

Jacek Łaszek, Krzysztof Olszewski, Hanna Augustyniak

# Model popytu mieszkaniowego – analiza od strony właścicieli, właścicieli-inwestorów i inwestorów

**Celem artykułu jest przedstawienie holistycznego podejścia do popytu mieszkaniowego. Najczęściej w literaturze analizowany jest popyt na mieszkanie własnościowe, mający na celu zaspokojenie podstawowych potrzeb mieszkalnych.**

Literatura w tym zakresie jest bardzo obszerna, a jeden z najbardziej znanych i cytowanych modeli opisujący podaż i popyt na mieszkania, a w szczególności ich powierzchnię, jest model D. DiPasquale i W.C. Wheatona [1992]. Bardziej rozwinięte modele rynku, które łączą podaż i popyt z gospodarką, to modele przedstawione przez K. Aoki i in. [2004] oraz P. Bajari i in. [2013]. Dla rynku polskiego można wymienić model popytu i podaży [Augustyniak i in., 2014], jak i model popytu uwzględniający niedoskonałości rynku kredytowego [Rubaszek, 2012; Rubaszek, Serwa, 2014]. J. Łaszek [2013] omawia problemy polityki mieszkaniowej w Polsce. A. Czerniak i M. Rubaszek [2016] pokazują, że dobrze rozwinięty rynek najmu w Europie pozwala ograniczać ryzyko finansowe, natomiast tam gdzie go praktycznie nie ma, znaczna część mieszkań nabywana jest na własność i finansowana kredytem. Analiza przeprowadzona przez H. Augustyniak i in. [2013] pokazuje, że w Polsce, jak i w reszcie Europy środkowo-wschodniej, dominują mieszkania własnościowe. Regresje pokazują, że wynika to zarówno ze słabo rozwinię-

tego rynku najmu, niskiego poziomu dobrobytu oraz niskiego poziomu odczuwanej stabilności ekonomii.

Na początku cyklu mieszkaniowego, który trwa od 2004 r., dominowały zakupy mieszkań własnościowych, które miały poprawić sytuację mieszkaniową właściciela. Jednak od około 2012 r. polski rynek mieszkaniowy zaczyna rozwijać się w kierunku rynku zachodniego. Powoli rośnie podaż mieszkań na wynajem, które zazwyczaj oferowane są przez indywidualnych inwestorów.

Popyt na mieszkania jest generowany przez osoby chcące zaspokoić swoje potrzeby mieszkaniowe, przez właścicieli-inwestorów, którzy zamierzają mieszkanie wynajmować oraz przez spekulantów, którzy mieszkanie chcą kupić tanio i drogo sprzedać. Jednak te różne rodzaje popytu nie są rozłączne, często są reprezentowane przez jedną i tę samą osobę. Ponadto, zachowania różnych nabywców wpływają na ceny i czynsze na rynku, przez co wpływają na zachowanie pozostałych uczestników rynku. Obecnie popyt mieszkaniowy w sześciu największych miastach w Polsce jest w dużej mierze generowany mieszkanką popytu własnościowego i inwestycyjnego, natomiast wobec prawie stabilnych cen, element spekulacyjny praktycznie nie działa. Jeżeli pojawi się znaczna liczba mieszkań na wynajem, przez co spadnie stawka czynszu, może to przełożyć się na spadek popytu własnościowego. Będzie można względnie tanio

zaspokoić potrzeby mieszkaniowe najmu-  
jąc mieszkanie. Spadnie też popyt inwe-  
stycyjny, czego konsekwencją będzie spa-  
dek cen mieszkań. Przedstawiony model  
pozwala lepiej zrozumieć zmiany cen na  
rynku pierwotnym.

Po przedstawieniu modelu teoretycz-  
nego, na rzeczywistych danych z rynku  
pierwotnego największych sześciu miast  
Polski pokazujemy, że popyt teoretyczny  
przekłada się bezpośrednio na obserwo-  
wane zmiany zakupów mieszkań. Prezen-  
tujemy również dla polityki mieszkanio-  
wej oraz makro-ostrożnościowej wnioski  
płynące z tej analizy.

### Analiza motywów popytu na mieszkanie

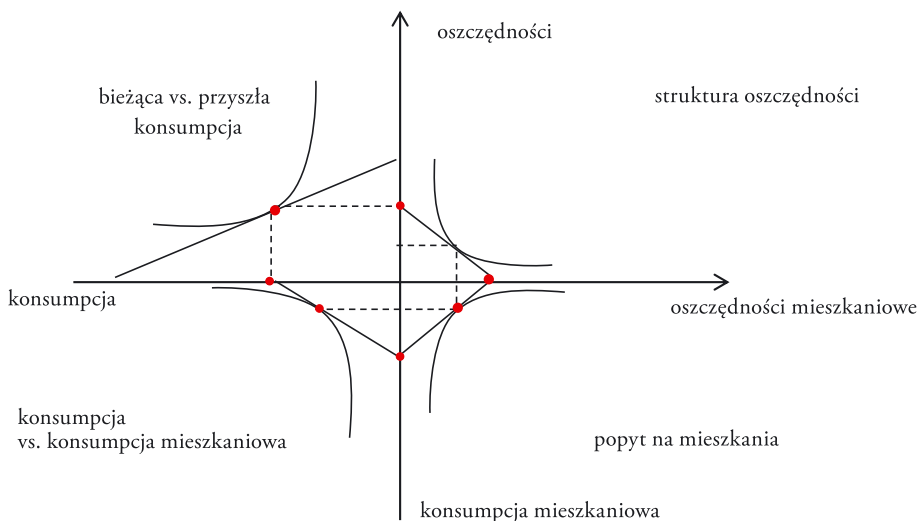
Analizując popyt mieszkaniowy opar-  
to się na podstawowych modelach mikro-  
ekonomicznych i finansowych oraz zwią-  
zanych z rynkiem nieruchomości mieszk-  
kaniowych. Są to modele: konsumenta,  
konsumpcji międzyokresowej oraz inwe-  
stora finansowego.

Zakup mieszkania to, z punktu wi-  
dzenia teorii ekonomii, złożona decyzja.  
Mieszkanie jest zawsze zarówno dobrem  
inwestycyjnym, aktywem, które można  
nabywać ze względu na dochody, jak też

składnikiem majątkowym generującym  
dla właściciela strumień usług konsump-  
cyjnych. Czysta konsumpcja mieszkanio-  
wa to użytkowanie mieszkania (własne-  
go lub najmowanego od osoby trzeciej),  
zaś czysty zakup inwestycyjny to zakup  
mieszkania na wynajem innym osobom  
lub w celu dalszej odsprzedaży. Gdy na  
rynku brak jest oferty mieszkań na wy-  
najem, potrzeby konsumpcyjne mogą być  
zaspokajane przez mieszkania własności-  
owe (*owner occupied housing* – OOH).

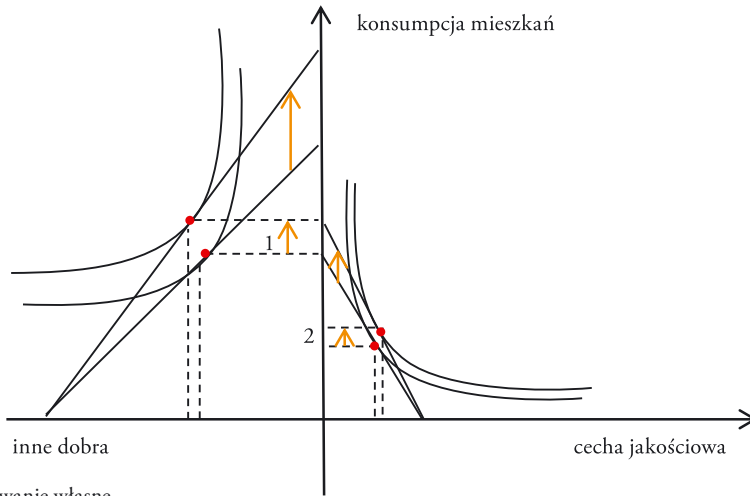
Inwestowanie w mieszkania nie jest też  
ograniczone do fizycznego zakupu miesz-  
kania, możliwe są inwestycje pośrednie  
w mieszkaniowe fundusze inwestycyjne  
czy w instrumenty dłużne zabezpieczono-  
ne mieszkaniami. Taki model inwesty-  
cyjny w Polsce dopiero się rozwija, moż-  
na jednak oczekiwać, że zacznie mieć  
w przyszłości istotny udział w rynku.  
W przeciwieństwie do inwestowania  
bezpośredniego, do funduszu można do-  
łączyć nawet z niewielkimi oszczędnoś-  
ciami. Należy jednak podkreślić, że taka  
inwestycja niesie za sobą różne ryzyka,  
co pokazały problemy funduszy nieru-  
chomości komercyjnych, głośne w latach  
2015-2016. W uproszczony sposób decy-  
zje mieszkaniowe prezentuje rysunek 1.  
Popyt na mieszkania reprezentowany jest  
w prawej, dolnej ćwiartce, jako suma po-

Rysunek 1 Popyt konsumpcyjny i inwestycyjny na mieszkania



Źródło: opracowanie własne.

## Rysunek 2 Wybór mieszkaniowy, na lewo – wybór dobra, na prawo – wybór cech mieszkania



Źródło: opracowanie własne.

pytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego. Rysunek pokazuje pozostałe, nierozłączne decyzje gospodarstwa domowego.

Gospodarstwo domowe podejmuje decyzję, ile oszczędzać, a ile wydać na zakup różnych dóbr (lewa, górna ćwiartka na rysunku 1). Po ustaleniu, ile gospodarstwo przeznacza na konsumpcję, trzeba rozłożyć wydatki pomiędzy wydatki mieszkaniowe (to może być spłata raty kredytu, ale też i czynsz płacony właścicielowi) oraz wydatki na konsumpcję pozostałych dóbr (lewa, dolna ćwiartka rysunku 1). Z kolei oszczędności lokuje się w typ mieszkania oraz w inne rodzaje oszczędności, takie jak lokaty, obligacje czy akcje (prawa, górna ćwiartka na rysunku 1).

Mieszkania nie są dobrami homogenicznymi, więc wartość użytkowa i rynkowa świadczonych usług, a w konsekwencji rynkowa wycena mieszkania jest uzależniona od ich cech fizycznych, takich jak jakość, wielkość i lokalizacja. Dodatkowo, przedmiotem wyceny są też prawa majątkowe (mieszkanie własnościowe lub spółdzielcze). Połączenie decyzji o wydatkach na mieszkanie oraz jego cechach pokazuje rysunek 2. W przypadku zakupu konsumpcyjnego będą brane pod uwagę głównie preferencje oraz potrzeby konsumenta i jego rodziny, przy zakupie zarobkowym dodatkowo uwzględnione

zostaną kwestie związane z ryzykiem, w tym z ryzykiem rynku.

Uczestników rynku mieszkaniowego można podzielić na trzy, częściowo rozłączne grupy: konsumenta, konsumenta z elementami zachowania inwestycyjnego oraz inwestora. Założono, że konsument optymalizuje swoją konsumpcję, ma ograniczone oszczędności i dlatego przy zakupie korzysta z kredytu hipotecznego. Inwestor optymalizuje zarówno swoją konsumpcję w czasie jak i decyzję o oszczędnościach, przy założonej funkcji preferencji międzyokresowych zależnie od wysokości stóp zwrotu z oszczędności. Natomiast koszyk aktywów optymalizuje biorąc pod uwagę zakładane stopy zwrotu, ich ryzyko i płynność. Odrębną grupą są inwestorzy liczący wyłącznie na wzrost wartości mieszkania, które chcą później odsprzedać drożej.

K. Aoki i in. [2004] przedstawiają model łączący podaż na mieszkania, ich produkcję oraz politykę monetarną, jednak ten model bardziej pasuje do rynku brytyjskiego lub niemieckiego. Ponadto, same mieszkania są w ich modelu częścią całej gospodarki, a model służy analizie transmisji polityki monetarnej. W przypadku Polski, udział transakcji kupna jest bardzo mały w stosunku do całego zasobu, który z przyczyn historycznych

jest w około 90 proc. w rękach właścicieli. Szczegółowa analiza tego zjawiska w Polsce i innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej znajduje się w artykule H. Augustyniak i in. [2013].

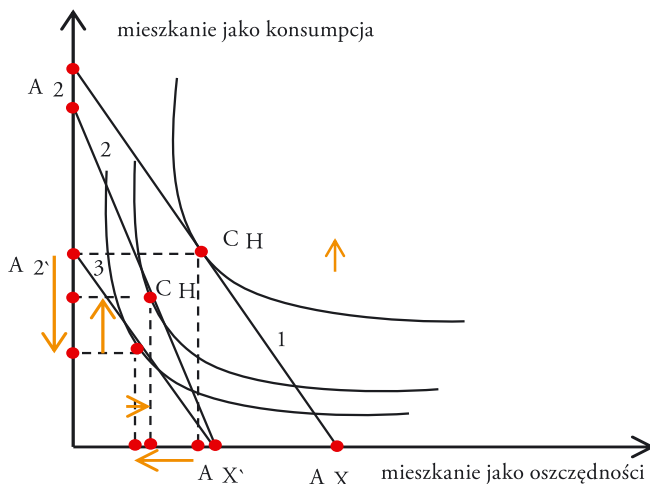
### Nabywca zaspokajający własne potrzeby mieszkaniowe

Czynnikami wpływającymi na decyzje konsumpcyjne są: wysokość dochodu (ograniczenie budżetowe), preferencje konsumenta (indywidualna krzywa użyteczności), cena strumienia usług mieszkaniowych oraz ceny pozostałych dóbr. Cena strumienia usług mieszkaniowych jest zbliżona do stosowanej w finansach kategorii kredytowej dostępności mieszkania czy zdolności kredytowej w odniesieniu do mieszkania. Kategoria ta określa, ile metrów mieszkania kupi konsument posługujący się kredytem hipotecznym przy danym dochodzie, cenach jednostkowych mieszkania, stopach procentowych, dostępnych instrumentach kredytowych i zapadalności kredytów. W praktyce konsument nie ma możliwości optymalnego wyboru w tym zakresie, ze względu na stosowane przez sektor bankowy regulacje i normy ostrożnościowe. Dotyczą one głównie wskaźnika *debt service to income ratio* – DSTI, to jest relacji spłaty kredytu do dochodu do dyspozycji. Uproszczony

model konsumenta na rynku przedstawia rysunek 3. Zmiany cen mieszkań, dochodów oraz stóp procentowych powodują zmiany popytu na mieszkania, przy czym ich elastyczność jest uzależniona od preferencji konsumenta. Preferencje mogą z kolei wpływać na mniejszą lub większą skłonność do konsumpcji mieszkaniowej, co będzie zależało między innymi od czynników demograficznych (np. większa liczba gospodarstw domowych). W ujęciu zagregowanym należy jeszcze uwzględnić czynniki ilościowe (migracje, zmiany liczby ludności).

W celu analizy zachowania nabywcy na polskim rynku zaczynamy od klasycznego konsumenta, który kupuje mieszkania OOH, w dużej mierze z wykorzystaniem kredytu. Dla uproszczenia abstrahujemy od decyzji intertemporalnych, a zainteresowanego czytelnika odsyłamy do artykułu J. Łaszek [2013]. Celem konsumenta jest maksymalizacja użyteczności ( $\max U(C,H)$ ) poprzez wybór odpowiedniej proporcji pomiędzy poziomem konsumpcji mieszkań ( $H_t$ ) oraz konsumpcji innych dóbr ( $C_t$ ). By móc porównywać użyteczność mieszkania oraz innych dóbr, uwzględniamy imputowany czynsz, obliczony jako wartość mieszkania  $p_t H_t$  pomnożoną przez współczynnik  $k$ , odzwierciedlający relację czynszów do cen  $k = \frac{R_t}{P_t}$ ,

Rysunek 3 Wybory konsumenta oraz inwestycyjny i konsumpcyjny popyt na mieszkanie



Źródło: opracowanie własne.

gdzie  $R_t$  to roczny czynsz [por. Bajari i in., 2013]. Przy pomocy czynszu imputowanego w funkcji użyteczności uwzględniamy fakt, że droższe mieszkanie niesie za sobą większą użyteczność, np. w formie lepszej lokalizacji czy standardu technicznego. Gdyby natomiast nie uwzględniono czynszu imputowanego, mieszkanie traktowane byłoby jak każde inne dobro konsumpcyjne, a wzrost cen powodowałby spadek popytu na nie, co stoi w ostrej sprzeczności z obserwacjami rynku. Kupujący mieszkanie dla siebie traktuje je też jako formę oszczędzania [por. Henderson, Ioannides, 1983; Łaszek, 2013], zatem interesuje go wzrost lub spadek wartości mieszkania w przyszłym okresie.

$$A = \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

Również badania R.M. Dunsky i J.R. Follain [1997], D.E. Somerville i in. [2010], L. Lambertini i in. [2012] oraz D.A. Salzman i R.C.J. Zwinkels [2013] wskazują, że konsumenci opierają swoje oczekiwania dotyczące przyszłych poziomów cen mieszkań na podstawie ostatnich obserwacji cen.

Funkcje użyteczności mieszkania OOH można opisać następującym wzorem:

$$U(C, H) = (\theta C^\mu + (1 - \theta) A^\gamma (kpH)^\mu)^{\frac{1}{\mu}}$$

Parametr  $\mu$  oznacza elastyczność substytucji pomiędzy konsumpcją mieszkania i innych dóbr, gdzie  $\varepsilon = 1 / (1 - \mu)$ . Natomiast parametr  $\theta$  to waga, którą przyjmuje użyteczność konsumpcji pozostałych dóbr w łącznej użyteczności. Konsument optymalizuje swój wybór, uwzględniając ograniczenie budżetowe:

$$b = rpH + C$$

Dochody (dla uproszczenia roczne) konsument rozkłada pomiędzy konsumpcją mieszkania  $H$  i pozostałych dóbr  $C$ . Koszt mieszkania, jeżeli finansowane jest kredytem, to roczna spłata kredytu, która w dużym uproszczeniu jest iloczynem stopy procentowej, ceny mkw. mieszka-

nia oraz jego powierzchni w mkw. Cena pozostałych dóbr została dla uproszczenia obliczeń sprowadzona do jedynki. Rozwiązanie tego problemu prowadzi do poniższej optymalnej substytucji konsumpcji mieszkania i innych dóbr:

$$\theta C^{\mu-1} rp = (1 - \theta) A^\gamma (kp)^\mu H^{\mu-1}$$

Gdy wstawimy ten warunek do ograniczenia budżetowego, otrzymujemy następujący optymalny popyt na mieszkanie i pozostałe dobra.

$$C = \frac{b}{1 + rp \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \frac{rp}{A^\gamma (kp)^\mu} \right)^{\frac{1}{\mu-1}}}$$

$$H = \frac{b}{rp + \left( \frac{1 - \theta}{\theta} \frac{A^\gamma (kp)^\mu}{rp} \right)^{\frac{1}{\mu-1}}}$$

Popyt na mieszkanie rośnie wraz ze wzrostem dochodów oraz ze spadkiem stóp procentowych. Cena mkw. mieszkania ma klasyczny ujemny wpływ na popyt mieszkaniowy, jednak jej szybki wzrost pozytywnie wpływa na popyt. Wy tłumaczenie tego zjawiska jest następujące. Po pierwsze, konsument może obawiać się dalszych wzrostów cen, przy których nie będzie go już stać na mieszkanie. Po drugie, wzrost wartości może wpływać pozytywnie na samopoczucie kupującego, jeżeli ten będzie oczekiwał dalszego wzrostu cen. Szczegółowa analiza jednoczesnego wzrostu cen przy wzroście dochodów została szczegółowo przebadana przez H. Augustyniak i in. [2014]. Przy szybkim wzroście dochodów mieszkania stają się dobrem relatywnie rzadkim i ich ceny rosną. Przy odwróceniu się tendencji, gdy w trakcie kryzysu dochody spadają, zjawisku temu często towarzyszy pęknięcie bańki cenowej i pojawia się nadmiar niesprzedanych mieszkań wystawionych na rynek. To z kolei przekłada się na spadek popytu mieszkaniowego.

Silna reakcja popytu na zmiany dochodów czy stóp procentowych wynika z du-

żego udziału mieszkań własnościowych i bardzo ograniczonego rynku najmu, który ułatwia mobilność pracowników, jak i pozwala zaspokoić potrzeby mieszkaniowe bez znacznego nakładu finansowego gospodarstwa domowego. Analiza ankietowa przeprowadzona przez A. Czerniaka i M. Rubaszkę [2017] pokazuje, że około jedna trzecia ankietowanych chciałaby wynajmować mieszkanie, gdyby rynek najmu był lepiej zorganizowany. Dobrze funkcjonujący rynek najmu, ze stabilnymi i względnie niskimi czynszami, przyczyni się do stabilizacji popytu, a co za tym idzie, stabilizacji systemu finansowego, który w dużej mierze finansuje zakup mieszkań.

### Inwestor kupujący mieszkanie w celu wynajmu

Zakładamy, że inwestor kupuje mieszkanie z oszczędności, ewentualnie małą część finansowania domyka przy pomocy kredytu. Nie inwestuje jedynie wtedy, gdy oczekiwany zwrot z tej inwestycji przewyższa jego koszty alternatywne oraz ewentualny koszt kredytu.

Oczekiwana stopa zwrotu może być opisana za pomocą równania:

$$E_t\{yield_{t+1}\} = E_t\left\{\frac{R_{t+1} + (1-\delta)P_{t+1}}{P_t}\right\}$$

Przy czym, jak wcześniej zdefiniowaliśmy,  $R_t$  to roczny czynsz, a  $P_t$  i  $P_{t+1}$  to średnia rynkowa cena mkw. mieszkania dzisiaj i w kolejnym roku. Wynajmujący mieszkanie liczy się z tym, że najemca może coś uszkodzić, poza tym dochodzi do deprecjacji moralnej (mieszkania w lepszych lokalizacjach, ciekawsze, itp.), dlatego wartość mieszkania po roku ulega deprecjacji o parametr  $0 < \delta < 1$ . Koszt inwestora to, jak wspomniano, alternatywne koszty, które mógłby uzyskać chociażby z lokaty w banku. Obliczmy je jako wielkość oszczędności  $S_t$  razy stopę depozytową  $i$ . Koszt ewentualnego kredytu

obliczane są jak w przypadku zwykłego nabywcy na własność, wartość kredytu  $D_t$  mnożona jest przez stopę kredytową  $r$ . Koszt mieszkania dla inwestora wynajmującego wynosi zatem:

$$koszt = i S_t + r D_t$$

Zakładając, że inwestor jest neutralnie nastawiony do ryzyka, inwestuje w mieszkanie na wynajem wyłącznie wtedy, gdy oczekiwany zysk przekracza znany koszt, to jest wtedy, gdy:

$$E_t\left\{\frac{R_{t+1} + (1-\delta)P_{t+1}}{P_t}\right\} > i S_t + r D_t$$

### Inwestor oczekujący na wzrost wartości mieszkania

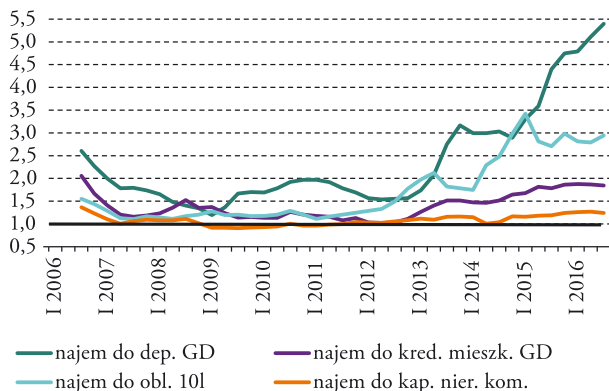
Czynnikiem wpływającym na inwestora spekulacyjnego jest wzrost cen mieszkań. Zakup mieszkania ma sens, gdy przewidywany wzrost ceny pokryje koszty zakupu, utrzymania mieszkania oraz koszty wejścia i wyjścia z transakcji. Odmienne oceny ryzyka spadku cen będą generowały odmienną ocenę ryzyka inwestycji i odmiennie zachowania poszczególnych inwestorów.

Podobnie, jak w przypadku inwestora wynajmującego, inwestor liczący na wzrost wartości mieszkania kupuje mieszkanie z oszczędności, ewentualnie małą część finansowania domyka kredytem. Nie otrzymuje dochodu z tytułu wynajmu, gdyż go nie wynajmuje, bo chce szybko sprzedać mieszkanie. Jednocześnie mieszkanie nie ulega znacznej deprecjacji. Oczekiwany zysk tego inwestora można w dużym skrócie opisać jako:

$$E_t\{yield_{t+1}\} = E_t\left\{\frac{P_{t+1}}{P_t}\right\}$$

Koszty zakupu są te same, co w przypadku inwestora wynajmującego, zatem inwestor spekulacyjny wchodzi w inwestycje jedynie, gdy:

$$E_t\left\{\frac{P_{t+1}}{P_t}\right\} > i S_t + r D_t$$

Rysunek 4 **Opłacalność wynajmu mieszkania na rynku pierwotnym w 6M**

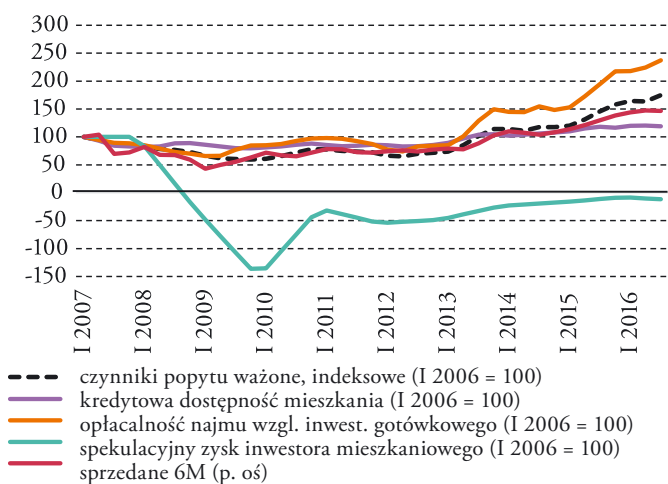
Źródło: NBP, REAS.

Można założyć, że inwestorzy wynajmujący i inwestorzy spekulacyjni będą finansowali zakup mieszkania w większym zakresie gotówkowo, zakupy własnościowe zaś będą finansowane z przewagą kredytu. Generalnie jednak wzrost zakupów inwestycyjnych będzie powodował wzrost udziału środków własnych w finansowaniu mieszkań.

### Wskaźnikowa analiza popytu mieszkaniowego

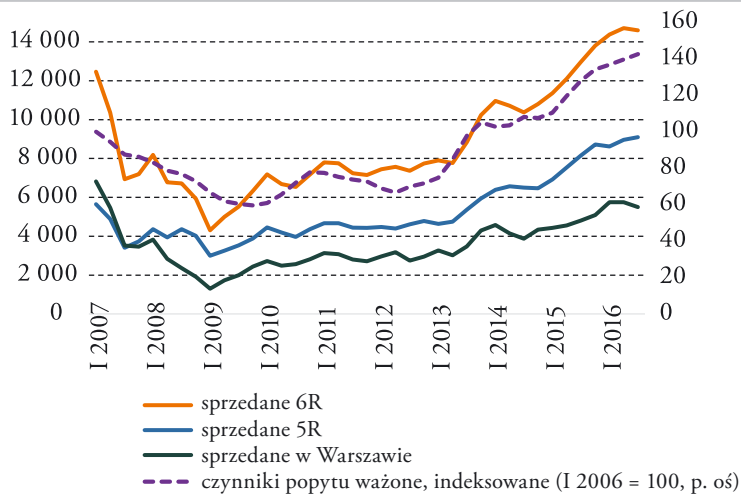
Posługując się analizą wskaźnikową, stosowaną w NBP [2016] pokazujemy, że oszacowany popyt własnościowy i inwestycyjny przekłada się bardzo silnie na zmiany rzeczywiście sprzedanych mieszkań na rynku pierwotnym w sześciu największych miastach Polski (dalej 6M).

Opłacalność wynajmu mieszkania (średnia w 6M), w porównaniu do utrzymywania środków na depozytach, 10-letnich obligacjach skarbowych oraz stóp kapitalizacji nieruchomości komercyjnych (biur i pow. handlowych) lub skorzystania z kredytu mieszkaniowego, we wszystkich przypadkach jest obecnie wyższa od inwestowania kapitału w inne inwestycje (rysunek 4). Należy podkreślić, że od około połowy 2015 r. najmowanie mieszkania od jego właściciela jest około 1,8 razy droższe niż spłata kredytu. Najem jest także nieopłacalny w sensie ekonomicznym, gdyż po spłacie kredytu nabywca staje się właścicielem mieszkania, a najemca nie ma takiej własności. Analiza ta nie uwzględnia jednak wysokich kosztów transakcyjnych na rynku

Rysunek 5 **Szacunek popytu mieszkaniowego na rynku pierwotnym w 6M**

Źródło: NBP, REAS.

## Rysunek 6 Popyt mieszkaniowy (rzeczywisty i szacowany) i jego składowe na rynku pierwotnym w 6M



Źródło: NBP, REAS.

mieszkaniowym oraz potencjalnie długiego czasu wychodzenia z takiej inwestycji.

Szacunek popytu mieszkaniowego na rynku pierwotnym (dalej RP) w 6M (rysunek 5) składający się w 60 proc. z popytu konsumenckiego (kredytowa dostępność), w 30 proc. z opłacalności wynajmu mieszkania i w 10 proc. ze spekulacyjnego zysku inwestora (wagi oszacowane ekspercko, indeks jest średnią ruchomą z dwóch kolejnych kwartałów) potwierdza istotną i rosnącą od połowy 2013 r. rolę opłacalności wynajmu mieszkania. Można wiązać to z niskim historycznie poziomem oprocentowania depozytów.

Szacunki te potwierdza wysoka liczba sprzedanych mieszkań przy porównaniu do kształtu krzywej szacunkowej ważonych czynników popytu mieszkaniowego na RP w 6M (rysunek 6). Należy jednak pamiętać, że są to mieszkania należące do właścicieli prywatnych, a nie te będące w państwowym zasobie mieszkań na wynajem.

### Wnioski

Przedstawiona w artykule analiza pozwala oszacować popyt mieszkaniowy na pierwotnym rynku mieszkaniowym sześciu największych miast Polski. Mieszkanie jest dobrem zarówno konsumpcyj-

nym, jak i inwestycyjnym, co na pierwszy rzut oka może sugerować, że analiza tego rynku jest skomplikowana. Jednak popyt na mieszkania można rozbić na popyt czysto własnościowy, połączony z formą lokowania oszczędności, na formę aktywnego inwestowania w nieruchomości generującego dochody z czynszów oraz spekulację, polegającą na zakupie i oczekiwaniu wzrostu cen w przyszłości. Te trzy rodzaje popytu wpływają na siebie, a w przypadku małego zasobu na wynajem potęgują się. Prosta analiza wskaźnikowa pozwala oszacować przyszły popyt, wynikający ze zmiany stóp procentowych oszczędności i kredytów oraz oczekiwanych czynszów. W obliczu wciąż bardzo małego zasobu mieszkań na wynajem w dużych miastach Polski, osoba chcąca zaspokoić swoje potrzeby mieszkaniowe jest na płaszczyźnie ekonomicznej „zmuszana” do kupna – czynsz jest na zbliżonym poziomie co miesięczna rata kredytu albo go wręcz przewyższa. Gdy dochody rosną, rośnie popyt na mieszkania, co przekłada się na wzrost cen. To z kolei zachęca inwestora spekulacyjnego do wejścia na rynek, który znów przyczynia się do dalszego wzrostu cen. Rozwiązaniem tego problemu jest rozwój dobrze funkcjonującego, profesjonalnego rynku najmu.



### Bibliografia:

1. Aoki K., Proudman J., Vlieghe, G. [2004], *House prices, consumption, and monetary policy: a financial accelerator approach*, "Journal of financial intermediation", No. 13(4), 414-435.
2. Augustyniak H., Łaszek J., Olszewski K., Waszczuk J. [2013], *To rent or to buy – analysis of housing tenure choice determined by housing policy*, „Ekonomia”, nr 33, p. 31-54.
3. Augustyniak H., Łaszek J., Olszewski K., Waszczuk J. [2014], *Modelling of Cycles in the Residential Real Estate Market*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 2, s. 63-77.
4. Bajari P., Chan P., Krueger D., Miller D. [2013], *A dynamic model of housing demand: estimation and policy implications*, "International Economic Review", No. 54, p. 409-442.
5. Burnham J.B. [1972], *Private Financial Institutions and the Residential Mortgage Cycle, with Particular Reference to the Savings and Loan Industry*, in: *Ways To Moderate Fluctuations in Housing Construction*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
6. Czerniak A., Rubaszek M. [2016], *Znaczenie prywatnego rynku najmu nieruchomości dla stabilności makroekonomicznej krajów strefy euro*, „Materiały i Studia”, nr 325, Narodowy Bank Polski.
7. Czerniak A., Rubaszek M. [2017], *Kupić czy wynająć? Opis wyników ankiety na temat preferencji Polaków dotyczących struktury własnościowej użytkowanych mieszkań*, „Bank i Kredyt”, w druku.
8. DiPasquale D., Wheaton W.C. [1992], *The markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework*, "Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association", Vol. 20, 181-197.
9. Dunsky R.M., Follain J.R. [1997], *The demand for mortgage debt and the income tax*, "Journal of Housing Research", Vol. 8, p. 155-199.
10. Henderson J.V., Ioannides Y.M. [1983], *A Model of Housing Tenure Choice*, "The American Economic Review", Vol. 73(1), p. 98-113.
11. Lambertini L., Mendicino C., Punzi M.T. [2012], *Expectations-Driven Cycles in the Housing Market*, Bank of Finland Research Discussion Paper, No. 2.
12. Łaszek J. [2013], *Mieszkanie w teorii konsumenta*, Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2012 r., artykuł nr 3, NBP, Warszawa.
13. Łaszek J. [2015], *Co nowego wiemy o mieszkaniach?*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 2, s. 48-57.
14. NBP [2016], *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2016 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
15. Rubaszek M. [2012], *Mortgage down-payment and welfare in a life-cycle model*, „Bank i Kredyt”, nr 43(4), s. 5-28.
16. Rubaszek M., Serwa D. [2014], *Determinants of credit to households: An approach using the life-cycle model*, "Economic Systems", No. 38(4), p. 572-587.
17. Salzman D.A., Zwinkels R.C.J. [2013], *Behavioural Real Estate*, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 13-088/IV/DSF58.
18. Somerville D.E., Borgersen T.-A., Wennemo T. [2010], *Endogenous housing market cycles*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 34, p. 557-567.

Artykuł przedstawia poglądy autorów i nie powinien być traktowany jako stanowisko Narodowego Banku Polskiego.

Dr hab. **Jacek Łaszek**, prof. SGH, Instytut Rynków i Konkurencji, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie oraz Departament Stabilności Finansowej NBP.

Dr **Krzysztof Olszewski**, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie oraz Departament Stabilności Finansowej NBP.

Mgr **Hanna Augustyniak**, Departament Stabilności Finansowej NBP.