wartości nieruchomości jest odpowiednio ubezpieczona lub zabezpieczona np. funduszami na rachunku bankowym. Takie regulacje obowiązują od początku 2017 r. Jednocześnie w przypadku nowych kredytów nie istnieją, co prawda, maksymalne limity na DSTI, nadzór sugeruje jednak bankom, żeby zwracać szczególną uwagę na te ekspozycje, gdzie DSTI (liczone przy oprocentowaniu o 2,5 p.p. wyższym<sup>4</sup> od tego z momentu zaciągnięcia kredytu) przekracza 40% dla dochodów poniżej średniej oraz 50% w przypadku pozostałych dochodów. Ponadto przy ocenie zdolności kredytowej banki powinny zakładać maksymalnie 25-letni okres kredytowania, a kredyt mieszkaniowy nie może zostać udzielony na dłużej niż 35 lat. Obie ww. regulacje obowiązują od początku 2014 r. i są traktowane przez banki na równi z wprowadzeniem formalnego limitu.

---

<sup>4</sup> Od kwietnia 2022 r. wymóg ten został zastrzyżony do 5 p.p.

W Rumunii od blisko dwóch dekad stosuje się limity na wskaźniki DSTI. Są one zróżnicowane w zależności od przeznaczenia kredytu i jego waluty (w przypadku kredytów w walutach obcych są niższe), a z biegiem czasu zaczęły podlegać wielokrotnym aktualizacjom. Według obowiązujących od 2019 r. przepisów w przypadku nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych denominowanych w walucie krajowej (lej rumuński) DSTI nie może przekraczać 40%, a dla zobowiązań w walucie obcej – 20%. Limity te mogą być wyższe o 5 p.p. dla osób kupujących pierwsze mieszkanie i nie obowiązują w przypadku kredytów refinansujących. Z końcem października 2011 r. wprowadzono również nowe regulacje dotyczące LTV – limit dla kredytów mieszkaniowych w lejach wynosi 85% i 70–80% dla kredytów w walutach obcych. Z wyliczania limitów wyłączone są kredyty udzielone w ramach rządowego programu na zakup pierwszego mieszkania „Prima Casa”.

Na Słowacji od początku 2018 r. maksymalny okres kredytowania wynosi 30 lat w przypadku kredytów udzielonych przez towarzystwa budowlane. Jednocześnie od 1 lipca 2018 r. LTV nie może przekraczać 90%, a od 1 lipca 2019 r. udział nowych kredytów z LTV przekraczającym 80% w ogólnym portfelu kredytów mieszkaniowych może wynosić co najwyżej 20%. Ponadto od 1 lipca 2018 r. DTI zostało ograniczone do 8, a od 1 lipca 2019 r. możliwe jest udzielanie kredytów z DTI wynoszącym między 8 a 9 dla określonych grup wiekowych i dochodowych pod warunkiem, że udział tych kredytów w ogólnym portfelu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych nie przekracza 10%. Z początkiem 2020 r. DSTI zostało ograniczone do 60%. Wcześniej limity były wyższe, ale obowiązywały złożone wytyczne dotyczące kwoty dochodu uwzględnianego w kalkulacji wskaźnika, a także wysokości oprocentowania, dla którego DSTI powinien być wyliczany.

W Słowenii we wrześniu 2016 r. wprowadzono maksymalny dopuszczalny poziom wskaźnika LTV dla nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych równy 80%. Jednocześnie ustanowiono progresywny limit DSTI wynoszący 50% dla dochodu poniżej 1700 EUR i 67% dla części dochodu przekraczającej 1700 EUR. W listopadzie 2019 r. próg 1700 EUR został zastąpiony przez wartość równą dwukrotności płacy minimalnej i dodano, że po opłaceniu rat kredytu konsument powinien mieć do dyspozycji dochód równy co najmniej 76% płacy minimalnej. W przypadku osób mających na utrzymaniu dzieci obowiązują dodatkowe restrykcje. Powyższe wymogi zostały nieznacznie złagodzone na czas pandemii, ale w sposób uznaniowy, tj. banki mogły wyłączyć z wyliczania DSTI miesiące, w których dochody kredytobiorcy spadły w związku z wprowadzeniem obostrzeń przeciwepidemicznych.

Na Węgrzech stosowany jest skomplikowany i często zmieniany system limitów DSTI. Obowiązujące obecnie regulacje zostały wprowadzone 1 lipca 2019 r. i stanowią, że maksymalny poziom DSTI może wynosić 25–60% w zależności od okresu

kredytowania, dochodu kredytobiorcy, waluty udzielonego kredytu oraz częstotliwości aktualizacji oprocentowania. Podobnie złożony system reguluje maksymalne dopuszczalne wskaźniki LTV, które od 2015 r. mieszczą się w przedziale 35–80%.

Poza powyższymi regulacjami makroostrożnościowymi, które co do zasady kształtują popyt na kredyt, można wskazać także narzędzia makroostrożnościowe oddziałujące na podaż kredytów mieszkaniowych. Do tych ostatnich należą wymagania dotyczące wyliczania współczynników kapitałowych banków, tj. podnoszące wagę ryzyka w przypadku tych grup kredytów mieszkaniowych, które uznawane są przez nadzór za bardziej ryzykowne. Tego typu działania zostały wprowadzone w Polsce (dla mieszkaniowych kredytów walutowych), w Słowenii (dla kredytów o LTV powyżej 60%), w Chorwacji (dla kredytów udzielanych osobom posiadającym więcej niż dwie nieruchomości), a częściowo także w Estonii.

## Polityka kredytowa banków

Regulacje makroostrożnościowe są wprowadzane po to, aby ograniczyć ryzyko systemowego kryzysu w sektorze bankowym, podobnego do tego, jaki wystąpił w 2008 r. Nie mają one jednak na celu sygnalizowania, komu i jakie kredyty powinny być udzielane przez sektor bankowy. Dlatego wszystkie banki prowadzą samodzielną ocenę ryzyka kredytowego konsumentów ubiegających się o kredyty mieszkaniowe, a stosowane przez nie poziomy dotyczące wskaźników LTV, DSTI czy DTI, które uznają za bezpieczne, mogą być istotnie niższe od limitów wynikających z rekomendacji nadzoru [Milic-Czerniak, 2022]. W rezultacie faktyczna dostępność kredytowa mieszkań jest niższa od tej wyliczanej wyłącznie na podstawie ograniczeń regulacyjnych. Poniżej opisaliśmy, jak w ostatnich latach kształtowała się polityka banków w regionie EŚW w zakresie udzielania kredytów mieszkaniowych, w tym wysokości oprocentowania i częstotliwości jego aktualizacji (tzw. kredyty na stałą i zmienną stopę procentową), wysokości kredytu w relacji do wartości zabezpieczenia oraz stosowanej długości udzielanych kredytów.

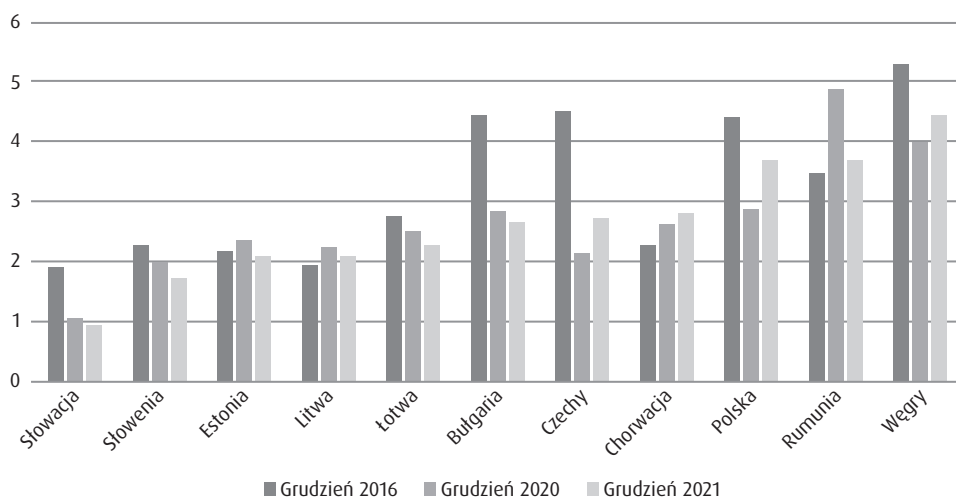
Kredyty hipoteczne w regionie EŚW udzielane są przede wszystkim przez banki depozytowo-kredytowe oraz banki uniwersalne. W Chorwacji, Polsce, Słowacji, Słowenii i na Węgrzech tego typu produkty oferowane są także przez kasy kredytowe oraz kasy budowlane, lecz udział tych kredytodawców w rynku nie przekracza kilku procent. Kilkuprocentowy udział w rynku reprezentują także banki hipoteczne (Węgry) oraz państwowe fundusze hipoteczne (Słowacja i Słowenia).

Parametry rynkowe kredytów hipotecznych w poszczególnych gospodarkach EŚW są wysoce zróżnicowane. Wynika to zarówno z opisanych wyżej odmiennych modeli polityki makroostrożnościowej, jak i z różnej struktury rynku – na koniec 2020 r.

najbardziej konkurencyjny był polski sektor bankowy, gdzie wskaźnik HHI wyniósł 0,0753, a najbardziej skoncentrowany okazał się rynek estoński (0,2578). Dodatkowo na parametry polityki kredytowej wpływały również skala udziału kapitału zagranicznego (od ok. 43% w Polsce i na Węgrzech do ponad 90% w Czechach, w Chorwacji i na Litwie) oraz związany z nią przepływ praktyk bankowych i regulacji wewnętrznych, a także aktualna kondycja finansowa sektora bankowego w każdym z krajów.

Oprocentowanie kredytów hipotecznych udzielanych przez banki jest funkcją wielu zmiennych, z których najważniejsze są: stopy procentowe ustalone przez bank centralny, oczekiwania rynkowe co do przyszłych stóp procentowych, marże banku oraz częstotliwość aktualizacji oprocentowania kredytu. Znaczenie innych czynników niż aktualna polityka pieniężna świetnie obrazują dane za ostatnie pięć lat (rysunek 5), które pokazują bardzo wysokie zróżnicowanie oprocentowania między krajami strefy euro – od mniej niż 1% na Słowacji do ponad 2% w Łotwie. Co więcej, wysokość oprocentowania kredytów mieszkaniowych zmieniała się w tych krajach w różnym tempie i w różnym kierunku, mimo że stopa referencyjna EBC w ostatnich pięciu latach utrzymywała się na prawie jednakowym poziomie (rysunek 4).

Rysunek 5. Przeciętne oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych (%)



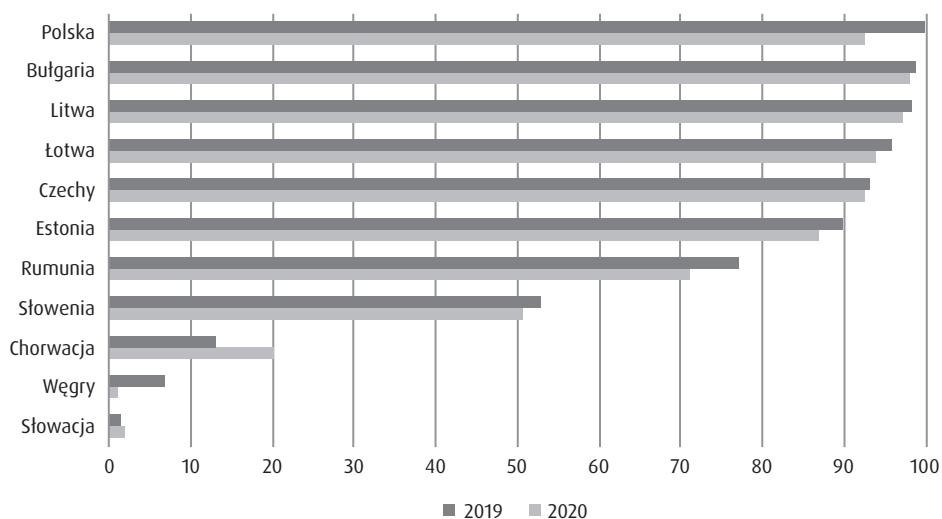
Źródło: opracowanie własne na podstawie zewnętrznych źródeł danych (tabela 2).

Jednym z najważniejszych czynników różnicujących oprocentowanie kredytów mieszkaniowych między gospodarkami jest częstotliwość aktualizacji oprocentowania. W przypadku kredytów o zmiennej stopie procentowej (aktualizacja oprocentowania raz do roku lub częściej) dużo większe znaczenie ma bowiem aktualna stopa



procentowa na rynku międzybankowym (np. stawka WIBOR w Polsce), podczas gdy dla kredytów o stałej stopie procentowej (aktualizacja oprocentowania rzadziej niż raz do roku) istotniejsza jest rentowność skarbowych obligacji 2-, 5- czy 10-letnich, czyli wysokość stóp procentowych na tzw. długim końcu krzywej dochodowości. Do grona państw, w których banki udzielają kredytów głównie na podstawie zmiennych stóp procentowych, należy osiem gospodarek EŚW (rysunek 6). Kredyty o stałej stopie procentowej są najmniej popularne w Polsce, gdzie do połowy 2020 r. ich udział w rynku był zbliżony do zera. Zapotrzebowanie na tego typu produkty zaczęło jednak rosnąć wraz z obawami klientów o wzrost stóp procentowych<sup>5</sup>. Z kolei na Słowacji, Węgrzech i w Chorwacji udział kredytów o stałej stopie procentowej przekracza 80%. W całym regionie EŚW zauważalna jest tendencja polegająca na powolnym wzroście udziału kredytów o stałej stopie procentowej.

Rysunek 6. Udział kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie procentowej (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie ostatnich dostępnych danych z Hypostat dla wszystkich badanych krajów.

Polityka banków w państwach EŚW w zakresie udzielania kredytów hipotecznych, w tym akceptowanych wartości wskaźników LTV i DSTI czy marż i ogólnej skłonności do udzielania kredytów, ulegała w badanym okresie silnym wahaniom, co wynikało zarówno ze zmian w polityce makroostrożnościowej, jak i z uwarunkowań idiosynkratycznych dla poszczególnych banków (np. rentowność produktów, koszt pozyska-

<sup>5</sup> Według danych EBC w marcu 2022 r. udział kredytów mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu wyniósł w Polsce blisko 42%.

nia finansowania, jakość portfela, wpływ portfela kredytowego na spełnienie norm ostrożnościowych, zmiana modelu biznesowego).

Na podstawie danych z ankiet skierowanych do przewodniczących komitetów kredytowych banków działających w regionie EŚW<sup>6</sup> ewolucję polityki dotyczącej kredytów hipotecznych można podzielić na dwa podokresy – pierwszy, zawierający się między I kw. 2016 r. a II kw. 2020 r., oraz drugi, trwający od III kw. 2020 r. do końca badanego okresu, czyli 2021 r. W pierwszym przypadku ogółem w całym regionie miało miejsce luzowanie kryteriów polityki udzielania kredytów hipotecznych. Najbardziej łagodzona politykę kredytową na Węgrzech, w Czechach i na Słowacji. Jedynie w Polsce można było zaobserwować niewielkie zaostrożenie warunków kredytowania, podczas gdy na Litwie i w Estonii utrzymano łagodną politykę kredytową. W III kw. 2020 r. nastąpiło natomiast odwrócenie tendencji i właściwie we wszystkich gospodarkach, z wyjątkiem Rumunii i Słowenii, miało miejsce zaostrożenie warunków udzielania kredytów hipotecznych. Wskaźnik konserwatyzmu polityki kredytowej, służący pomiarowi skali luzowania lub zaostrożania polityki kredytowej, wyliczany jest jako różnica między odsetkiem banków, które na pytanie o zaostrożenie/złagodzenie polityki kredytowej odpowiedziały „znacznie zaostrożono” lub „zaostrożono”, i odsetkiem banków, które uznały, że w danym kwartale polityka ta została „znacząco złagodzona” lub „nieco złagodzona” [EMF, 2018; EMF, 2021].

Na podstawie zestawienia powyższych danych odnoszących się do zmian w zakresie polityki kredytowej z informacjami Hypostat [2017–2021] dotyczącymi typowej długości udzielania kredytów mieszkaniowych i typowej wartości wskaźników LTV dokonaliśmy jakościowej oceny restrykcyjności polityki banków komercyjnych w krajach EŚW<sup>7</sup>. Wynika z niej, że w badanym okresie najłagodniejsza polityka udzielania kredytów mieszkaniowych występowała w Czechach, w Estonii i na Litwie, a najbardziej rygorystyczna – w Bułgarii, co odzwierciedla znaczenie restrykcyjności wewnętrznych regulacji bankowych w sytuacji braku aktywnej polityki makroostrożnościowej.

<sup>6</sup> Dane te zbierane są w sposób ustandaryzowany przez banki centralne i kierowane do pełnej populacji przewodniczących komitetów kredytowych banków działających w danym kraju. Więcej informacji na temat konstrukcji ankiety można znaleźć na stronie NBP [2022b]. Wyniki ankiet nie są dostępne dla Chorwacji i Bułgarii.

<sup>7</sup> Analizę przeprowadzono na podstawie indeksu, którego wartość jest średnią kwartyli rozkładu w pięciu kategoriach (im wyższa wartość indeksu, tym mniejsza restrykcyjność):

- 1) 100% oprocentowania kredytu hipotecznego;
- 2) długości okresu kredytowania;
- 3) LTV;
- 4) udziału kwartałów, w których poluzowano warunki kredytowania (przed pandemią COVID-19);
- 5) udziału kwartałów, w których poluzowano warunki kredytowania lub ich nie zmieniono (przed pandemią COVID-19).

## Analiza dostępności finansowej mieszkań

### Metoda pomiaru

W literaturze przedmiotu spotyka się trzy najbardziej popularne grupy metod pomiaru dostępności finansowej nieruchomości [Ezennia, Hoskara, 2019]:

- 4) podejście tradycyjne, stosowane najczęściej i polegające na obliczaniu wskaźników ilościowych [Robinson, Scobie, Hallinan, 2006];
- 5) podejście behawioralne, analizujące subiektywne czynniki wpływające na decyzję o nabyciu nieruchomości, bazujące głównie na badaniach ankietowych [Bramley, 1994; Chasco, Gallo, 2013];
- 6) podejście rozbudowane, uwzględniające dodatkowe kryteria jakościowe i ilościowe [Mardani i in., 2015], współczynnik Giniego [Wang i in., 2012] oraz przeprowadzanie badań mobilności ludności między regionami [Cheong, Wu, 2018].

W ramach podejścia tradycyjnego wyróżnia się dodatkowo trzy sposoby wyznaczania dostępności mieszkaniowej:

- a) metodę dochodową, czyli zestawienie cen mieszkań i dochodów ludności [Abey-singhe, Gu, 2011];
- b) metodę dochodu rezydualnego, czyli zestawienie cen mieszkań i dochodów ludności po odjęciu wydatków na podstawowe potrzeby [Stone, 2006];
- c) metodę kompozytową, wykorzystującą regresję liniową do agregacji różnych ilościowych wskaźników dostępności [Tang, 2012].

Ilościowa analiza częstości wykorzystywania różnych metod do pomiaru dostępności finansowej mieszkań została zaprezentowana w pracy Ezennii i Hoskary [2022]. Spośród 160 przebadanych pozycji naukowych w 127 wykorzystano metody konwencjonalne (79,4%), w 21 – podejście behawioralne (13,1%), a w 12 podejście rozbudowane (7,5%). W ramach podejścia tradycyjnego dominowały różne metody kompozytowe, w tym modelowanie ekonometryczne (77 wystąpień, tj. 48,1%). Metodę dochodową wykorzystano w 38 publikacjach (23,8%), a metodę dochodu rezydualnego w 12 pracach (7,5%).

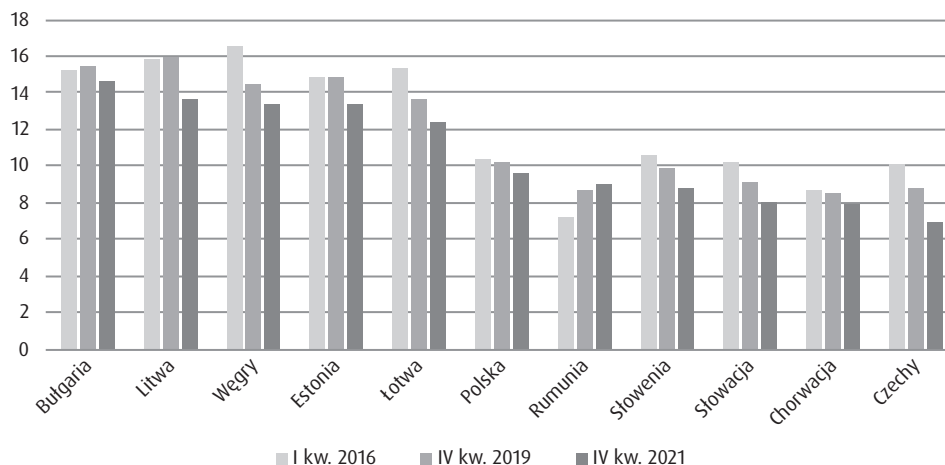
Niniejsze badanie wpisuje się w podejście tradycyjne. Do analizy dostępności finansowej mieszkań wykorzystaliśmy dwa wskaźniki: najbardziej popularną z metod dochodowych, tj. relację ceny do dochodu, oraz zaawansowaną autorską metodę dostępności kredytowej mieszkań. Zgodnie z nią obliczono maksymalną powierzchnię mieszkania (w m<sup>2</sup>), jaką przy określonej średniej cenie rynkowej może kupić konsument o przeciętnych dochodach, finansując się w maksymalnie dostępnym stopniu kredytem hipotecznym. Wykorzystano w tym celu przedstawione wyżej dane dotyczą-

ce średnich cen nieruchomości mieszkaniowych, dochodów do dyspozycji *per capita*, przeciętnego oprocentowania nowych kredytów mieszkaniowych, a także parametrów polityki makroostrożnościowej – maksymalną relację kredytu do wartości nieruchomości (LTV), rat kapitałowo-odsetkowych do dochodu (DSTI) oraz wielkości kredytu do dochodu (DTI), a także maksymalny okres kredytu i ewentualny narzut na oprocentowanie wymagany przy obliczaniu zdolności kredytowej<sup>8</sup>. Dodatkowo przyjęliśmy założenie, że wymagany wkład własny nie może przekraczać dwukrotności przeciętnego rocznego dochodu rozporządzalnego. Wszystkie dane zostały zregulowane w walucie krajowej w częstotliwości kwartalnej. Niniejsze podejście stanowi zatem rozszerzenie metody pomiaru dostępności mieszkań zaproponowanej wcześniej w odniesieniu do największych miast w Polsce [Chinowski, Mokrogulski, 2014]. Źródła danych i ewentualne niezbędne przekształcenia zostały opisane w tabeli 2, zamieszczonej na końcu rozdziału.

## Dostępność cenowa mieszkań

Przeprowadzona analiza pokazuje, że dostępność cenowa mieszkań w państwach EŚW w ostatnich latach systematycznie malała (rysunek 7).

Rysunek 7. Dostępność cenowa mieszkań – powierzchnia mieszkania, jaką można nabyć za średni roczny dochód do dyspozycji w danym kraju (m<sup>2</sup>)



Źródło: opracowanie własne.

<sup>8</sup> Wobec braku konkretnych wytycznych dla danego państwa przyjęliśmy następujące założenia: LTV równe 100%, DSTI na poziomie 60%, 25-letni okres kredytowania i brak ograniczeń w zakresie DTI.

Wyjątek stanowi tylko Rumunia, gdzie w latach 2016–2021 nastąpił szybszy wzrost dochodu rozporządzalnego niż cen mieszkań. Pod względem różnic strukturalnych w regionie EŚW można wyróżnić dwie grupy gospodarek – te o relatywnie bardziej dostępnych cenowo mieszkaniach, w których za przeciętny roczny dochód rozporządzalny można kupić ponad 12 m<sup>2</sup> mieszkania, oraz te o relatywnie mniej dostępnych cenowo lokalach ( $\leq 10$  m<sup>2</sup>). Do grupy państw charakteryzujących się relatywnie tańszymi mieszkaniem należą Bułgaria, Węgry oraz państwa bałtyckie. Droższe lokale występują natomiast w Czechach, Słowacji, Słowenii, Rumunii i w Polsce, która odznacza się przy tym wskaźnikiem dostępności cenowej mieszkań najbardziej zbliżonym do średniej regionalnej (9,6 m<sup>2</sup>).

### Dostępność kredytowa mieszkań

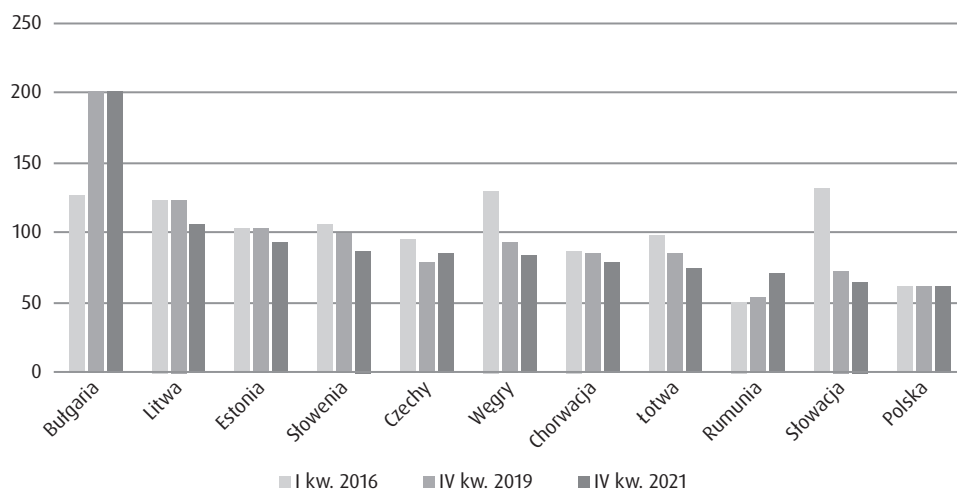
Dostępność kredytowa mieszkań w regionie EŚW odznacza się dużo większym zróżnicowaniem niż ich dostępność cenowa (rysunek 8). Po jednej stronie skali znajduje się Bułgaria, gdzie wskaźnik dostępności kredytowej przekraczał w IV kw. 2021 r. 200 m<sup>2</sup>, po drugiej stronie zestawienia należy zaś umieścić Polskę, gdzie w całym okresie badania wartość tego wskaźnika wynosiła 61 m<sup>2</sup>. Oznacza to, że Polak posiadający średni dochód do dyspozycji i chcący maksymalnie wykorzystać swoją zdolność kredytową był w stanie nabyć mieszkanie (o przeciętnej cenie) o powierzchni do 61 m<sup>2</sup>, podczas gdy Bułgar mógł kupić lokal o powierzchni ponad 200 m<sup>2</sup>. Tak duże różnice są wynikiem przede wszystkim zróżnicowanej polityki makroostrożnościowej, która w Polsce jest stosunkowo restrykcyjna (por. poprzedni podrozdział), podczas gdy w Bułgarii nie ma formalnie zaraportowanych ogólnokrajowych regulacji dotyczących warunków udzielania kredytów mieszkaniowych.

Poza wysokim zróżnicowaniem geograficznym w danych widać również znaczne rozbieżności czasowe w zakresie dostępności kredytowej mieszkań, zwłaszcza na Węgrzech i w Słowacji, a w nieco mniejszym zakresie także w Czechach. To rezultat zmian polityki makroostrożnościowej, która została najpierw zaostrożona w odpowiedzi na boom mieszkaniowy, a następnie złagodzona w związku z wybuchem pandemii (por. poprzedni podrozdział). Szczególnym przypadkiem są tutaj Czechy, gdzie pandemiczne luzowanie dobiegło końca dopiero w kwietniu 2022 r. W rezultacie był to jedyny kraj (poza Rumunią, gdzie rosła dostępność cenowa mieszkań), w którym dostępność kredytowa mieszkań była w IV kw. 2021 r. większa niż w IV kw. 2019 r.

Na koniec trzeba zaznaczyć, że powyższy wskaźnik dostępności kredytowej mieszkań ma charakter wyłącznie poglądowy i służy do porównania wpływu różnych czynników determinujących możliwość zakupu mieszkań w państwach EŚW. Faktyczna zdolność kredytowa jest w większości krajów niższa ze względu na stosowanie przez

poszczególne banki bardziej restrykcyjnych regulacji niż te narzucane przez nadzór. Najlepszym przykładem jest w tym przypadku Bułgaria, gdzie mimo wysokiego wskaźnika dostępności kredytowej rynek kredytów mieszkaniowych wciąż jest niewielki ze względu na bardzo konserwatywną politykę wyliczania zdolności kredytowej przez banki (por. poprzedni podrozdział). Ponadto na faktyczną zdolność kredytową wpływa również poziom cen w danej miejscowości, faktyczna powierzchnia mieszkania (cena za metr kwadratowy maleje zwykle wraz z powierzchnią mieszkania), a także skala nierówności dochodowych, która może zaciemniać wnioski z analizy miar średnich. Co więcej, mimo przyjętego ograniczenia dla wkładu własnego na poziomie dwukrotności rocznego dochodu do dyspozycji, dla wielu gospodarstw domowych również ten poziom jest często niedostępny, co dodatkowo ogranicza ich faktyczną zdolność kredytową w krajach, w których limity LTV są restrykcyjne.

Rysunek 8. Dostępność kredytowa mieszkań – powierzchnia mieszkania, jaką można nabyć, korzystając z kredytu w poszczególnych państwach (m<sup>2</sup>)



Źródło: opracowanie własne.

## Podsumowanie

Opisane wyżej dane wskazują, że skala ograniczenia dostępności kredytowej mieszkań w związku z szybkim wzrostem cen nieruchomości przy jednoczesnym zacieśnianiu polityki pieniężnej w części gospodarek EŚW była do końca 2021 r. niewielka. W niektórych krajach wpływ podwyżek stóp procentowych na rynek kredytów mieszkaniowych był ograniczony przez utrzymywanie pandemicznych, liberalnych regu-

lacji makroostrożnościowych (Czechy), w innych – przez stosunkowo wysoki udział kredytów na stałą stopę (Słowacja, Węgry), a w jeszcze innych przez brak zmian referencyjnych stóp procentowych (kraje strefy euro). W rezultacie całociowy wpływ zmian w polityce pieniężnej na dostępność finansową mieszkań będzie odczuwalny dopiero w kolejnych latach.

Ze szacunkowych danych za pierwsze miesiące 2022 r. wynika, że skala spadku dostępności kredytowej mieszkań na skutek zacieśnienia polityki pieniężnej może wynieść nawet ponad 50%. Najsilniej odczują to kraje z dominującym udziałem kredytów o zmiennym oprocentowaniu, zwłaszcza te spoza strefy euro, w których łączna skala wzrostu stóp referencyjnych banków centralnych będzie prawdopodobnie największa, a zatem Czechy i Polska. Co więcej, w obu państwach w kwietniu 2022 r. nastąpiło znaczne zaostrzenie polityki makroostrożnościowej w zakresie kredytów mieszkaniowych, co dodatkowo ograniczy możliwości inwestycyjne nowych klientów. Spadek dostępności finansowej mieszkań będzie jednak odczuwalny we wszystkich krajach EŚW. Znajdzie to odzwierciedlenie w kondycji branży deweloperskiej, sytuacji w sektorze finansowym i koniunkturze w segmencie PRS, czyli mieszkań na wynajem oferowanych przez fundusze inwestycyjne. Wyniki prezentowanego badania mogą okazać się w związku z tym przydatne dla praktyków z wyżej wymienionych branż.

W przypadku branży deweloperskiej ograniczenie dostępności kredytowej mieszkań będzie oznaczało wyraźny spadek popytu. Co prawda, większość mieszkań z projektów, które są obecnie w fazie realizacji, jest już wyprzedana, ewentualne trudności mogą pojawić się jednak przy sprzedaży mieszkań zaplanowanych do oddania w 2024 r. i oferowanych nabywcom w kolejnych kwartałach. Doprowadzi to najprawdopodobniej do spadku tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. W niektórych krajach i na niektórych lokalnych rynkach nieruchomości może dojść do obniżenia cen. Ich korekta jest najbardziej prawdopodobna na Węgrzech, gdzie rynek mieszkaniowy był w ostatnim czasie szczególnie rozgrzany, choć znaczne prawdopodobieństwo spadków będzie też występowało w krajach bałtyckich. Ponadto ograniczenie dostępności cenowej i kredytowej mieszkań w większości państw regionu przełoży się na jeszcze silniejsze przesunięcie popytu w kierunku mniejszych lokali i problemy ze sprzedażą nieruchomości o największej powierzchni. Taką dychotomię koniunktury rynkowej będzie dodatkowo nasilał utrzymujący się popyt na mniejsze mieszkania kupowane na wynajem.

Prowadzona w ostatnich latach restrykcyjna polityka makroostrożnościowa w większości gospodarek EŚW wraz z bardziej konserwatywnym niż przed 2008 r. podejściem banków do udzielania kredytów mieszkaniowych w okresie boomu na rynku nieruchomości sprawia, że ryzyko kryzysu bankowego związanego z rosnącą liczbą niespłacanych kredytów pozostanie prawdopodobnie niewielkie. Wręcz przeciwnie –

w gospodarkach, w których dominują kredyty o zmiennej stopie procentowej, zyski banków w początkowym okresie zacieśnienia polityki pieniężnej ulegają zwiększeniu. Dzieje się tak, ponieważ przy wzroście stóp procentowych aktywa znajdujące się w portfelu bankowym szybko stają się bardziej dochodowe, podczas gdy oprocentowanie depozytów i innych instrumentów znajdujących się w pasywach banku rośnie na początku jedynie nieznacznie. W perspektywie kilku lat silny spadek dostępności finansowej mieszkań może jednak negatywnie oddziaływać na zyski sektora bankowego w związku ze znacznym spadkiem liczby sprzedawanych produktów. Już od połowy 2022 r. wymusi to prawdopodobnie zwiększoną konkurencję cenową i obniżenie marż na kredytach hipotecznych. Część banków może zdecydować się na poszukiwanie nowych źródeł rozwoju w innych segmentach rynku, głównie w kredytach obrotowych dla firm. W przypadku tych produktów bankowych istnieje wciąż spory potencjał rozwojowy w państwach EŚW.

Najbardziej na spadku dostępności finansowej mieszkań skorzystają fundusze inwestujące w mieszkania na wynajem. Brak możliwości zakupu własnego mieszkania, nawet z wykorzystaniem kredytu, spowoduje wzrost popytu na najem, zwłaszcza długoterminowy i o wysokiej jakości obsługi. Ten profesjonalny segment rynku był w ostatnich latach obszarem inwestycji międzynarodowych funduszy kapitałowych, zwłaszcza w Polsce, na Węgrzech, Słowacji i w Czechach. Trend ten będzie prawdopodobnie kontynuowany, a popyt na zakup mieszkań pod wynajem stanie się czynnikiem poprawiającym kondycję dużych deweloperów, będących w stanie wybudować po kilka tysięcy mieszkań rocznie w dobrej lokalizacji, o wysokiej jakości i po konkurencyjnej cenie.

Tabela 2. Dane wykorzystane w badaniu

Dane	Źródła	Uwagi
Ceny mieszkań (waluta lokalna)	Deloitte [2022]; BIS [2022]; Ober-Haus [2022]; NBP [2022a]; Eurostat [2022]	średnie ceny nominalne z rynku wtórnego i pierwotnego z 2020 r. [Deloitte, 2022]: dla Czech, Słowacji i Węgier średnia z danych Deloitte [2022] i BIS [2022], dla Polski – z danych Deloitte [2022] i NBP [2022a], dla Litwy – z danych Ober-Haus [2022]; dane dla całego kraju lub największych miast (Litwa, Polska); ekstrapolacja czasowa danych na kwartały z wykorzystaniem indeksów z bazy Eurostat [2022]
Oprocentowanie nowych umów	EBC [2022]; NBP [2022a]; BNB [2022]; Hypostat [2017, 2018]	w tym marża banku; dane dla Polski i Bułgarii uzupełnione na podstawie szeregu tożsamego z tym wykorzystanym przez EBC [2022] (pochodzącym z lokalnego banku centralnego); dane miesięczne uśrednione (średnia arytmetyczna) do danych kwartalnych; dane dla Węgier i Rumunii za okres styczeń 2016 r. – lipiec 2017 r. pochodzą z bazy Hypostat [2017, 2018]
Dochód rozporządzalny	KE [2022]	dane roczne KE [2022] z bazy AMECO interpolowane do danych kwartalnych w programie EViews przy wykorzystaniu metody Dentona



cd. tabeli 2

Dane	Źródła	Uwagi
LTV ( <i>Loan-to-Value</i> )	Alam i in. [2019]; MFW [2022]; ERRS [2022]	wskaźniki LTV (wymogi regulacyjne) z bazy MFW [2022] uzupełnione o informacje z bazy ERRS [2022]; w przypadku braku regulacyjnych limitów wykorzystano medianę dla LTV rzeczywiście udzielonych kredytów z bazy MFW [2022]; w przypadku wewnętrznego zróżnicowania LTV wykorzystana została bardziej restrykcyjna wartość; dane na koniec kwartału
DSTI ( <i>Debt-Service-to-Income</i> )	Alam i in. [2019]; MFW [2022]; ERRS [2022]	wskaźniki DSTI (wymogi regulacyjne) z bazy MFW [2022] uzupełnione o informacje z bazy ERRS [2022]; w przypadku braku regulacyjnego limitu dla danego wskaźnika (Bułgaria) przyjęto wartość 60% (maksimum dla wszystkich państw poza Słowacją, gdzie ze wskaźnika wyłącza się z dochodów dodatkowo tzw. minimum egzystencji); dane na koniec kwartału
DTI ( <i>Debt-to-Income</i> )	ERRS [2022]	regulacyjne maksimum dostępne tylko dla Czech, Łotwy i Słowacji; dane na koniec kwartału
Maksymalny okres kredytowania	ERRS [2022]; Hypostat [2017, 2018, 2019, 2020, 2021]	maksymalny okres dopuszczony do obliczania zdolności kredytowej; w przypadku braku ograniczeń regulacyjnych uwzględniano przeciętny okres umów kredytowych [Hypostat, 2017–2021; dla Bułgarii, Rumunii i Łotwy tylko dane sprzed 2019] lub 35 lat (maksimum dla badanych rynków – Chorwacja, Węgry, Rumunia); dane na koniec kwartału
Regulacyjny narzut dla stóp procentowych	Alam i in. [2019]; MFW [2022]; ERRS [2022]	obowiązkowy narzut, jaki bank musi nałożyć na bieżący poziom oprocentowania przy wyliczaniu zdolności kredytowej (Estonia, Litwa, Polska); dane na koniec kwartału

Źródło: opracowanie własne.

## Bibliografia

- Abeysinghe, T., Gu, J. (2011). Lifetime Income and Housing Affordability in Singapore, *Urban Studies*, 48(9), s. 1875–1891.
- Alam, Z., Alter, A., Eiseman, J., Gelos, G., Kang, H., Narita, M., Nier, E., Wang, N. (2019). Digging Deeper – Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database, *IMF Working Paper*, 19/66.
- Amann, W. (2010). New Policies to Facilitate Affordable Housing in Central and Eastern Europe, *Acta Polytechnica*, 50(1), s. 53–56.
- BIS (2022). *Residential Property Prices: Detailed Series (Nominal)*, [https://www.bis.org/statistics/pp\\_detailed.htm?m=2593](https://www.bis.org/statistics/pp_detailed.htm?m=2593) (dostęp: 20.04.2022).
- BNB (2022). *Interest Rate Statistics*, <https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm> (dostęp: 15.04.2022).
- Bohle, D. (2014). Post-Socialist Housing Meets Transnational Finance: Foreign Banks, Mortgage Lending, and the Privatization of Welfare in Hungary and Estonia Ending, and the Privatization of Welfare in Hungary and Estonia, *Review of International Political Economy*, 21(4), s. 913–948.
- Bohle, D., Seabrooke, L. (2020). From Asset to Patrimony: The Re-Emergence of the Housing Question, *West European Politics*, 43(2), s. 412–434.
- Bramley, G. (1994). An Affordability Crisis in British Housing: Dimensions, Causes and Policy Impact, *Housing Studies*, 9(1), s. 103–124.

- Caturianas, D., Lewandowski, P., Sokołowski, J., Kowalik, Z., Barcevičius, E. (2020). *Policies to Ensure Access to Affordable Housing*, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652729/IPOL\\_STU\(2020\)652729\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652729/IPOL_STU(2020)652729_EN.pdf) (dostęp: 19.08.2020).
- Chasco, C., Gallo, J.L. (2013). The Impact of Objective and Subjective Measures of Air Quality and Noise on House Prices: A Multilevel Approach for Downtown Madrid, *Economic Geography*, 89(2), s. 127–148.
- Cheong, T.S., Wu, Y. (2018). Convergence and Transitional Dynamics of China's Industrial Output: A County-Level Study Using a New Framework of Distribution Dynamics Analysis, *China Economic Review*, 48, s. 125–138.
- Chinowski, B., Mokrogulski, M. (2014). Wpływ uwarunkowań rynkowych i regulacyjnych na zdolność do zakupu mieszkań, *Wiadomości Statystyczne*, 59(8), s. 75–90.
- Czerniak, A. (2019). Housing Market. W: *Diversity of Patchwork Capitalism in Central and Eastern Europe* (s. 165–184), R. Rapacki (Ed.). London: Routledge.
- Deloitte (2021). *Overview of European Residential Markets*, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/real-estate/at-property-index-2021.pdf> (dostęp: 20.04.2022).
- EBC (2020). *Bulgaria – Assessment of ERM II Prior Commitment No. 2 on the Macroprudential Toolkit*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb\\_assessment\\_bulgaria\\_erm\\_II~42b06fb4e2.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb_assessment_bulgaria_erm_II~42b06fb4e2.en.pdf) (dostęp: 19.05.2022).
- EBC (2022). *Statistical Data Warehouse*, <https://sdw.ecb.europa.eu/> (dostęp: 18.04.2022).
- EMF (2018). *The Bank Lending Survey Carried Out by the European Central Bank: Q3 2018 Quarterly Review of European Mortgage Markets*, [https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/01/EMF-Quarterly-Review-Q3-2018\\_final-1.pdf](https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/01/EMF-Quarterly-Review-Q3-2018_final-1.pdf) (dostęp: 20.03.2022).
- EMF (2021). *The Bank Lending Survey Carried Out by the European Central Bank: Q3 2021 Quarterly Review of European Mortgage Markets*, [https://hypo.org/app/uploads/sites/2/2022/02/EMF-Q3-2021\\_v2.pdf](https://hypo.org/app/uploads/sites/2/2022/02/EMF-Q3-2021_v2.pdf) (dostęp: 22.03.2022).
- ERRS (2022). *Overview of National Macroprudential Measures*, [https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/shared/pdf/esrb.measures\\_overview\\_macroprudential\\_measures.xlsx?855777ebe6a439a22594fe2d81e45a8f](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/shared/pdf/esrb.measures_overview_macroprudential_measures.xlsx?855777ebe6a439a22594fe2d81e45a8f) (dostęp: 25.04.2022).
- Eurostat (2022). *Eurostat Database*, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (dostęp: 20.03.2022).
- Ezennia, I.S., Hoskara, S.O. (2019). Methodological Weaknesses in the Measurement Approaches and Concept of Housing Affordability Used in Housing Research: A Qualitative Study, *PLOS ONE*, 14(8), s. 1–27.
- Ezennia, I.S., Hoskara, S.O. (2022). Applications of Housing Affordability Measurement Approaches Used in Planning Affordable Housing: A Systematic Review, *Journal of Building Construction and Planning Research*, 10(1), s. 1–36.
- Hulchanski, J.D. (1995). The Concept of Housing Affordability: Six Contemporary Uses of the Housing Expenditure-to-Income Ratio, *Housing Studies*, 10(4), s. 471–491.
- Hypostat (2017). *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/09/HYPOSTAT-2017.pdf> (dostęp: 10.03.2022).
- Hypostat (2018). *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, <https://service.betterregulation.com/document/345586> (dostęp: 10.03.2022).
- Hypostat (2019). *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, [https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/09/HYPOSTAT-2019\\_web.pdf](https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/09/HYPOSTAT-2019_web.pdf) (dostęp: 10.03.2022).

- Hypostat (2020). *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2020/11/HYPOSTAT-2020-FINAL.pdf> (dostęp: 10.03.2022).
- Hypostat (2021). *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, [https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2021/11/HYPOSTAT-2021\\_vdef.pdf](https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2021/11/HYPOSTAT-2021_vdef.pdf) (dostęp: 10.03.2022).
- Komisja Europejska (2022). *AMECO Database*, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/ameco-database\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/ameco-database_en) (dostęp: 25.04.2022).
- Leamer, E.E. (2015). Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(S1), s. 43–50.
- Mardani, A., Jusoh, A., Nor, K., Khalifah, Z., Zakwan, N., Valipour, A. (2015). Multiple Criteria Decision-Making Techniques and Their Applications: A Review of the Literature from 2000 to 2014, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 28(1), s. 516–571.
- MFW (2022). *Macprudential Policy Survey*, <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Macprudential/Pages/iMaPPDatabase.aspx> (dostęp: 25.04.2022).
- Milic-Czerniak, R. (2022). Nadmierne zadłużenie, niewypłacalność gospodarstw domowych i upadłość konsumencka. W: *Finanse osobiste* (w druku), K. Waliszewski (red.). Warszawa: Polska Akademia Nauk.
- NBP (2022a). *Statystyka stóp procentowych*, [https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna\\_i\\_bankowa/oprocentowanie.html](https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie.html) (dostęp: 15.04.2022).
- NBP (2022b). *System finansowy. Sytuacja na rynku kredytowym*, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html> (dostęp: 27.05.2022).
- Ober-Haus (2022). *Ober-Haus Lithuanian Apartment Price Index (OHBI) December 2021*, <https://www.ober-haus.lt/en/research/lithuanian-apartment-price-index-december-2021/> (dostęp: 20.04.2022).
- Robinson, M., Scobie, G.M., Hallinan, B. (2006). Affordability of Housing: Concepts, Measurement and Evidence, *New Zealand Treasury Working Paper*, 06/03.
- Stone, M.E. (2006). What is Housing Affordability? The Case for the Residual Income Approach, *Housing Policy Debate*, 17(1), s. 151–184.
- Tang, C.P.Y. (2012). Measuring the Affordability of Housing Association Rents in England: A Dual Approach, *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 5(3), s. 218–234.
- Wang, X.J., Zhang, J.Y., Shahid, S., El Mahdi, A., He, R.M., Wang, X.G., Ali, M. (2012). Gini Coefficient to Assess Equity in Domestic Water Supply in the Yellow River, *Mitigation and Adaptation Strategies for Global Change*, 17(1), s. 65–75.