Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa

PIOTR MASIUKIEWICZ, PAWEŁ DEC

Czynniki kreacji bańki cenowej na rynku nieruchomości

Counterparts to price bubble in the property market

Słowa kluczowe: bańka cenowa, czynniki behawioralne, kryzys

Key words: price bubble, behavioral factors, financial crisis

Wstęp

Bańki cenowe są wyjątkowo ważnymi zjawiskami w analizie kryzysów finansowych, ponieważ niejednokrotnie stanowią podłoże takich kryzysów. Analiza istoty baniek cenowych wymaga krytycznego przeglądu i oceny wpływu poszczególnych czynników na to zjawisko. Można postawić tezę o szczególnie ważnej roli czynników behawioralnych. W praktyce występują także przypadki zarażenia bańką cenową poprzez kanały międzynarodowe. Główny cel artykułu to przegląd czynników kreujących bańki cenowe i efekt zarażenia oraz analiza szczególnej roli czynników behawioralnych na rynku nieruchomości.

1. Aspekty teoretyczne bańki cenowej

Bańka cenowa występuje w sytuacji, gdy ceny aktywów nie pozostają w żadnym związku z ich wartością. Bańki powstają wskutek irracjonalnej euforii. Według Ch. Kindlebergera jest to gwałtowny i ciągły wzrost cen aktywów, który kreuje oczekiwania dalszego ich wzrostu, przyciągając tym samym nowych inwestorów,

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

zainteresowanych zyskami kapitałowymi [Kindleberger, 1999]. G. Akerlof i R. Shiller wskazują wręcz na „zwierzęce instynkty", które leżą u podstaw decyzji inwestorów i powodują nieracjonalność tych decyzji na rynku, co jest m.in. przyczyną baniek cenowych [Akerlof i inni, 2009]. Zdaniem autorów bańkę cenową można określić jako akcelerację dynamiki cen w oderwaniu od wartości fundamentalnej aktywów oraz towarzyszących zakłóceń elastyczności popytu. Bańki cenowe są determinowane instytucjonalizacją norm społecznych, gdy ludzie obserwują i przejmują zachowanie innych [Levine, 2008, s. 5]. Istniejące wyjaśnienia naukowe dotyczące ograniczonej racjonalności poszczególnych osób wydają się niewystarczające, aby móc jednoznacznie określić istotę i znaczenie baniek cenowych.

N. Roubini i S. Mihm wprowadzają pojęcie negatywnej bańki spekulacyjnej, która powstaje po okresie boomu cenowego zakończonego pęknięciem bańki i ostrym spadkiem cen [Roubini i inni, 2010, s. 63]. System finansowy stał się podatny na działanie samowzmacniającego się cyklu przymusowej likwidacji aktywów, który pociągał za sobą dalszy wzrost niestabilności i spadek cen aktywów [Krugman, 2008, s. 153]. Do problemu bańki na rynku nieruchomości należy podchodzić nie jako do przypadkowego zawodu rynkowego, ale jako do konsekwencji złego prawodawstwa i nieodpowiednich sygnałów ekonomicznych, rozprzestrzenianych na całym świecie [Stiglitz, 2010]. G. Akerlof i R. Shiller wskazują na ważne czynniki akceleracji kryzysu wywołanego bańką cenową – sprzężenia zwrotne cen i dochodów wzmacniane sprzężeniem lewarowania oraz cyklem dźwigni finansowej [Akerlof, 2009, s. 179].

2. Czynniki kreacji nadwartości na rynku

Analiza czynników politycznych pozwala wyodrębnić dwie grupy podmiotów kreujących nadmierny popyt, tj. instytucji publicznych, z rządem na czele, oraz instytucji kredytowych – z bankiem centralnym. Ich decyzje tworzyły popyt niemożliwy do zaspokojenia [White, 2009; Wadhwani, 2008]. Przed kryzysem *subprime* w USA działał cały system instytucjonalnego wsparcia klientów indywidualnych, a banki stworzyły system łatwego i taniego kredytu, na który składały się niskie stopy procentowe, gwarancje kredytowe, karencja spłaty rat i odsetek, restrukturyzacja zadłużenia, kredyt konsolidacyjny oraz system refinansowania dla banków. Między innymi sekurytyzacja kredytów uniemożliwiła ich restrukturyzację w drodze porozumień z poszczególnymi kredytobiorcami. Ujemne czynniki kryzysu to także polityka pieniężna i nadzorcza nad bankami. Negatywną rolę mogą odgrywać same banki centralne, wspierając tworzenie baniek cenowych – na przykład działania FED w czasie narastania bańki spekulacyjnej na rynku akcji firm internetowych [Roubini i inni, 2010, s. 97]. W USA wszyscy oczekiwali dalszego wzrostu cen mieszkań, mimo że coraz większej części społeczeństwa *de facto* już nie było stać na zakup [Krugman, 2012, s. 150]. Jak to się dzieje, że mimo wzrostu cen zwiększa

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

się też popyt na rynku? Dlaczego nie działa prawo elastyczności cenowej popytu? Duże znaczenie dla wyjaśnienia tego zjawiska ma efekt kompensacji [Masiukiewicz, 2002]. W przypadku mieszkań – jeżeli cena nabycia (wraz z kosztem kredytu) jest niższa niż możliwa późniejsza cena sprzedaży – nabywca zrealizuje zysk na transakcji sprzedaży w związku z rosnącymi cenami, uzyskując wysoką stopę zwrotu. Na ten efekt kompensacji nakłada się zwykle elastyczność dochodowa popytu oraz czynniki behawioralne, np. optymizm co do zatrudnienia, wzrostu dochodu i inne.

W kryzysie *subprime* wystąpiło zjawisko irracjonalnego przeniesienia popytu z innych aktywów na nieruchomości (także jako formy tezauryzacji kapitału). Przeniesienie popytu przez klientów lub inwestorów na inne niż dotychczas preferowane aktywa jest procesem stale pojawiającym się na rynkach finansowych. G. Akerlof i R. Shiller wskazują, że w kryzysie *dotcom* ludziom znudziły się rynki kapitałowe „i postanowili się z nich wycofać, przenosząc swoje środki na bezpieczniejsze inwestycje, takie jak nieruchomości". Było to widoczne w badaniach prowadzonych wśród inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych [Akerlof i inni, 2009, s. 58].

Badania w obszarze finansów behawioralnych pokazały kilka scenariuszy powstawania i pęknięcia bańki cenowej oraz jej skutków w różnych sektorach gospodarki [Fox, 2009, s. 175]. Zwraca się w nich uwagę na fundamentalną rolę irracjonalnej euforii, sprzężenia zwrotnego oraz wielu innych czynników behawioralnych w tym obszarze. Efekt sprzężenia zwrotnego doprowadza do takiej dynamiki cen, iż tracą one wszelkie racjonalne uzasadnienie i rosną w zawrotnym tempie, aż do krachu. Zidentyfikowano szereg czynników akceleracji mechanizmu sprzężenia zwrotnego. Jednym z nich jest inklinacja egotystyczna, tj. skłonność inwestorów do upatrywania przyczyn wzrostu swoich dochodów w czasie boomu nie w tym, iż równolegle z innymi inwestorami pompują bańkę cenową, lecz w swojej wyjątkowej wiedzy i przenikliwości [Hirshleiferi i inni, 1998, s. 1839].

Reasumując, na czynniki behawioralne tworzenia baniek wskazuje wielu autorów i wydaje się, że istnieje podstawowa grupa czynników akceleracji kryzysu, która kreuje bańkę cenową [Hott, 2011]. Do tych czynników na rynku nieruchomości należy zaliczyć potrzebę posiadania wyróżnika sukcesu, tj. dobrego mieszkania (domu), nadmierny optymizm co do dochodów, wiarę w trend wzrostu cen, zaufanie do banków oraz mnożnik zaufania na rynku, indeks nastrojów konsumentów, iluzję pieniężną, przewidywania inflacyjne, asymetrię informacji, zachowania stadne, presję otoczenia, błędną rachunkowość mentalną i inne.

3. Zjawiska zarażenia bańką cenową

3.1. Przykład Dubaju

Realizując cel dywersyfikacji gospodarki, w Dubaju rozwinięto inwestycje w sektorze nieruchomości. W latach 2004–2008 zobowiązania wobec zagranicz-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

nych banków, jak również dług krajowy w stosunku do PKB zwiększyły się ponaddwukrotnie. Od 2004 roku firma Dubai Inc., dominująca w gospodarce emiratu i wspierana przez władze, finansowała inwestycje w nieruchomości mieszkalne oraz w inną działalność poprzez kredyty zagraniczne. Stymulowano także popyt (w tym z zagranicy) na nieruchomości. Konsekwencją tego był popyt na infrastrukturę oraz wzrost cen w sektorze nieruchomości, a w konsekwencji także znaczące zwiększenie zadłużenia wielu firm. W efekcie pojawiła się bańka spekulacyjna w sektorze nieruchomości [Thomson, 2010; Blanchi, 2009]. Na jej pęknięcie duży wpływ miały czynniki behawioralne. Po sześciu latach wzrostu cen nieruchomości rynek budowlany Dubaju stanął w obliczu kryzysu, który rozpoczął się pod koniec 2008 roku – ceny mieszkań spadły. Bańka na rynku nieruchomości była w Dubaju szczególnie napompowana – tylko między rokiem 2003 a 2007 ceny nieruchomości wzrosły o 226% [Roubini i inni, 2010, s. 154]. Dlatego jej pęknięcie w połowie 2008 roku spowodowało spadek cen nieruchomości oraz zmniejszenie popytu [Cummins, 2009; Lohqde i inni, 2009].

Struktura narodowościowa nabywców nowych mieszkań kształtowała się następująco: Europejczycy stanowili 20% nabywców, Arabowie 28%, Azjaci 40% oraz Irańczycy 12%. Inwestorzy zagraniczni ulegli w okresie kryzysu *subprime* zachowaniom stadnym i masowo wycofywali się z inwestycji. Straty w wyniku krachu poniosły bezpośrednio banki, gdyż to one były prawnymi właścicielami nieruchomości. W Dubaju ceny nieruchomości w porównaniu do okresu szczytowego spadły aż o 60%, a w Abu Zabi – o 45%. Załamanie na rynku nieruchomości doprowadziło do wysokich strat dwa największe banki Zjednoczonych Emiratów Arabskich. Przetrwały one jednak dzięki pakietom ratunkowym udzielonym przez rząd (pożyczki o wartości 10 mld dolarów).

Przykładem konsekwencji znaczących związków z rynkiem nieruchomości była działalność Dubai Islamic Bank. W 2010 roku segment bankowości hipotecznej odnotował stratę netto rzędu 1,15 mld AED, a w 2009 roku 354,1 mln AED. Duża część portfolia inwestycyjnego banku była ulokowana w nieruchomościach, co też miało negatywny wpływ na wynik finansowy w tym segmencie. DIB poniósł znaczne koszty pęknięcia bańki spekulacyjnej na tym rynku; była to wymuszona przez rząd akcja ratunkowa.

3.2. Bańka cenowa na rynku nieruchomości w Polsce

W Polsce w latach 2004–2010 występowała bańka cenowa na rynku nieruchomości. Sytuacja na rynku w poprzedniej dekadzie przypominała tę na rozwiniętych rynkach, chociażby w Europie Zachodniej. Jako główne przyczyny wystąpienia bańki cenowej w Polsce wymieniano przede wszystkim czynniki fundamentalne (np. rola systemu finansowego, niedobór mieszkań, odłożona konsumpcja mieszkań), a także te mające charakter wyłącznie spekulacyjny. To spowodowało gwałtowny

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

wzrost cen mieszkań w Polsce w latach 2004–2007. Średnie cena transakcyjna 1 m^2 w Warszawie wynosiła w 2004 roku niecałe 4 tys. zł, podczas gdy w 2007 roku sięgała już 9 tys. zł. Z kolei we Wrocławiu ceny transakcyjne wzrosły z ok. 3 tys. zł za m^2 w 2004 roku do powyżej 6 tys. zł. Wzrost cen zatem nie tylko przekraczał dynamikę inflacji, ale także wzrost średniego wynagrodzenia w Polsce w analizowanym okresie. W latach 2004–2007 ponadtrzykrotnie zwiększyła się kwota udzielanych kredytów hipotecznych ogółem (z 35 mld w 2004 roku do 192 mld w 2008). Analiza wolumenu udzielanych kredytów hipotecznych w Polsce ze względu na rodzaj waluty wskazuje, że dynamika udzielanych kredytów wynikała ze wzrostu kredytów walutowych. Wpływ na to miały malejące stopy procentowe, dostępność kredytów oraz wzrost dochodów. Banki obniżały marże kredytowe, zmniejszały wymagania dotyczące zdolności kredytowej czy wreszcie przeprowadzały wielkie kampanie promocyjne. Nastąpił również szybki rozwój sieci finansowych pośredników, którzy niewątpliwie odgrywali aktywną rolę w kreowaniu popytu na kredyty mieszkaniowe. Te czynniki spowodowały akcelerację wzrostu cen mieszkań. Przyciągało to nie tylko wielu zagranicznych deweloperów, ale również instytucjonalnych i prywatnych inwestorów, którzy chcieli uzyskać ponadprzeciętną stopę zwrotu. Tendencje cenowe na polskim rynku nieruchomości w latach 2004–2009 zdecydowanie odbiegały od długookresowego trendu, stąd można stwierdzić, że była to klasyczna bańka cenowa [NBP, 2010, s. 35]. Wzrost cen nie wynikał wyłącznie z czynników fundamentalnych, bowiem dużą rolę odegrały czynniki spekulacyjne i behawioralne, determinujące decyzje inwestorów i klientów [Główka, 2012, s. 186]. Według niektórych szacunków popyt spekulacyjny mógł sięgnąć nawet 15–20% wszystkich nabywanych wówczas mieszkań.

4. Rola czynników behawioralnych w kreacji bańki

Autorzy przeprowadzili badanie ankietowe na temat roli czynników behawioralnych w kreacji baniek cenowych. Przeszło 85% ankietowanych stwierdziło, że lokowanie oszczędności w nieruchomościach jest współcześnie dobrą inwestycją – pomimo kryzysu i spadku cen mieszkań nadal wiele osób uważa, że inwestycja w nieruchomości jest nie tylko bezpieczna, ale również rokuje szanse na przyszłe zyski. Potwierdzenie stanowi odpowiedź na drugie pytanie – 43% respondentów wskazało, że zainwestowałoby w dodatkowe nieruchomości, a tylko 16% wymieniło giełdowe papiery wartościowe (tabela 1).

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

Tabela 1. Preferencje inwestowania oszczędności

Lp.	Wyszczególnienie	% odpowiedzi
1.	Czy uważa Pan(i), że obecnie lokowanie oszczędności w zakup nieruchomości jest dobrą inwestycją?	
	Tak	85,81
	Nie	14,19
2.	Jeżeli miał(a)by Pan(i) znaczące oszczędności, to zainwestował(a)by w:	
	nieruchomości dodatkowe	42,57
	giełdowe papiery wartościowe	16,22
	obligacje skarbowe	7,43
	lokaty bankowe	6,76

Źródło: opracowanie własne.

Ponad 45% badanych stwierdziło, że dokona zakupu nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny nieruchomości na rynku powoli zaczną rosnąć, a tylko 20% wówczas, gdy ceny te będą szybko spadać. Świadczy to o istotnym wpływie czynnika behawioralnego na podejmowanie decyzji zakupu przez potencjalnych nabywców, a presja na wzrost cen i oczekiwanie ich dalszego wzrostu mogą być silniejsze od racjonalnej oceny opłacalności danej inwestycji (tabela 2).

Tabela 2. Cenowe czynniki sytuacyjne dotyczące decyzji o inwestowaniu w nieruchomości

Lp.	Wyszczególnienie	% odpowiedzi
1.	Jeśli zdecyduje się Pan(i) na zainwestowanie oszczędności w nieruchomość dodatkową, to kiedy dokona Pan(i) inwestycji:	
	Kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają powoli rosnąć	45,27
	Ceny nieruchomości na rynku zaczynają szybko spadać	20,27
	Kiedy ceny nieruchomości na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian	12,84
2.	Jeżeli kupił(a) Pan(i) nieruchomość dodatkową w celu lokaty oszczędności, to w jakiej sytuacji na rynku nieruchomości dokonał(a)by jej sprzedaży:	
	Kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają szybko rosnąć	34,46
	Ceny nieruchomości na rynku zaczynają powoli spadać	23,65
	Kiedy ceny nieruchomości na rynku przez dłuższy czas pozostają bez zmian	15,54

Źródło: opracowanie własne.

Znaczna liczba respondentów (ponad 34%) stwierdziła, że dokona sprzedaży nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny na rynku nieruchomości będą szybko rosnąć, a prawie 24% wtedy, kiedy te ceny zaczęłyby powoli spadać.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

Tabela 3. Preferencje decyzyjne w sytuacji kryzysowej

Lp.	Wyszczególnienie	% odpowiedzi
1.	Jeżeli w wyniku kryzysu wiele osób zaczyna sprzedawać na rynku zakupione wcześniej nieruchomości, to jaką decyzję podejmie Pan(i), mając także nieruchomość dodatkową (jako lokatę oszczędności):	
	Także sprzedam swoją nieruchomość, bez względu na cenę	10,14
	Czasowo wstrzymam się z decyzją, zasięgając porady doradcy ds. nieruchomości	49,32
	Nie podejmę żadnych działań	39,19
2.	Jeżeli kupił(a) Pan(i) nieruchomość dodatkową finansowaną poprzez zaciągnięcie kredytu w banku, to w sytuacji szybkiego i znacznego spadku cen na rynku nieruchomości, jaką podejmie Pan(i) decyzję:	
	Sprzedam taniej nieruchomość i zwrócę kredyt z dopłatą brakującej kwoty z własnych środków	15,54
	Wystąpię do sądu o ogłoszenie tzw. upadłości konsumenckiej wobec mojej osoby w celu niespłacenia części kredytu	9,46
	Będę dalej spłacał(a) raty kredytowe – oczekując poprawy koniunktury na rynku nieruchomości	43,92
	Wystąpię do banku o restrukturyzację zadłużenia kredytowego	24,32

Źródło: opracowanie własne.

Pytania na temat zachowania respondentów w sytuacji sprzedaży wielu mieszkań na rynku wskazują, że prawie 50% osób postąpi inaczej i wstrzyma się z decyzją (wskazując potrzebę konsultacji z ekspertem lub czekając na odwrócenie trendu). Sprzedaż taniej nieruchomości i upadłość konsumencka to działania sprzyjające pęknięciu bańki cenowej.

Zakończenie

Ograniczenie możliwości wystąpienia baniek cenowych, a w konsekwencji kryzysów finansowych leży w interesie tak rządów, banków centralnych, jak i samych klientów. Ci ostatni bowiem przede wszystkim ponoszą koszty kryzysu. Na strategię prewencji kryzysowej w skali tak krajowej, jak i międzynarodowej powinny składać się następujące działania:

- ograniczenie instytucjonalnego wsparcia ze środków publicznych dla nabywców komercyjnych mieszkań, a w zamian wzmocnienie budownictwa socjalnego,
- stworzenie bazy danych o cenach, wolumenie sprzedaży, kredytach i stopach procentowych na rynku nieruchomości,
- stworzenie systemu monitoringu rynku nieruchomości, m.in. na podstawie wskaźników MFW,
- wydanie zaostrzonych rekomendacji Międzynarodowego Komitetu Nadzoru Bankowego w Bazylei dotyczących zarządzania ryzykiem kredytów hipotecznych,
- rozwój systemu edukacji finansowej społeczeństwa.

Rynki nieruchomości charakteryzuje podatność na nieracjonalne zachowania, na co wskazują doświadczenia wielu kryzysów. Podjęte w Polsce działania, takie jak

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:21:25

uchwalenie ustawy regulującej działalność deweloperów czy wydanie przez KNF Rekomendacji T dla banków, inicjatywy ZBP (baza Amron, działania edukacyjne), sprzyjają pewnej stabilizacji rynku.

Bibliografia

1. Akerlof G.A., Shiller R.J., *Animal Spirits*, Princeton University, 2009.
2. Allen F., Gale D., *Understanding Financial Crises*, Oxford University, New York 2007.
3. Cummins Ch., *Dubai Crisis Shakes Markets*, "The Wall Street Journal" 2009, November 27.
4. Fox J., *Myth of the Rational Market*, Harper Business, New York 2009.
5. Główka G., *System finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Doświadczenia i kierunki zmian*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012.
6. Hirshleifer D.K., Subramanyam A., *Investor Psychology and Security Market Under- and Over-reactions*, "Journal of Finance" 1998, no. 53.
7. Hott C., *Lending Behavior and Real Estate Prices*, "Journal of Banking and Finance" 2011, vol. 36, no. 9.
8. Khamis M., Senhadji A., *Impact of the Global Financial Crisis on the Gulf Cooperation Council Countries and Challenges Ahead*, International Monetary Fund, Washington 2010.
9. Kindleberger Ch., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG, Warszawa 1999.
10. Krugman P., *Powrót recesji. Kryzys roku 2008*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
11. Levine S.S., Zajac E.J., *The Institutional Nature of Price Bubbles*, Working Paper, Columbia University and Northwestern University, Kellogg School of Business, 2008.
12. Masiukiewicz P., *Efekt kompensacji*, „Bank" 2002, nr 2.
13. Masiukiewicz P., *Ryzyko dużych banków. Perspektywa Polski*, CeDeWu, Warszawa 2012.
14. *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2002–2009*, NBP, Warszawa 2010.
15. Roubini N., Mihm S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Press, 2010.
16. Stiglitz J., *Freefall – jazda bez trzymanki*, PTE, Warszawa 2010.
17. Thomson A., *Dubai Holding Hires Advisers*, "The Wall Street Journal" 2010, May 11.
18. Wadhwani S., *Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate*, "National Institute Economic Review" 2008, no. 206.
19. White L.H., *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, "The Cato Journal" 2009, vol. 29, no. 1.

Counterparts to price bubble in the property market

The paper is to present the essence of price bubbles, which are extremely important phenomena in the analysis of financial crises. They are often ground such crises.. The analysis of price bubbles being first of all requires a critical review and evaluation of the impact of various factors on this phenomenon. The authors put forward a thesis of the important role of behavioral factors in the creation of price bubbles.

In practice, there are also cases of infection price bubbles through international channels. The authors presented two case studies of countries (Polish and United Arab Emirates), where it was indeed the subprime crisis, but it occurred, and the price bubble burst in the property market.

The main purpose of the article is an overview of the factors that create price bubbles and the effect of contamination and to analyze the specific role of behavioral factors in the real estate market.