

Spis treści

Wstęp.....	11
------------	----

Część 1. Finansowy i ekonomiczny potencjał nieruchomości

1. Koncepcja i realizacja potencjału finansowego nieruchomości.....	23
1.1. Wartość nieruchomości jako podstawowy komponent finansowego potencjału nieruchomości.....	25
1.2. Kreacja i transfer kapitału finansowego z nieruchomości.....	34
1.3. Ryzyko finansowe związane z nieruchomościami jako czynnik kształtowania finansowego potencjału nieruchomości.....	40
2. Znaczenie ekonomicznych praw własności w realizowaniu potencjału finansowego nieruchomości.....	47
2.1. Zakres i oddziaływanie praw własności.....	48
2.2. Przesłanki instytucjonalne określania wartości nieruchomości.....	51
2.3. Znaczenie cech ekonomicznych nieruchomości w ustanawianiu zabezpieczenia wierzytelności.....	55
3. Realizacja potencjału finansowego nieruchomości za pomocą instrumentów bankowych.....	59
3.1. Kredyt bankowy jako instrument konwersji.....	60
3.2. Źródła pokrycia kapitału finansowego z nieruchomości.....	65
3.3. Ryzyko związane z instrumentami finansowania nieruchomości.....	70
4. Problem ryzyka niestabilności rynku finansowania nieruchomości.....	74
4.1. Determinanty cyklu koniunkturalnego w fazie ekspansji kredytowej.....	75
4.2. Ryzyko finansowania popytu na rynku nieruchomości.....	80
4.3. Ryzyko niedopasowania ekspansji kredytowej.....	82

Część 2. Zakres realizacji finansowego potencjału nieruchomości przez bankowe instytucje kredytowe

5. Zakres i instytucje finansów hipotecznych w podejściu modelowym ...	89
5.1. Model systemu finansowania nieruchomości.....	90
5.2. Przesłanki sektorowe dla formowania zasad rynku finansowania nieruchomości.....	94
5.3. Uniwersalizm a specjalizacja uczestników rynku.....	97
6. Bankowe pośrednictwo finansowe w sektorze nieruchomości.....	101
6.1. Cele i wyznaczniki pośrednictwa finansowego na rynku nieruchomości.....	101

6.2. Oddziaływanie na sektor nieruchomości banków uniwersalnych i specjalistycznych.....	106
6.3. Znaczenie potrzeb bankowych grup klientów dla możliwości realizacji potencjału finansowego nieruchomości.....	109
6.4. Oddziaływanie relacji z klientami na zdolność do mobilizowania kapitału bankowego.....	114
7. Pozycja biznesowa banków na rynku nieruchomości.....	120
7.1. Model autonomiczny i zależny funkcjonowania instytucji kredytowej.....	121
7.2. Internalizacja zasad systemowych.....	126
7.3. Znaczenie informacji kredytowej i ryzyka kredytowego.....	130
7.4. Konkurencja i konkurencyjność banków na rynku hipotecznym.....	134

Część 3. Kapitał bankowy jako czynnik realizacji finansowego potencjału nieruchomości

8. Przesłanki kreowania kapitału finansowego z nieruchomości w ramach modelu depozytowego i rynkowego.....	141
8.1. Znaczenie kongruencji parametrów aktywów i pasywów dla zachowania ciągłości procesów finansowania.....	142
8.2. Źródła finansowania w perspektywie celów biznesowych instytucji kredytowych.....	147
8.3. Makroekonomiczne konsekwencje finansowania hipotecznego w warunkach niestabilności.....	152
8.4. Oddziaływanie polityki pieniężnej.....	159
9. Inicjująca rola kapitału bankowego w refinansowaniu kapitału nieruchomości (finansowanie depozytowe, pożyczkowe i rynkowe).....	167
9.1. Banki jako hipoteczne instytucje zaufania publicznego.....	168
9.2. Kontrola i nadzór nad adekwatnością funduszy własnych.....	173
9.3. Strategie finansowania zewnętrznego.....	180

Część 4. Refinansowanie aktywów hipotecznych banku w perspektywie realizacji potencjału finansowego nieruchomości

10. Zakres transferu ryzyka i kapitału w refinansowaniu aktywów hipotecznych.....	191
10.1. Konsekwencje systemowe, międzysektorowe i makroekonomiczne ryzyka finansowania aktywów hipotecznych na rynkach rozwiniętych i rozwijających się.....	192
10.2. Struktury zintegrowane oraz zdezintegrowane transferu kapitału i ryzyka.....	199
10.3. Znaczenie kredytowych instrumentów pochodnych.....	203

11. Rola wtórnych rynków kredytów hipotecznych	206
11.1. Zakres wtórnego rynku kredytów hipotecznych.....	207
11.2. Inwestorzy na wtórnym rynku kredytowym.....	211
11.3. Czynniki popytu na wtórnym rynku kredytowym.....	213
12. Instytucjonalizacja procesu refinansowania nieruchomości jako warunek stabilności systemu finansowego	218
12.1. Wyznaczniki petryfikacji działań instytucji kredytowych w długim okresie	219
12.2. Aktywny nadzór nad rynkiem hipotecznym.....	223
12.3. Wielowymiarowość bezpieczeństwa finansowego	227
13. Hipoteczny pieniądz bankowy jako kategoria finansowa i ekonomiczna	234
13.1. Znaczenie gospodarcze kreacji hipotecznego pieniądza bankowego	235
13.2. Zależność hipotecznego pieniądza bankowego od stopnia rozwoju instytucjonalnego rynku nieruchomości.....	241
Zakończenie	248
Literatura.....	254
Spis rysunków	267
Spis tabel.....	269
Summary	271

Wstęp

Związki między rynkami nieruchomości, rynkami kapitału a sposobami kreowania pieniądza kredytowego w coraz szerszym zakresie oddziałują na sposób funkcjonowania globalnego systemu finansowego. Dobrobyt społeczeństw i stabilność gospodarek krajowych zależą od efektywności sektora finansowania nieruchomości. Pierwotna zależność kreacji pieniądza bankowego od systemu nieruchomości ujawniła się szczególnie wraz z eskalacją kryzysu na światowych rynkach finansowych w pierwszej dekadzie XXI wieku¹.

Teorie ekonomiczne powinny odpowiadać istniejącemu zapotrzebowaniu na wyjaśnianie relacji tradycyjnego finansowania depozytowo-kredytowego oraz bankowego finansowania rynkowego z rynkiem nieruchomości. Dla tego celu ważna jest perspektywa zachowań poszczególnych uczestników rynków finansowania nieruchomości w warunkach niestabilności ogólnoeconomicznych. Naturalna niedoskonałość rynku nieruchomości wymaga szczególnego instrumentarium finansowego i podejmowania działań w zakresie zarządzania makroostrożnościowego². Równoczesne określenie rynku nieruchomości jako składowej rynku kapitału będzie uznaniem wzrostu znaczenia instrumentarium finansowego w sektorze nieruchomości i realizowania ekonomicznych funkcji nieruchomości. Podstawowy zakres nauki o finansach w obszarze nieruchomości związany jest przede wszystkim z procesami inwestowania, finansowania, zarządzania ryzykiem i wyceny nieruchomości³. Poprzez procesy refinansowania i dezinwestycji sektor nieruchomości – z wykorzystaniem instrumentów finansowych, w tym bankowych – może być kolejnym źródłem finansowania dla realnych procesów gospodarczych⁴.

¹ Eskalacja kryzysu finansowego nastąpiła w latach 2007-2008. Pierwszym symptomem był spadek cen nieruchomości w reakcji na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych już w 2006 roku i narastanie portfela złych długów typu *subprime*. Kryzys finansowy przerodził się w wielofazowy międzynarodowy kryzys gospodarczy. Recesja w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wywołana kryzysem finansowym zakończyła się w 2009 roku.

² A. Sławiński, *Makroekonomia a nadzór bankowy*, http://www.rp.pl/artukul/19423,447653_Makroekonomia_a_nadzor_bankowy.html, 16.03.2010.

³ K. Jajuga, *Nieruchomości – „nowy” dział nauki finansów*, [w:] B. Filipiak (red.), *Współczesne problemy badawcze finansów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007, s. 32-33.

⁴ Wskazać można takie instrumenty, jak: leasing zwrotny, odwrócony kredyt hipoteczny, zarządzanie majątkiem nieruchomości (*reverse mortgage, home equity*), sekurytyzacja kredytów hipotecznych i nieruchomości.

Celem pracy jest zbadanie zwrotnego finansowania nieruchomości i jego znaczenia w ramach realizowania potencjału finansowego nieruchomości⁵ z uwzględnieniem warunków: instytucjonalnych i systemowych oraz sektorowych, w tym m.in. struktury kapitału bankowego⁶. W rozważaniach będą brane pod uwagę czynniki kształtujące się w związku z kryzysem finansowym.

Przedmiotem badań prowadzonych w pracy jest zakres finansowego potencjału nieruchomości oraz jego realizacja poprzez mechanizmy bankowego finansowania nieruchomości. Uwzględniono szczególną rolę banków jako podmiotów o najbardziej rozwiniętej funkcji transformacyjnej kapitału finansowego w warunkach postępującej globalizacji i usieciowienia się systemu finansowego. Zakres badawczy dotyczy istoty oraz uwarunkowań bankowego finansowania nieruchomości i jego zmiany w perspektywie rozwiązań instytucjonalnych, sektorowych i rynkowych. W zależności od podstawowej formy realizowanych potrzeb kategorii nieruchomości można podzielić na: mieszkaniowe, infrastrukturalne i komercyjne. W pracy szczególny nacisk położony jest na te nieruchomości, które akumulują najwięcej kapitału niepracującego w całym okresie amortyzacji długu hipotecznego, w tym przede wszystkim nieruchomości mieszkaniowe.

Wnioskowanie prowadzone jest z wykorzystaniem dorobku bankowości i finansów, w tym finansów behawioralnych, w warunkach cyklicznego rozwoju ekonomicznego, z uwzględnieniem czynników kryzysu finansowego. Problematyka badawcza obejmuje wzajemne relacje podmiotów kredytowych z regulatorami rynków finansowych, kredytobiorcami i dostawcami kapitału (deponentami i inwestorami), ze szczególnym uwzględnieniem barier i możliwości funkcjonowania w specyfice rynku nieruchomości w warunkach postkryzysowych. Analiza prowadzona jest na podstawie badań własnych, porównujących zakres i charakter modeli uniwersalistycznych oraz specjalistycznych kredytowania hipotecznego. Rozważania zawierają się w ramach reguł określających zasady działania systemu, w tym reguł gry rynkowej, oddziaływania regulatorów na system finansowy i wymaganych dla niego rozwiązań instytucjonalnych⁷, co charakterystyczne dla przedkładanej pracy, po modyfikacji uwzględniającej krótko- i długoterminową perspektywę czasową.

Istotą finansowania nieruchomości może być kreacja pieniądza bankowego. Dla odróżnienia kreacji pieniądza bankowego w ujęciu tradycyjnym od specjalistycznej

⁵ Można go zdefiniować jako zdolność do kreowania kapitału finansowego z nieruchomości poprzez wykorzystanie ich funkcji ekonomicznych. Finansowy potencjał nieruchomości jest określony przez możliwość obciążenia wierzycelnościami wartość nieruchomości, która uwzględnia ryzyko związane z nieruchomością i ryzyko jej finansowania. Aktywność banków na rynku kredytowym oddziałuje jednocześnie na potencjał finansowy nieruchomości. Poprzez realizację potencjału finansowego nieruchomości następuje uwalnianie z nieruchomości kapitału ekonomicznego poprzez uruchamianie strumieni kapitału finansowego.

⁶ Kapitał bankowy w wymiarze regulacyjnym i ekonomicznym jest niezbędny do stabilnego funkcjonowania bankowego pośrednictwa finansowego na rynku nieruchomości.

⁷ Zob. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

formy kreacji pieniądza bankowego w związku z finansowaniem nieruchomości, w pracy wprowadzony zostaje termin hipotecznego pieniądza bankowego. Hipoteczny pieniądz bankowy to pieniądz kreowany w procesach kredytowania, dla których zabezpieczeniem jest wartość nieruchomości. Można założyć, że współcześnie rośnie znaczenie kreacji hipotecznego pieniądza bankowego w dwóch wymiarach:

- krajowym – w ramach systemu finansowania nieruchomości w krajach rozwiniętych i rozwijających się,
- globalnym – jako transgranicznego czynnika stabilności systemu finansowego.

Hipoteza główna sformułowana na potrzeby niniejszej pracy brzmi więc: kreacja hipotecznego pieniądza bankowego to ważne źródło zasileń współczesnego systemu finansowania sektora nieruchomości w zakresie lokat i obrotu w krajach wysoko rozwiniętych i rozwijających się.

Wśród ustalonych kryteriów weryfikacyjnych na istotność hipotecznego pieniądza bankowego w systemach finansowania nieruchomości wskazywać będą:

- wysoka relacja między globalną wielkością długu hipotecznego a produktem krajowym brutto (PKB),
- zależność między rozmiarami systemowej pomocy publicznej dla instytucji finansowych w warunkach kryzysu finansowego a wartością portfela kredytów hipotecznych,
- zależność polityki pieniężnej i fazy cyklu rynku finansowania nieruchomości,
- zależność między wzrostem wielkości portfela kredytów hipotecznych monetarnych instytucji kredytowych a ich rosnącym zapotrzebowaniem na fundusze własne.

Transfer skutków kryzysu finansowego poprzez mechanizm właściwej i syntetycznej sekurytyzacji kredytów hipotecznych zainicjował w 2008 roku wtórne procesy, które przemodelowały sposób postrzegania całego systemu finansowego i pieniężnego wielu państw, a także globalnych rynków finansowych. Nadmierne kredytowanie i powiązanie sekurytyzacyjnego instrumentarium finansowego, technologii i rozwiązań sieciowych ujawniło oddziaływanie nowej formy pieniądza. W literaturze i opracowaniach dotyczących kryzysu finansowego wskazane zostały czynniki kryzysu w formie nadmiernego kredytowania. Krytykowane było również nadmierne zaangażowanie sektora publicznego w kompensowanie strat sektora bankowego. Podnoszono też zaangażowanie władz monetarnych na rynku finansowania nieruchomości⁸. W pracy spostrzeżenia te stanowiły punkt wyjścia do wyłonienia kryteriów weryfikacji hipotezy w ramach przyjętej metody systemowej. Uwarunkowania kreacji hipotecznego pieniądza bankowego w poszczególnych krajach pozostają przy tym wielowymiarowe, co ujawnia się w sposobie działania banków

⁸ Zob. N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2011; N. Roubini, *The Current U.S. Recession and the Risks of a Systemic Financial Crisis*, Written Testimony for the House of Representatives' Financial Services Committee Hearing on February 26th, 2008 oraz L. Laeven, *Banking Crises: A Review*, Research Department, International Monetary Fund, Washington 11.2008, www.annualreviews.org.

w warunkach kryzysowych. Można założyć jednocześnie, że duże zaangażowanie banków na rynku finansowania nieruchomości powoduje wrażliwość systemów finansowych na transfer niestabilności z innych rynków, jeżeli nie są stosowane adekwatne normy nadzorcze.

Do szczegółowych pytań badawczych rozważanych w pracy można zaliczyć następujące:

- Co stanowi o istocie realizowania potencjału finansowego nieruchomości i kreacji hipotecznego pieniądza bankowego?
- Jakie znaczenie dla stabilności finansowania hipotecznego mają rozwiązania instytucjonalne, zakres praw własności i normy ostrożnościowe?
- Czy zaangażowanie w finansowanie nieruchomości stanowi o przewadze konkurencyjnej biznesu bankowego?
- Jaki jest zakres transferu potencjału ekonomicznego i finansowego nieruchomości?
- Czy kryzys na rynkach finansowych jest efektem odizolowania potencjału finansowego od potencjału ekonomicznego nieruchomości?
- Jakie jest znaczenie sekurytyzacji aktywów finansowych na bazie zabezpieczeń w formie nieruchomości dla kreacji hipotecznego pieniądza bankowego?

W aspekcie teoretycznym podstawy kreacji hipotecznego pieniądza bankowego zostały określone na bazie studiów literaturowych, w tym pozycji o charakterze porównawczym i prospektywnym. W rozważaniach wykorzystana została obserwacja prowadzona w zakresie informacji i danych dostępnych w publikatorach, a następnie wielostopniowa analiza jakościowa (logiczna), szczególnie w zakresie identyfikacji rozwiązań instytucjonalnych i systemowych rynku nieruchomości w poszczególnych krajach. Dobór krajów i kryteria grupowania w układzie podmiotowym krajów o rozwiniętych i rozwijających się systemach finansowania nieruchomości nastąpił w oparciu o dostępne źródła zagregowanych danych statystycznych gromadzonych w ramach rachunkowości społecznej. Grupowanie krajów następowało w zależności od takich parametrów, jak np. relacja portfela kredytów hipotecznych do PKB, ale również w oparciu o kryteria jakościowe dotyczące regulacyjnych parametrów kredytowania nieruchomości oraz formy zachowań uczestników rynku finansowania nieruchomości.

Punktem wyjścia dla postępowania badawczego, którego celem jest weryfikacja hipotezy pracy, jest spostrzeżenie, że kapitał finansowy może służyć wykorzystaniu potencjału ekonomiczno-finansowego nieruchomości. Abstrakcyjne założenie o znaczeniu wartości nieruchomości dla procesów uwalniania kapitału z nieruchomości stanowi podstawę do określenia form relacji rynkowych między finansowymi i niefinansowymi uczestnikami rynku finansowania nieruchomości. Tendencje stwierdzone w pierwszej części pracy, dokonane na podstawie analizy dorobku literatury i danych pierwotnych, pozwalają na określenie instytucjonalnych warunków efektywnego transferu kapitału z nieruchomości. Na tej podstawie będzie skonkretyzowana zależność między czynnikami określającymi wartość zabezpieczenia hipotecznego a czynnikami ryzyka instrumentów finansowych służących

realizacji potencjału finansowego nieruchomości. Dokonana systematyzacja ryzyka ma na celu ustalenie zależności cykliczności rynku nieruchomości od dostępności i parametrów instrumentów finansowych. Weryfikowana będzie zależność funkcji instrumentarium finansowego od stopnia rozwoju instytucjonalnego i zakresu wiązki ekonomicznych praw własności do nieruchomości. Efektem pośrednim postępowania w pierwszej części pracy jest ujęcie systemowe pierwotnego i wtórnego rynku hipotecznego jako ekonomicznej syntezy rynków: nieruchomości i finansowego.

W drugiej części pracy ustalane są ekonomiczne uwarunkowania bankowego pośrednictwa finansowego na rynku nieruchomości. Można zakładać, że konkurencyjność banków zależeć będzie od aktywności w kredytowaniu nieruchomości. Konieczne do ustalenia w tej części pracy są warunki dla form specjalistycznych finansowania nieruchomości. Na podstawie analizy bankowych rozwiązań regulacyjnych można określić oddziaływanie zaangażowań kredytowych na rynkach nieruchomości na działalność biznesu bankowego w strukturze autonomicznej i holdingowej. Oczekiwane efekty biznesowe stanowić będą bowiem motywator do podejmowania przez banki zaangażowania w realizowanie finansowego potencjału nieruchomości. W tej części pracy konieczne jest aktywne podejście w ocenie rozwiązań nadzorczych z uwagi na silną tendencję do nadmiernego regulowania rynku w okresie postkryzysowym, czego potwierdzeniem będzie analiza przypadku w zakresie wybranych zgodnie z celem pracy rozwiązań nadzorczych. Za główną determinantę realizowania finansowego potencjału nieruchomości, oprócz regulacji nadzorczych, można uznać historyczny ukształtowany poziom rozwoju rynku finansowania nieruchomości.

W części trzeciej pracy na podstawie pierwotnych i wtórnych danych określających parametry kredytowania nieruchomości w poszczególnych krajach ustalane są przesłanki dla źródeł finansowania akcji kredytowej. Wskazywane są makroekonomiczne kanały transmisji niestabilności z rynku nieruchomości na rynek finansowy. Na podstawie danych Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego analizowana jest zmiana poziomu dźwigni finansowej w sektorze bankowym i jej oddziaływanie na eskalację i transpozycję zjawisk kryzysowych na rynku nieruchomości. Konkluzja tej części pracy, która stwierdza poziom uzależnienia poszczególnych gospodarek krajowych od systemu finansowania nieruchomości, ma wynikać z ustalenia kosztów dofinansowania, w tym dokapitalizowania krajowych sektorów bankowych w warunkach kryzysu finansowego przebiegającego we wskazanym okresie badawczym. Ustalony zostanie również wpływ dostępności i zaangażowania kapitału własnego w bankach na uwalnianie kapitału z nieruchomości. Należy zauważyć oddziaływanie przyjętych strategii finansowania zewnętrznego banków na wielkość zaangażowań na rynku nieruchomości, w tym z uwzględnieniem zaangażowań transgranicznych. Międzynarodowy przepływ kapitału finansowego staje się bowiem istotnym czynnikiem kreowania hipotecznego pieniądza bankowego. Można zakładać, że w krajach rozwijających się znaczenie finansowania zewnętrznego w warunkach luki kapitałowej jest większe niż w krajach rozwiniętych.

W czwartej części pracy, która ma charakter syntetyzujący, następuje ustalenie reakcji na pojawienie się czynników ryzyka finansowania nieruchomości w poszczególnych krajach w kontekście tworzenia długoterminowych portfeli kredytowych. Obok warunków funkcjonowania pierwotnego rynku kredytowego weryfikowany jest wpływ na finansowanie nieruchomości potencjału wtórnego rynku kredytowego. Ostatecznie podjęta zostaje próba ustalenia i zweryfikowania znaczenia kreacji hipotecznego pieniądza bankowego w gospodarkach krajów rozwiniętych i rozwijających się. Efektem pracy ma być przeprowadzona przez autora konkretyzacja warunków ekonomicznych i instytucjonalnych wymaganych do uwalniania potencjału finansowego z nieruchomości w postaci nowej formy kapitału.

Zastosowany w pracy eklektyzm metodologiczny⁹ wynika ze złożoności czynników oddziałujących na możliwości kreowania hipotecznego pieniądza bankowego w gospodarce. Zdynamizowane ujęcie systemowe inwestycji w nieruchomości pozwala na weryfikację hipotezy, ale jednocześnie wymaga uwzględnienia szerokiego spektrum informacji i często wyrwykowych danych. Obiektywizacja wniosków w takiej sytuacji wymaga stosowania metod eksperckich i osadzenia rozważań w wynikach analiz uznanych instytucji międzynarodowych. Wnioskowanie przeprowadzone w pracy jest realizowane na podstawie pierwotnych badań empirycznych aktów prawnych, danych i informacji udostępnionych przez banki centralne, banki komercyjne, organy nadzoru finansowego i organizacje międzynarodowe (takie jak: Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Centralny), wykorzystywane są także dane wtórnie analizowane i weryfikowane na podstawie opracowań innych autorów.

Ukazanie i krytyczna analiza kredytowych sposobów finansowania i refinansowania inwestycji realizowanych na rynku nieruchomości są przedstawione ze szczególnym uwzględnieniem gospodarek krajów rozwiniętych oraz rozwijających się, w tym gospodarki polskiej. Należy przy tym zauważyć, że historycznie uwarunkowany rozwój systemów finansowania sektora nieruchomości jest uzależniony od warunków ekonomicznych w danym kraju. W zależności od relacji zadłużenia hipotecznego do PKB i dynamiki zmiany portfela kredytowego, a jednocześnie udziału w finansowaniu rozwoju gospodarczego, można wskazać zestaw cech, które przyporządkują określony kraj do systemowego modelu finansowania nieruchomości. W odniesieniu do wybranych krajów, w których procesy finansowania nieruchomości ulegały istotnej przemianie, rozważania będą obejmować modele hipotecznej bankowości uniwersalnej, rynkowej oraz islamskiej.

Związki międzysektorowe analizowane są w ramach łańcucha zabezpieczeń instrumentów finansowych stosowanych w systemach finansowania nieruchomości. Na podstawie badań własnych i dostępnych danych określone zostały modelowe zależności między ekonomicznym i finansowym potencjałem nieruchomości a za-

⁹ Zob. S. Flejterski, *Metodologia finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 230.

kresem funkcjonowania podmiotów kredytowych i instrumentów finansowania oraz refinansowania akcji kredytowej. Do zastosowanych metod badawczych można zaliczyć także analizę krytyczną źródeł i analizę przypadków. W możliwie wielostronny sposób analizowane są przypadki danych zjawisk z zakresu finansowania nieruchomości w wybranych krajach. Celem uzyskania wyników empirycznych w pracy zastosowano wielokryterialną analizę i ocenę przedmiotu badania prowadzoną *ex post*, z perspektywy przed kryzysem i po kryzysie finansowym z lat 2007-2008, z zastosowaniem ujęcia krytycznego, szczególnie w odniesieniu do rozwiązań instytucjonalnych i rynkowych.

Konkluzje rozważań opierają się na podejściu dedukcyjnym, szczególnie w odniesieniu do sformułowania koncepcji hipotecznego pieniądza bankowego kreowanego w procesie finansowania nieruchomości, który oparty jest na wartości nieruchomości w jego relacjach przyczynowo-skutkowych ze sferą gospodarki realnej, co stanowi próbę rozszerzenia tradycyjnej koncepcji pieniądza. Holistyczna analiza mechanizmów realizacji finansowego potencjału nieruchomości na podstawie łańcucha zabezpieczeń i jednoczesne upływnianie kapitału finansowego z nieruchomości obejmuje ustalenie stopnia rozwoju instytucjonalnego rynku finansowania nieruchomości. Zawarte w pracy syntetyczne porównanie systemów finansowania nieruchomości w poszczególnych krajach oraz ich uwarunkowań przeprowadzone zostało na podstawie badań cząstkowych oraz studiów przypadków realizowanych w latach 2005-2012. Ważnym elementem analizy jest identyfikacja kompleksowych uwarunkowań funkcjonowania bankowych instytucji kredytowych na rynku nieruchomości oraz sposobów wykorzystania kapitału ekonomicznego poprzez sekurytyzację nieruchomości dla realizacji i funkcjonowania hipotecznego pieniądza bankowego. Założeniem podstawowym jest uwzględnienie niestabilności sektora finansowego jako okoliczności towarzyszącej i sprawczej funkcjonowania wtórnych rynków kredytowych oraz rynków depozytowych¹⁰.

Tak określony system można uznać za hipoteczny odpowiednik znanych historycznie systemów, np. pieniądza kruszcowego lub systemów korzystających z innych form rzeczowego zabezpieczenia pieniądza. Pieniądz bankowy, stanowiąc podstawowy komponent systemu finansowego w ramach gospodarki towarowo-pieniężnej, oddziałuje na sposoby realizowania lokat i obrotu na rynku nieruchomości. Istotą tego pieniądza jest jego powszechność i akceptowalność jako formy dokonywania płatności za dobra i usługi. W ramach procesów kredytowania hipotecznego, w których zabezpieczeniem staje się wartość nieruchomości upływniana w formie kapitału finansowego, dochodzi do kreowania pieniądza o wartości pokrywanej w wartościach nieruchomości i jednocześnie mającego w zakresie instytucjonalnym charakter już fiducyjny.

¹⁰ Zob. S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 511.

Deterministyczne traktowanie współczesnego modelu finansowania nieruchomości nie będzie jednak do końca uzasadnione z uwagi na czynniki ryzyka pojawiające się wraz z procesem ewolucji składowych systemu finansowego¹¹. Funkcjonowanie systemu finansowego nie byłoby możliwe bez wysokiego stopnia instytucjonalizacji i integracji rynków kapitału i nieruchomości. Uczestnicy, zasady, informacje, relacje i wzajemne interakcje tworzą skomplikowany system powiązań i decyzji finansowych w postaci nowoczesnego modelu instytucjonalnego. Mechanizmy adaptacyjne występujące w tym procesie często warunkują decyzje gospodarcze poprzez optymalizację, efektywność w perspektywie ograniczonej racjonalności czy też niepewność behawioralną¹². Rozpatrywanie takich warunków koegzystencji systemów gospodarczych – realnego i wirtualnego – wymaga nowego podejścia do interpretacji zjawisk finansowych i uwzględnienia nowych paradygmatów finansów wynikających w większym zakresie z zachowań psychologicznych, informacyjnych, informatycznych i regulacyjnych. Efektywne i sprawne funkcjonowanie banków jako podstawowych instytucji systemu finansowania nieruchomości jest więc warunkiem uruchamiania i wykorzystania finansowego potencjału nieruchomości.

W kalkulacji bezpieczeństwa i efektywności systemów finansowych niezbędne okazuje się określenie wyższego poziomu ryzyka zachowań, przejawów ryzyka prawnego, operacyjnego i innych form ryzyka pozafinansowego, które są inicjowane lub eskalowane w ramach zachowań indywidualnych lub zbiorowych na rynku nieruchomości. Ważnym elementem badawczym jest więc uwzględnienie decyzji i zachowań kredytobiorców (nieprofesjonalnych uczestników rynku), które w formie zachowań zbiorowych, w tym z uwzględnieniem przekazu medialnego oraz akcji mediów społecznościowych, wpływają na działalność instytucjonalnych uczestników rynku i regulatorów¹³. Ryzyko pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*)¹⁴ podejmowane przez uczestników rynku staje się istotnym czynnikiem niestabilności

¹¹ Zob. N. Ferguson, *The Ascent of Money*, Penguin Group, London 2008, s. 176 i n.

¹² Z. Staniek, *Zróżnicowanie ekonomii instytucjonalnej*, www.e-sgh.pl/niezbednik/plik.php?id=7230759&pid=886, 30.07.2012, s. 3-4.

¹³ Pierwszym znaczącym przykładem był ogłoszony w sieci mediów społecznościowych Bank Transfer Day (05.11.2011), w którym blisko 650 tys. klientów Bank of America i innych dużych banków amerykańskich zmieniło dotychczasowy bank prowadzący konto osobiste na inną instytucję kredytową w odpowiedzi na wzrost opłat motywowany stratami na skutek globalnego kryzysu finansowego. Akcja stała się przedmiotem walki konkurencyjnej o klientów zapowiadających zmianę konta ze strony kas oszczędnościowo-kredytowych, które odpowiedziały na akcję specjalnie przygotowaną ofertą. Zob. B. Półtorak (red.), *Najlepsze produkty bankowe 2011 oczami klientów*, Bankier.pl – PayU, Warszawa 01.2011, s. 5.

¹⁴ Pokusa nadużycia w warunkach mieszkaniowego boomu kredytowego związana jest przede wszystkim z przekonaniem o rosnącej ciągle wartości nieruchomości, a w wymiarze makroekonomicznym np. z przeświadczeniem uczestników rynku finansowego, że dobra koniunktura gospodarcza, szczególnie jeśli władze monetarne wysyłają sygnały o chęci podtrzymywania łagodnej polityki monetarnej, w danym momencie jest zjawiskiem spetryfikowanym. Zob. S. Claessens, C. Pazarbasioglu, L. Laeven, M. Dobler, F. Valencia, O. Nedelescu, K. Seal, *Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis*, IMF, New York 03.2011, s. 20-21.

systemowej i w związku z tym, jako indyktor bezpieczeństwa systemu finansowego, będzie zarządzane instytucjonalnie, poprzez wprowadzanie zasad rynkowych, nadzorczych lub międzynarodowych w celu stworzenia mechanizmów stabilizacyjnych sektora finansowego¹⁵.

Efektem finalnym pracy jest ustalenie w krajach rozwiniętych i rozwijających się istotności nowej formy hipotecznego pieniądza bankowego, którego stabilność pozostaje w ścisłym związku z istnieniem i realizacją potencjału nieruchomości. Rynek nieruchomości, dzięki instrumentom finansowym i nowoczesnym technologiom gospodarki sieciowej, stał się koherentną częścią współczesnego systemu pieniężnego. W konsekwencji powiązanie w ramach działalności bankowej łańcucha zabezpieczeń instrumentów finansowych poprzez kredyty hipoteczne i zabezpieczenie hipoteczne ustanowione na prawie własności nieruchomości pozwala na efektywne uwalnianie z nieruchomości kapitału finansowego.

Podziękowania

Podziękowania kieruję do wszystkich życzliwych mi osób, które spotkałem na swojej drodze naukowej, z którymi miałem przyjemność współpracować w odkrywaniu fascynującego świata finansów.

Przede wszystkim dziękuję cierpliwym i życzliwym Recenzentom za uwagi, które przyczyniły się do udoskonalenia mojej pracy. Podziękowania kieruję też do moich Profesorów: Pani Profesor Ewy Bogackiej-Kisiel, Pani Profesor Doroty Korzenik i Pana Profesora Marka Łyszczaka – bez ich wieloletniego zaufania ta praca nie mogłaby powstać.

Słowa pamięci kieruję także do uczestników moich wykładów i seminariów, członków koła naukowego Bankier, z którymi wspólnie zgłębialiśmy problematykę finansowania rynków nieruchomości i nowoczesnej bankowości.

Dziękuję również mojej Rodzinie za wsparcie i wyrozumiałość w każdej chwili mojego życia.

Za wszelkie niedociągnięcia niniejszej pracy odpowiedzialność ponosi wyłącznie autor.

¹⁵ Zob. H. Zadora, *O systemowej przyczynie kryzysu finansowego*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke (red.), *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe nr 143, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2010, s. 21-32.