



Ewa Hanna Siemińska 

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Katedra Inwestycji i Nieruchomości, ewahsiem@umk.pl

Małgorzata Krajewska 

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Katedra Inwestycji i Nieruchomości, gosiak@umk.pl

Czy kończy się boom w sektorze deweloperów mieszkaniowych w Polsce?

Streszczenie: Działalność firm deweloperskich zależy od bardzo wielu makro-, mezo- oraz mikroczynników. Do głównych uwarunkowań funkcjonowania dewelopera na rynku nieruchomości należą te o charakterze popytowo-podażowym oraz instytucjonalno-prawnym. W praktyce okazuje się jednak, że nawet przy bardzo dobrych wynikach finansowych i sprzedażowych osiągniętych od co najmniej kilku lat przedsiębiorcy napotykają na coraz większe ograniczenia i problemy, które najpierw wpływają na spowolnienie tempa wzrostu, a następnie mogą być źródłem kłopotów z płynnością finansową. Celem artykułu jest identyfikacja najważniejszych aktualnych uwarunkowań związanych z działalnością firm deweloperskich, z uwzględnieniem wybranych ryzyk regulacyjnych i rynkowych. W opracowaniu postawiono tezę, że w latach 2017–2018 warunki gospodarowania w sektorze mieszkaniowym uległy zmianie i widać symptomy ich pogorszenia. Wyniki przeprowadzonych analiz wskazują, iż trwający od co najmniej 2015 roku okres boomu inwestycyjnego w Polsce i bardzo dobrego klimatu dla prowadzenia działalności deweloperskiej, zwłaszcza na rynku mieszkaniowym, zaczął na początku 2018 roku ujawniać coraz wyraźniej symptomy świadczące o wyhamowaniu tempa wzrostu i pogarszaniu się sytuacji niektórych firm deweloperskich. Zastosowane metody badawcze obejmują studium literatury przedmiotu oraz aktualnych regulacji prawa, a ponadto analizę danych statystycznych i finansowych pochodzących z bogatych, zarówno pierwotnych, jak i wtórnych baz danych empirycznych. Dane finansowe wykorzystywane w opracowaniu dotyczą przede wszystkim wiodących spółek deweloperskich notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Słowa kluczowe: deweloper, rynek nieruchomości, ryzyko

JEL: R30, D81, G32

1. Wprowadzenie

Sektor budowlany, w tym deweloperski – ze względu na swój specyficzny profil działalności – ma duże znaczenie dla całej gospodarki, z drugiej zaś strony jest bardzo wrażliwy na zmiany w niej zachodzące. Szczególnie wyraźnie związki te uwidoczniły się po ostatnim kryzysie finansowym z 2008 roku, zapoczątkowanym na amerykańskim rynku kredytów subprime, bardzo bogato opisanym w literaturze przedmiotu. Interwencjonizm państwa, między innymi przez relacje z sektorem publicznym, ma istotny wpływ na kondycję całej branży budowlanej i deweloperskiej, przyczyniając się często bezpośrednio do sukcesów lub porażek ekonomicznych wielu przedsiębiorców, oraz na kondycję finansową i mieszkaniową wielu gospodarstw domowych. Na wpływ polityki pieniężnej państwa na inwestycje mieszkaniowe, ceny domów i konsumpcję wskazuje wielu autorów. K. Aoki, J. Proudman i G. Vlieghe (2004) analizują między innymi wpływ mechanizmu tzw. akceleratora finansowego w sektorze gospodarstw domowych, związanego z poziomem cen nieruchomości mieszkaniowych stanowiących zabezpieczenie wiarytelności kredytowych, od których zależy wysokość udzielanych kredytów. Mechanizm ten w istotny sposób – zdaniem przytaczanych autorów – wzmacnia reakcje gospodarki na różne wstrząsy i szoki, w tym zwłaszcza polityki pieniężnej na poziom inwestycji mieszkaniowych, ceny domów oraz konsumpcję. Z kolei W. Ma, J. Li i W. Wu (2017) badają korelację między dynamiką rynku nieruchomości mieszkaniowych a cyklem koniunkturalnym dla różnych krajów, wskazując między innymi we wnioskach, że ceny domów są bardzo zmienne i ściśle powiązane z cyklem koniunkturalnym, co ich zdaniem jest sprzeczne z dowodami, że ceny najmu są względnie stabilne i prawie nieskorelowane z cyklem koniunkturalnym. Podobne badania nad związkiem dynamiki cen nieruchomości ze stabilnością finansową i monetarną prowadził także H. Zhu (2003). R. Vlaicu i A. Whalley (2011) badali natomiast wpływ banki mieszkaniowej w USA z 2008 roku na politykę fiskalną na przykładnie miast w Kalifornii, wskazując fiskalne konsekwencje wzrostu cen nieruchomości. Z przeprowadzonych badań wynika między innymi, że gwałtowny wzrost cen domów ma silny wpływ na dochody z podatku od nieruchomości, z drugiej jednak strony wzrost tych dochodów został w dużej mierze zrównoważony przez zmniejszenie innych lokalnych wpływów podatkowych (Vlaicu, Whalley, 2011). Ciekawe badania na temat nierówności pod względem posiadanego majątku mieszkaniowego w grupie czterech klas zawodowych (niskiej, średniej, wysokiej oraz samozatrudnieni) ludności szesnastu krajów europejskich przeprowadzili B. Wind, P. Lersch i C. Dewilde (2017: 625–647). Analizowali oni między innymi różne formy pomocy państwa na rzecz właścicieli nieruchomości mieszkaniowych w latach 1960–1980 oraz zmiany polityki mieszkaniowej w okresie 1980–2010. M. Iwanicz-Drozdowska (2004: 393) wskazuje, że w USA, Japonii, Hiszpanii i krajach skandynawskich boom na rynku nieruchomości pod

koniec XX wieku był powiązany po pierwsze z dobrą koniunkturą gospodarczą, po drugie zaś z deregulacją ograniczeń administracyjnych dotyczących finansowania tego rynku. Na sytuację podmiotów działających na rynku inwestycyjno-budowlanym wpływają zatem bezpośrednio nie tylko rynkowe, ale także instytucjonalno-prawne uwarunkowania.

Ponadto warto zauważyć, że rynek budowlany, w tym deweloperski, jest bardzo rozwarstwiony ze względu na:

- 1) wielość czynności w ramach usług budowlanych, takich jak budowa, przebudowa, montaż, remont, rozbiórka;
- 2) liczne grupy i klasy działalności budowlanej obejmującej według PKD¹ między innymi: roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków, budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej, roboty specjalistyczne, aż po rozbiórkę i burzenie obiektów;
- 3) różnicowanie firm: od potężnych podmiotów z własnym parkiem maszynowym i zapleczem fachowców, które realizują milionowe kontrakty budowlane, po liczne niewielkie, często rodzinne firmy, które wykonują różne zlecenia w ramach podwykonawstwa, zazwyczaj na rynku lokalnym;
- 4) współlistnienie wykonawców i podwykonawców oraz ścisłą zależność jednych od drugich, zgodnie bowiem z artykułem 4.4 standardów rachunkowości dotyczących działalności deweloperskiej „deweloper może realizować dane przedsięwzięcie deweloperskie:
 - zlecając – jako inwestor – wykonawcy budowę nowego budynku [...],
 - budując budynek [...] siłami własnymi (we własnym zakresie); wtedy to deweloper jest zarówno inwestorem, jak i generalnym wykonawcą budowy, która może być realizowana także przy korzystaniu z usług podwykonawców” (Komunikat nr 1, 2014);
- 5) znaczne uzależnienie budownictwa od dostaw materiałów, usług sprzętowych i transportowych, zasad i organizacji przetargów oraz formy ich rozliczeń finansowych, a także aktualnych warunków na rynku pracy.

Dodatkowo specyfika działalności budowlanej powoduje, że kontrakty budowlane dotyczące przygotowania i realizacji określonych projektów inwestycyjnych są podpisywane z reguły na co najmniej kilkanaście miesięcy przed faktycznym rozpoczęciem prac na placu budowy, ze względu na długotrwałe formalno-prawne procedury administracyjne wymagane prawem.

Kumulacja ryzyk związanych z realizacją projektów inwestycyjnych wynika ponadto z konieczności zatrudnienia różnych podwykonawców do wielu specjalistycznych prac przewidzianych w projekcie. M. Bryx (2004: 382) słusznie wskazuje, że powiązania różnych podmiotów zaangażowanych w realizację danego

1 Według klasyfikacji PKD działalność budowlana ujęta w sekcji F obejmuje dwadzieścia dwie odpowiednio wyszczególnione pozycje robót budowlanych, uszeregowane w działy, grupy i klasy (Polska Klasyfikacja Działalności).

projektu inwestycyjnego mają najczęściej charakter bilateralny, ale skutki wynikające z tych powiązań przenoszone są na cały system inwestowania i wszystkie uczestniczące w nim podmioty. Dodatkowo ryzyko projektu jest także związane z uwarunkowaniami finansowymi inwestycji, co w praktyce może okazać się najistotniejszym czynnikiem bezpośrednio wpływającym na poziom wygenerowanych marż, a tym samym wyniku finansowego dewelopera. Jeśli zatem planowany projekt zakładał inne niż w rzeczywistości (najczęściej istotnie niższe) poziomy ponoszonych kosztów, wówczas wzrost cen głównych czynników produkcji stawia opłacalność projektu pod znakiem zapytania (Huffman, 2002: 31–41; Wallace, 2011; Siemińska, 2013).

2. Uwarunkowania funkcjonowania firm deweloperskich

Mówiąc o uwarunkowaniach funkcjonowania rynku mieszkaniowego w Polsce w ostatnim okresie, warto przynajmniej wspomnieć o najważniejszych instytucjonalno-legislacyjnych zmianach wpływających na sytuację na rynku nieruchomości, w tym między innymi mieszkaniowych, dotyczących:

- 1) polityki władz centralnych w zakresie budownictwa mieszkaniowego – wygaszanie w 2018 roku programu wsparcia „Mieszkanie dla Młodych”² oraz zmiany regulacyjne w nowym programie wsparcia „Mieszkanie Plus” (Program Mieszkanie Plus; Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju; *Rynek gruntów...*, 2017: 4);
- 2) regulacyjnych ułatwień w realizacji projektów mieszkaniowych wprowadzonych Ustawą z dnia 5 lipca 2018 r. o ułatwieniach w przygotowaniu i realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji towarzyszących (Dz.U. z 2018 r., poz. 1496), które jednak spotkały się z krytyką różnych środowisk, między innymi urbanistów podnoszących pominięcie w zapisach ustawy podstawowego kryterium planowania przestrzennego, jakim jest kształtowanie ładu przestrzennego i wielu skutków z tym związanych, a zwłaszcza „rozlewania się miast” oraz nieprzewidywalności przestrzeni i wynikającego z niej realnego zagrożenia pogorszenia warunków życia danej społeczności³ (*Stano-*

2 Ostatnie dostępne środki w ramach tego programu zostały rozdysponowane w ciągu kilku pierwszych dni 2018 roku. W komunikacie Banku Gospodarstwa Krajowego z 3 stycznia 2018 r. czytamy: „Informujemy, że w związku z wyczerpaniem limitu przewidzianego na rok 2018, BGK z dniem 4 stycznia b.r. wstrzymał przyjmowanie wniosków nabywców o dofinansowanie wkładu własnego w rządowym programie »Mieszkanie dla Młodych«” (Bank Gospodarstwa Krajowego).

3 Ciekawe badania na temat dostępności gruntów dla deweloperów mieszkaniowych na przykładzie Hong Kongu prezentują między innymi Ka-hung Yu i E. Chi-man Hui (2018), wskazując

wisko TUP..., 2018; Konfederacja Lewiatan, 2018; Śleszyński, Kowalewski, Markowski, 2018);

- 3) możliwości przekształcenia od 1 stycznia 2019 roku prawa użytkowania wieczystego gruntów zabudowanych na cele mieszkaniowe w prawo własności tych gruntów w związku z Ustawą z dnia 20 lipca 2018 r. o przekształceniu prawa użytkowania wieczystego gruntów zabudowanych na cele mieszkaniowe w prawo własności tych gruntów (Dz.U. z 2018 r., poz. 1716);
- 4) istotnego ograniczenia dostępu do gruntów budowlanych związanego z zapisami Ustawy z dnia 14 kwietnia 2016 r. o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa oraz o zmianie niektórych ustaw (Dz.U. z 2018 r., poz. 869);
- 5) ustawy o ograniczeniu handlu w niedzielę, która bezpośrednio wpływa na zmianę rentowności projektów komercyjnych, i wynikających stąd problemów dotyczących zarządzania i rozliczania wynajmowanych powierzchni;
- 6) wprowadzonego od 1 stycznia 2018 roku tzw. podatku minimalnego, czyli podatku dochodowego dla właścicieli nieruchomości komercyjnych o wartości przekraczającej 10 mln zł (Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz.U. z 2018 r., poz. 1509 z późn. zm., art. 30g; Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. z 2018 r., poz. 1036 z późn. zm., art. 24b);
- 7) instytucji tzw. odwróconego VAT-u, który stanowi – zwłaszcza dla wielu mniejszych przedsiębiorstw – duży problem finansowy wpływający także na poziom płynności firmy;
- 8) wprowadzonej w połowie 2018 roku płatności *split payment*, która – mimo że jest fakultatywna dla firm – wzbudza bardzo wiele obaw związanych z możliwością pogorszenia płynności finansowej;
- 9) projektu tzw. kodeksu urbanistyczno-budowlanego;
- 10) ograniczeń formalno-prawnych związanych z zatrudnianiem cudzoziemców, co z kolei nie ułatwia przedsiębiorcom poszukiwania brakujących osób do pracy;
- 11) projektu ustawy o polskich funduszach inwestujących na rynku nieruchomości, tzw. REIT-ach (Real Estate Investment Trust);
- 12) krytykowanej przez środowisko deweloperskie zapowiedzi rezygnacji ze stosowania otwartych rachunków powierniczych w finansowaniu budownictwa mieszkaniowego (*Znaczenie budownictwa mieszkaniowego...*, 2018).

Nie wdając się – ze względu na ramy niniejszego artykułu – w szersze omówienie powyższych regulacji, warto podkreślić, że zmienność i mnogość regulacji prawnych to jedne z fundamentalnych barier rozwoju sektora budowlanego, podobnie jak i innych sektorów gospodarki, co znajduje potwierdzenie w wielu

na zależność aktywności inwestycyjnej deweloperów od wspomnianej dostępności terenów oraz poziomu niepewności i zmienności czynników wpływających na opłacalność realizowanych projektów inwestycyjnych.

opracowaniach i raportach (*Polskie spółki...*, 2016; *RETrospekcja...*, 2016; *Stan otoczenia biznesowego...*, 2016; *Dobre prawo...*, 2017; *Polskie przedsiębiorstwa...*, 2017; *Polskie spółki...*, 2017; *Potencjalne skutki...*, 2017; *Raport o stanie rynku nieruchomości*, 2017; *Rynek mieszkaniowy w Polsce...*, 2017; *Rola otwartych rachunków powierniczych...*, 2018; *Stanowisko Polskiego Związku Firm Deweloperskich w sprawie projektu ustawy...*, 2018; *Stanowisko Polskiego Związku Firm Deweloperskich ws. zmiany ustawy...*, 2018; *Sytuacja finansowa...*, 2018).

Z kolei wśród uwarunkowań rynkowych i społecznych działalności firm deweloperskich do najważniejszych zaliczyć można:

- 1) dużą wrażliwość i naturalną niestabilność oraz cykliczność rynku nieruchomości, którego amplituda wahań może być większa niż w całej gospodarce (Tirole, 1985: 1499–1528; Wheaton, 1999: 209–230; Sivitanides, Torto, Wheaton, 2003: 45–53; Zhu, 2003; Kucharska-Stasiak, 2008: 33 i nast.; Wallace, 2011; Hott, Jokipii, 2012; Bracke, 2013);
- 2) fundamentalne zmiany demograficzne zachodzące w społeczeństwie, w tym zwłaszcza proces jego starzenia się, emigracji (przede wszystkim młodych Polaków), przy jednoczesnym napływie migrantów (głównie z za wschodniej granicy);
- 3) powszechny problem braku pracowników;
- 4) wysoki popyt mieszkaniowy oraz inwestycyjny;
- 5) niskie/deflacyjne środowisko stóp procentowych (nawet do 2020 r.);
- 6) relatywnie duży udział spółek z kapitałem zagranicznym wśród deweloperów;
- 7) kurczenie się „banku ziemi”;
- 8) lokalne uwarunkowania rynku nieruchomości – w zależności od wielkości i atrakcyjności inwestycyjnej danej lokalizacji oraz uwarunkowań planistycznych i środowiskowych (Cadman, Topping, 1995: 1; Huffman, 2002: 31–41; Rymarzak, Siemińska, 2012: 214–225; Krajewska, 2017: 54 i nast., Śleszyński i in., 2017);
- 9) coraz bardziej odczuwalny wzrost kosztów głównych czynników produkcji: materiałów budowlanych, kosztów pracy oraz cen gruntów inwestycyjnych;
- 10) dużą podatność firm budowlanych na kłopoty z płynnością finansową oraz silną zależność od kondycji kontrahentów w ramach wzajemnych powiązań kontraktowych.

Dodatkowo warto – za ekspertami NBP – wskazać na makroekonomiczne tendencje jako na obszar materializacji ryzyka systemowego w polskim systemie finansowym związanym między innymi z finansowaniem inwestycji na rynku nieruchomości. Niedoszacowanie ryzyka przez inwestorów w odniesieniu do wyceny wielu instrumentów (aktywa finansowe – akcje i obligacje korporacyjne) na rynkach finansowych może spowodować istotną korektę notowań, a wzrost zmienności może generować wysokie zagrożenie związane z niedoszacowaniem ryzyka na rynku aktywów (*Raport o stabilności...*, 2017: 133). Okazuje się, że w praktyce gospodarczej ryzyko

związane z działalnością inwestycyjną jest organicznie wpisane w każdą aktywnością deweloperską i to zarówno w okresie wzrostu gospodarczego, jak i tym bardziej spowolnienia czy wręcz spadku (Cadman, Topping, 1995: 1; Pisani, Pisani, 2001: 2; Woods, 2007; Siemińska, 2013: 69 i nast., 132 i nast.). Wpływ polityki pieniężnej i fiskalnej oraz regulacji bankowych na strumień pieniędzy zasilających rynek nieruchomości, w tym możliwość tworzenia się na nim baniek cenowych i kryzysogennych zjawisk, opisywali między innymi E. Kucharska-Stasiak (2008: 56 i nast.), F. Allen i E. Carletti (2011: 28–48), E. Farhi i J. Tirole (2012: 678–706). Na występowanie silnego związku między niskimi stopami procentowymi a bankami cenowymi na rynku nieruchomości mieszkaniowych wskazywali na przykład C. Hott i T. Jokipii (2012: 3, 19–20). P. Bracke (2013) badał długość trwania okresów wzrostu cen nieruchomości i spadku koniunktury w ostatnich czterdziestu latach w dziewiętnastu krajach OECD. Z kolei J. Tirole (1985: 1499 i nast.) wskazywał między innymi na wpływ baniek cenowych absorbujących globalne oszczędności na zjawisko wypychania nieefektywnych inwestycji, a M. Iwanicz-Drozdowska badała „mechanizm przenoszenia dekonunktury z rynku nieruchomości na sektor bankowy” (Iwanicz-Drozdowska, 2004: 401). O skutkach wpływu baniek cenowych na rynku nieruchomości na pozostałą część gospodarki na przykładzie gospodarki hiszpańskiej pisali A. Martin, E. Moral-Benito i T. Schmitz (2018).

3. Analiza aktualnej sytuacji na rynku deweloperów mieszkaniowych

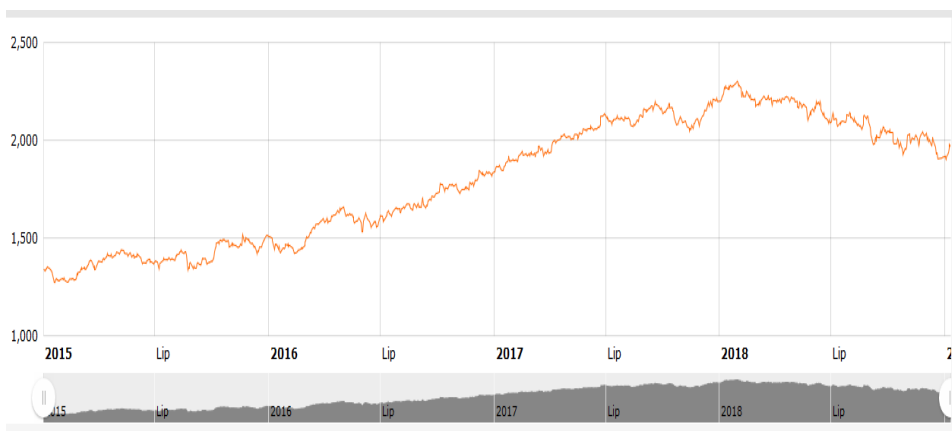
Obserwując wahania poziomu indeksów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie⁴ spółek giełdowych związanych z rynkiem nieruchomości, a zatem należących do sektora WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości (dawniej Deweloper), można stwierdzić po pierwsze, że różnią się one istotnie między sobą, po drugie zaś, że w ostatnich kilku latach wyraźnej zmianie uległ poziom tych indeksów (wykresy 1 i 2). O ile WIG Nieruchomości wzrastał od 2016 do początku 2018 roku, to od początku 2017 roku mamy do czynienia z wyraźnymi spadkami notowań spółek budowlanych (WIG Budownictwo) zaangażowanych w różne projekty inwestycyjne na rynku.

4 Ze względu na dostępność danych rynkowych, wynikającą z obowiązków informacyjnych spółek giełdowych, w dalszej części opracowania skupiono się głównie na tej grupie firm deweloperskiej, co wynika z Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2018 r., poz. 757) oraz Ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tj. Dz.U. z 2018 r., poz. 621).



Wykres 1. WIG Budownictwo w okresie 1.01.2015–11.01.2019

Źródło: baza danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

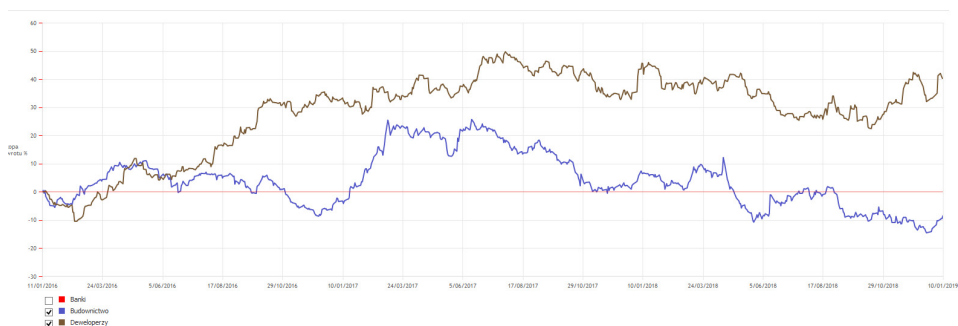


Wykres 2. WIG Nieruchomości w okresie 1.01.2015–11.01.2019

Źródło: baza danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

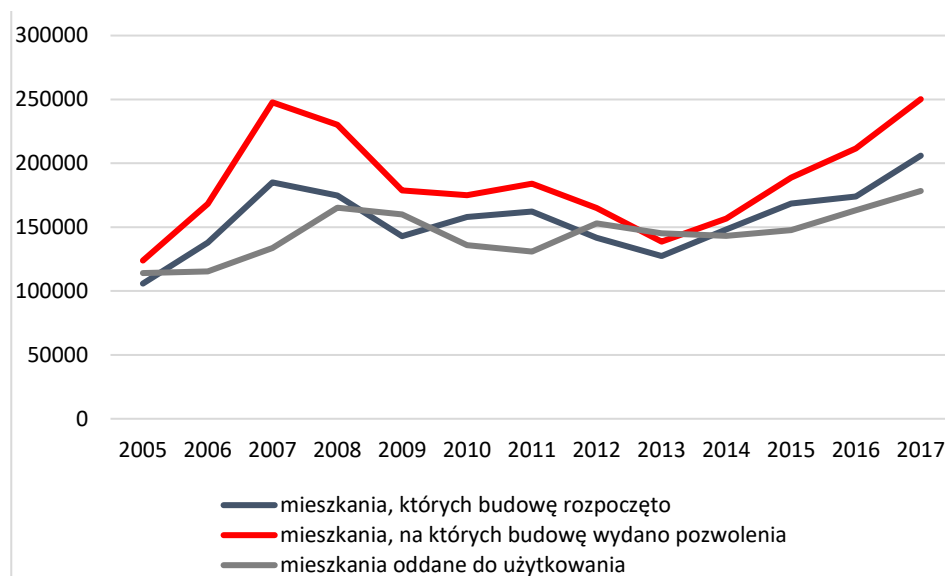
To zróżnicowanie znajduje także swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się poziomu stóp zwrotu z subindeksu WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości w ostatnim okresie (wykres 3).

Z danych GUS wynika, że po okresie boomu mieszkaniowego w latach 2007–2008 ponowny wyraźny wzrost na rynku nieruchomości mieszkaniowych miał miejsce od 2015 roku do końca 2017 roku, o czym świadczą trzy główne parametry charakteryzujące sytuację na rynku mieszkaniowym, a mianowicie: liczba mieszkań oddawanych do użytku, liczba wydawanych pozwoleń na budowę oraz liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto (wykres 4).



Wykres 3. Średni poziom stopy zwrotu spółek GPW z podziałem na sektory w okresie 11.01.2016–11.01.2019

Źródło: baza danych Biznes radar

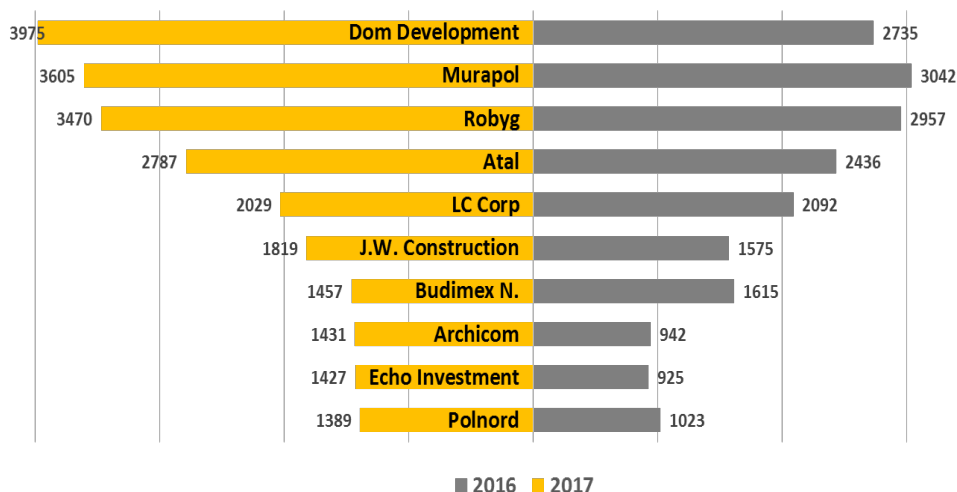


Wykres 4. Dynamika zmiany liczby mieszkań oddanych do użytkowania, których budowę rozpoczęto oraz na których budowę wydano pozwolenie ogółem w latach 2005–2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Budownictwo, Dziedziczna Baza Wiedzy; Budownictwo mieszkaniowe w okresie styczeń–grudzień 2017 r.*, baza danych GUS

W kontekście uwarunkowań rynkowych lata 2016–2017 można uznać za kolejny okres bardzo dobrej koniunktury na deweloperskim rynku mieszkaniowym, w których silny „[...]” popyt był napędzany m.in. przez niskie stopy procentowe, dobrą sytuację na rynku pracy oraz bogacenie się społeczeństwa” (*Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych...* 2018: 2). Według danych Głównego Urzędu Statystycznego w roku 2017 oddano do użytku ogółem 178 342 mieszkania, czyli o 9,1% więcej niż w 2016 roku i blisko 21% więcej niż w roku 2015. Z kolei liczba

wydaných pozwoleń na budowę mieszkań⁵ osiągnęła poziom 250 906, tj. o 18,3% więcej niż w 2016 roku i blisko 33% więcej w porównaniu z 2015 rokiem. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, wzrosła w 2017 roku do poziomu 205 990, czyli wyższego o 18,4% w porównaniu z rokiem poprzednim i ponad 22,3% z rokiem 2015 (*Budownictwo Dziedzinowa Baza Wiedzy*, GUS). Ponad połowę mieszkań budują deweloperzy⁶, którzy w 2017 roku oddali do użytkowania 90 371 mieszkań (50,7% ogólnej liczby mieszkań oddanych w tym okresie do użytkowania), tj. o 14,2% więcej niż w roku 2016. Podobne wzrosty odnotowano w liczbie pozwoleń na budowę deweloperskich mieszkań przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem, która osiągnęła w 2017 roku poziom 128 484 mieszkań, czyli wyższy o 20,5% niż w roku 2016. Wzrosła także liczba mieszkań deweloperskich, których budowę rozpoczęto – do poziomu 105 401 mieszkań, czyli wyższego o 23,3% niż w roku 2016.



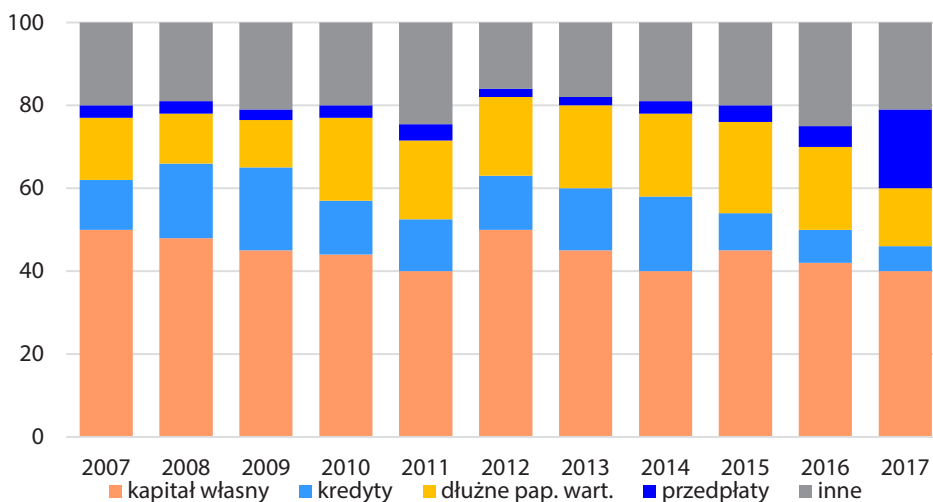
Wykres 5. Najwięksi dostawcy nowych mieszkań w Polsce w 2016 i 2017 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie Gawrońska, 2017; *TOP 10 firm deweloperskich...*, 2018

- 5 Od 2016 roku nastąpiła zmiana publikacji danych statystycznych w GUS w zakresie liczby pozwoleń na budowę, ponieważ na podstawie Ustawy z dnia 20 lutego 2015 r. o zmianie ustawy Prawo budowlane (Dz.U. z 2015 r., poz. 443) w zakresie określonych inwestycji inwestorzy mogą dokonać zgłoszenia z projektem budowlanym zamiast wystąpienia z wnioskiem o pozwolenie na budowę.
- 6 Statystyki GUS nie wyodrębniają wprost mieszkań deweloperskich, uwzględniają jedynie mieszkania przeznaczone na sprzedaż lub wynajem, a ponadto: indywidualne, spółdzielcze, komunalne, czynszowe i zakładowe. Dodatkowo od 2018 roku uległ zmianie zakres danych gromadzonych dla form budownictwa indywidualnego oraz przeznaczonego na sprzedaż lub wynajem. Zmiana polega na włączeniu efektów budownictwa indywidualnego, realizowanego z przeznaczeniem na sprzedaż lub wynajem do efektów budownictwa przeznaczonego na sprzedaż lub wynajem (por. *Budownictwo mieszkaniowe I kwartał 2018*, 2018: 14–15).

Wśród największych dostawców mieszkań na rynek pierwotny znajdują się głównie spółki notowane na warszawskiej GPW, tj.: Dom Development, Mura-pol, Robyng, Atal, LC Corporation, J.W. Construction, Budimex Nieruchomości itp.⁷ (wykres 5).

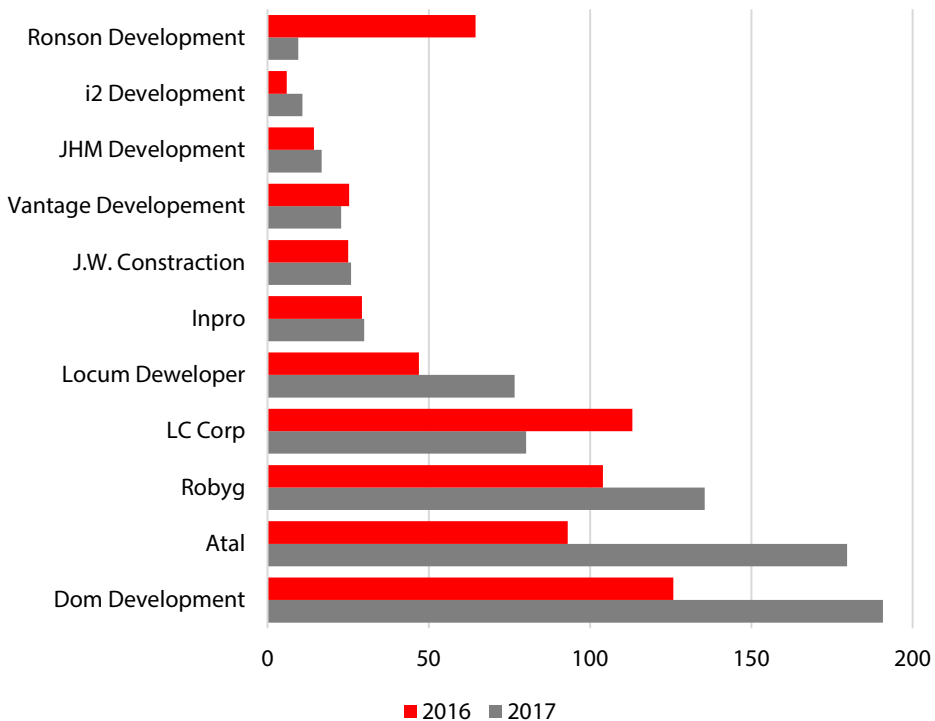
W uzupełnieniu informacji rynkowych na temat sektora firm deweloperskich warto odnotować także zmiany w głównych źródłach finansowania ich działalności operacyjnej, a mianowicie coraz mniejszy udział zasilania kredytami bankowymi oraz kapitałem własnym na korzyść zasilania dłużnego, pochodzącego głównie z emisji obligacji korporacyjnych (wykres 6). Według danych DM Navigator, badającego kondycję największych spółek deweloperskich obecnych na rynku Catalyst⁸, w pierwszym półroczu 2018 roku finansowanie obligacyjne badanych spółek stanowiło 71,9% ich ogólnego zadłużenia wobec 68,5% na koniec 2017 roku, a ponadto „u 13 z 14 deweloperów obligacje korporacyjne posiadały większy udział w strukturze finansowania niż zadłużenie z tytułu kredytów i pozostałych zobowiązań finansowych” (*Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych...*, 2018: 8).



Wykres 6. Struktura pasywów dużych firm deweloperskich (pow. 49 osób)

Źródło: *Raport o sytuacji na rynku...*, 2017: 31; *Informacja o cenach mieszkań...*, 2018: 25

- 7 Według szacunków NBP deweloperzy należący do WIG Nieruchomości budują około 30% mieszkań sprzedawanych na rynku pierwotnym, co – zdaniem ekspertów NBP – uprawnia do traktowania ich jako grupy reprezentatywnej dla największych firm (por. *Raport o sytuacji na rynku...*, 2018: 48).
- 8 Analizą objętych jest czternastu deweloperów mieszkaniowych posiadających obligacje na Catalyst o łącznej wartości ponad 15 mln zł, tj.: Archicom SA, Atal SA, Dom Development SA, i2 Development SA, J.W. Construction SA, LC Corp SA, Locum Developer SA, Marvipol Development SA, Murapol SA, Polnord SA, Robyng SA, Ronson Europe NV, Vantage Development SA, Victoria Dom SA (por. *Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych...*, 2018).



Wykres 7. Skonsolidowany zysk netto wybranych deweloperów giełdowych w 2016 i 2017 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych badanych spółek notowanych na GPW za 2016 i 2017 rok; baza danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Badając natomiast wyniki finansowe firm deweloperskich, warto podkreślić, że nie zawsze są one łatwe do jednoznacznej oceny, w różnych firmach stosowane są bowiem często bardzo odmienne zasady ewidencji zdarzeń gospodarczych, takich jak na przykład zakup ziemi pod inwestycję na sprzedaż czy też wykonawstwo robót zrealizowane przez podmioty trzecie (Hońko, 2014: 105–114; Komunikat nr 1, 2014), a ponadto brakuje dostępu do sprawozdań finansowych przedsiębiorstw deweloperskich aktywnych na rynku, z wyjątkiem wspomnianych wcześniej spółek giełdowych zobligowanych do ich publikacji w ramach obowiązków informacyjnych (Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r.).

Z analizy dostępnych danych na temat poziomu i zmian wypracowanego w 2017 roku wyniku finansowego netto przez spółki z sektora WIG Nieruchomości wynika, że na dwadzieścia dziewięć notowanych podmiotów osiem zanotowało spadki wyniku netto, w tym między innymi Globe Trade Centre SA – największy udziałowiec WIG Nieruchomości pod względem osiągniętego w 2017 roku zysku netto (na poziomie 664 459 tys. zł wobec 699 369 tys. zł w 2016 roku). Z dokładniejszej analizy sprawozdań finansowych kilkunastu wybranych spółek dewelo-

perskich notowanych na warszawskiej GPW wynika, że trzy z nich odnotowały na koniec 2017 roku spadek wyniku finansowego netto w porównaniu z rokiem 2016 (Ronson Development aż o ponad 85%, LC Corp o blisko 30%, a Vantage Development o blisko 10%), natomiast kolejne trzy spółki tylko kilku- lub kilkunastoprocentowy wzrost (Inpro o 2,4%, J. W. Constraction o 3,6%, JHM Development o 16,6% – wykres 7)⁹.

4. Symptomy i źródła ryzyka pogarszania się sytuacji firm deweloperskich

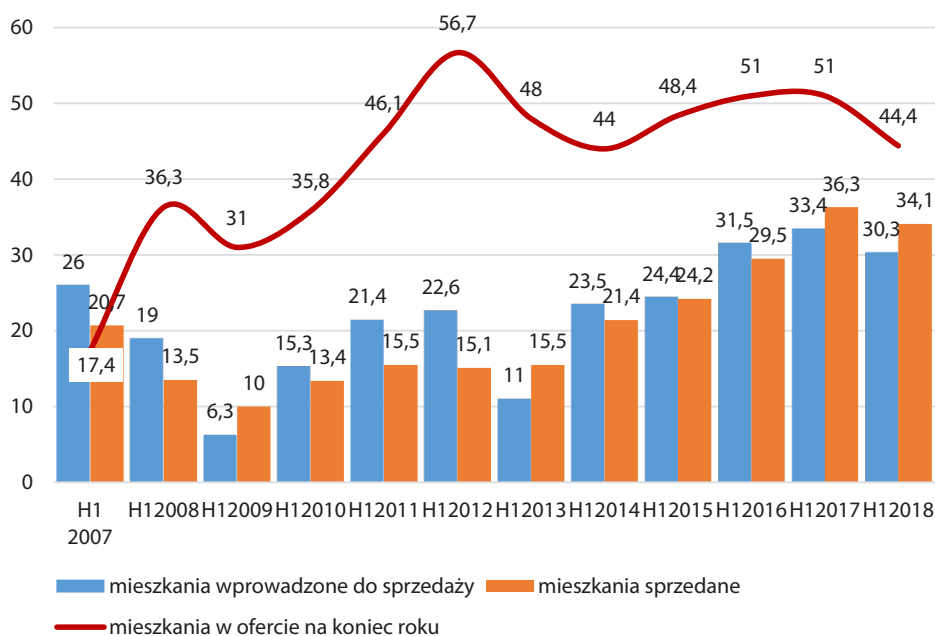
Na tle zaprezentowanych wyżej danych na temat sytuacji sektora firm deweloperskich ciekawym i wyraźnie widocznym zjawiskiem jest zanotowany w pierwszej połowie 2018 roku (po raz pierwszy od końca 2012 roku) spadek liczby mieszkań wprowadzonych na rynek oraz sprzedanych, który może świadczyć o zakończeniu wzrostowej fazy w cyklu koniunkturalnym rynku mieszkaniowego i zapoczątkowaniu fazy spadkowej (wykres 8).

Na pierwotnym rynku mieszkaniowym w sześciu cyklicznie badanych przez firmę doradczą REAS największych polskich aglomeracjach (tj. w Warszawie, Wrocławiu, Krakowie, Trójmieście, Poznaniu i Łodzi) widać wyraźne pogorszenie koniunktury na przełomie 2017/2018 roku, które utrzymało się także w pierwszym półroczu 2018 roku, kiedy to wprowadzono do sprzedaży o ponad 3 tys. mniej mieszkań niż w analogicznym okresie 2017 roku. Na niższym poziomie uplasowała się także sprzedaż mieszkań w tym samym okresie – wynosiła ona 34,1 tys. mieszkań wobec 36,3 tys. sprzedanych mieszkań w pierwszej połowie 2017 roku (wykres 8).

Jednym z głównych aktualnych problemów wielu firm deweloperskich jest – dużo trudniejsze niż rok czy dwa lata temu – pozyskanie terenu pod nowe inwestycje. W wyniku ustawowych obostrzeń dotyczących możliwości zakupu gruntów rolnych wynikających z zapisów Ustawy z dnia 14 kwietnia 2016 r. o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa oraz o zmianie niektórych ustaw (Dz.U. z 2016 r., poz. 585) w praktyce znacznie

9 Akcjonariusz spółki Robyga SA – firma Bricks Acquisitions Limited, należąca pośrednio do Goldman Sachs – zdecydował na początku 2018 roku o wycofaniu akcji spółki z GPW w Warszawie: „Nadzwyczajne walne zgromadzenie spółki upoważnia zarząd do (1) złożenia do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) [...] wniosku o udzielenie zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu; oraz (2) podjęcia wszystkich czynności faktycznych i prawnych niezbędnych do przywrócenia akcjom formy dokumentu i do wycofania ich z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW, w tym w szczególności do podjęcia wszelkich niezbędnych w tym zakresie czynności faktycznych i prawnych przed KNF, KDPW oraz GPW” (*Robyg schodzi z giełdy*, 2018).

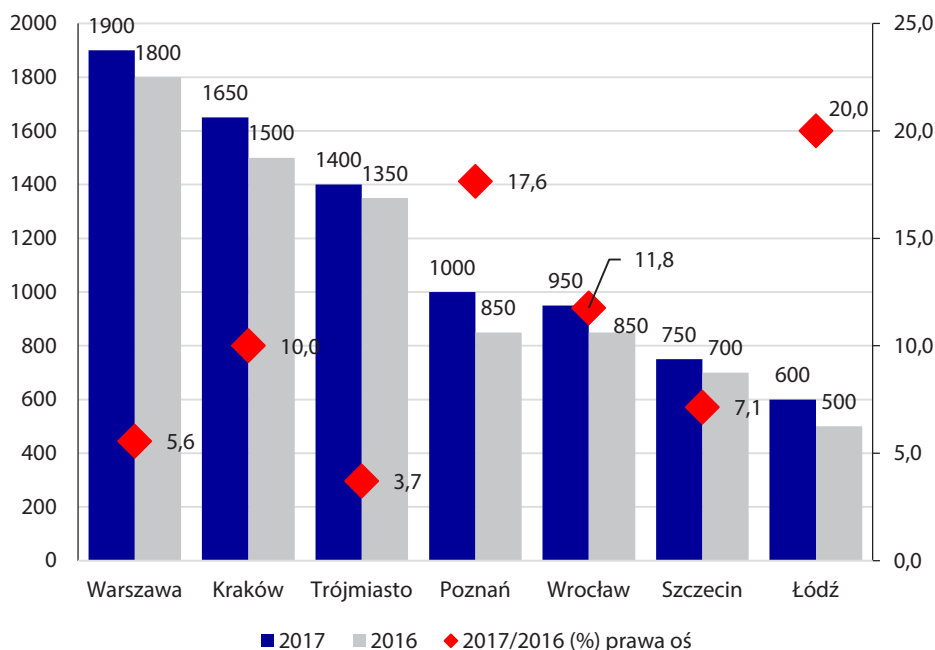
ograniczono czy wręcz zamrożono obrót gruntami rolnymi, na co wskazuje wielu deweloperów. Przy jednoczesnej, wspomnianej wyżej, dużej presji popytowej na kolejne projekty, nie tylko mieszkaniowe, nastąpił wyraźny wzrost cen gruntów, zwłaszcza położonych w dobrych lokalizacjach inwestycyjnych. Istniejący potencjalny zasób gruntów jest dodatkowo zmniejszony z powodu zmieniających się regulacji prawnych dotyczących na przykład reprivatyzacji gruntów, ustawy leśnej czy nowego rządowego programu „Mieszkanie Plus”. W rezultacie ceny gruntu w ostatnim okresie znacznie się zwiększyły, co nie pozostaje bez wpływu na koszt budowy 1 m² mieszkania. Wzrost cen 1 m² gruntu w przeliczeniu na 1 m² powierzchni użytkowej mieszkań (PUM)¹⁰ w 2017 roku wyniósł od 4% do nawet 20% w skali roku (*Grunty pod zabudowę...*, 2018). Przykładowo: średnie ceny gruntów pod 1 m² powierzchni użytkowej mieszkań w śródmieściu Warszawy w 2017 roku oscylowały od 3000 do 5000 i więcej zł, a w pozostałych dzielnicach stolicy od 1000 do 2500 zł, natomiast w miastach powyżej 400 tys. mieszkańców cena ta kształtowała się w przedziale 650–2500 zł, a nawet 3000 zł za m² gruntu (*Rynek gruntów inwestycyjnych...*, 2017: 7 – wykres 9).



Wykres 8. Liczba mieszkań wprowadzonych do sprzedaży i sprzedanych w pierwszej połowie 2018 roku na tle oferty (agregacja dla 6 rynków – Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź) w tys. szt.

Źródło: Kurkiewicz, 2018

10 Ceny gruntów pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną są przez ekspertów przeliczane na 1 m² powierzchni użytkowej mieszkalnej (PUM) – por. np. *Grunty pod zabudowę...*, 2018.

Wykres 9. Cena 1 m² gruntów w wybranych miastach Polski w latach 2016–2017 (w zł)Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Grunty pod zabudowę...*, 2018

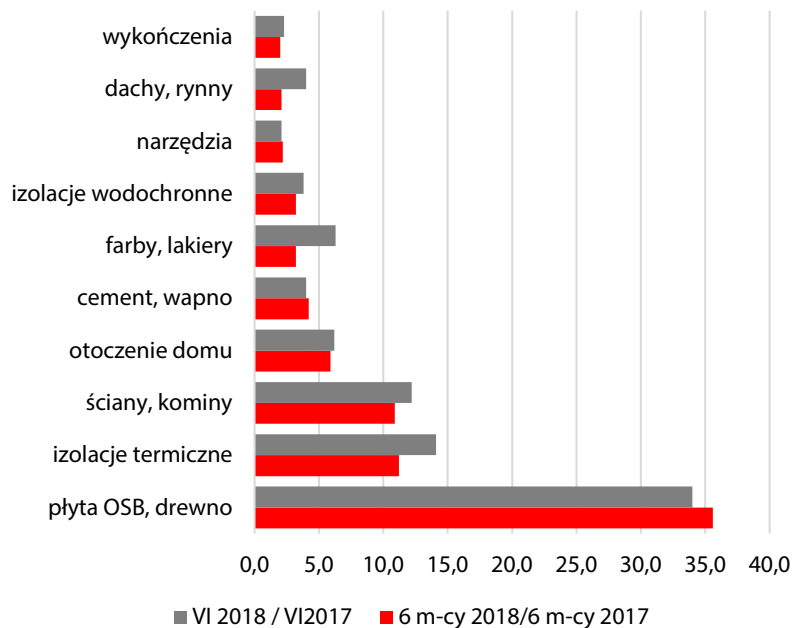
Zdecydowanie niższe ceny dotyczą natomiast działek położonych poza granicami administracyjnymi miast, w tzw. miejscowościach satelitarnych, których poziom wynosi od kilkudziesięciu do kilkuset zł za m² gruntu (Gawrońska, 2018). Najbardziej pogorszenie dostępności terenów pod projekty mieszkaniowe odczuwają deweloperzy budujący w jednym lub dwóch miastach, w tym szczególnie w Warszawie, gdzie brakuje dobrych lokalizacji pod nowe budownictwo. Według ekspertów Narodowego Banku Polskiego „deweloperzy będą zapewne wkrótce budowali tylko na terenach, dla których w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego przewidziano przeznaczenie budowlane, co może wpłynąć na poziom kosztów i cen” (*Informacja o cenach...*, 2018: 2). Z najnowszej *Analizy stanu i uwarunkowań prac planistycznych w gminach w 2017 roku* Polskiej Akademii Nauk wynika, że 30,5% powierzchni kraju jest pokryte planami miejscowymi, a stagnacji prac planistycznych w gminach w ostatnich latach¹¹ towarzyszy wyraźny wzrost presji inwestycyjnej. Sytuacji nie poprawia brak efektywnych bodźców

11 W 2017 roku pokrycie Polski planami miejscowymi wynosiło 30,5% powierzchni kraju i było wyższe o 13,3% niż w roku 2004 i tylko o 0,35% niż w 2016 roku. Zdecydowanie lepsza sytuacja występuje w zakresie studiów uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego, gdyż posiadają je prawie wszystkie gminy, w tym jedna trzecia jest aktualizowana (Śleszyński i in., 2017).

mogących przyspieszyć prace planistyczne gmin, co powoduje, że plany te – jeśli są uchwalane – obejmują coraz mniejsze powierzchnie, a okres ich przygotowania jest coraz dłuższy (Śleszyński i in., 2017).

Stąd też – jak wskazują w swoich sprawozdaniach finansowych i raportach giełdowe spółki deweloperskie – coraz częściej skupują one w swoich portfelach grunty, tworząc „banki ziemi”, które zabezpieczają realizację planowanych projektów inwestycyjnych (*Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych...*, 2018: 9–11).

Jak wskazują eksperci JLL, w konsekwencji trudności z zakupem gruntów budowlanych wzrosła – oprócz ceny – skłonność inwestorów do podejmowania większego ryzyka inwestycyjnego wynikającego z tempa finalizowania transakcji zakupu gruntu, przy skróceniu czasu analiz techniczno-prawnych oraz negocjacji warunków transakcji, a nawet decyzji o zakupie gruntów z wadami prawnymi czy ograniczeniami dotyczącymi możliwości jego zabudowy (*Rynek gruntów inwestycyjnych...*, 2017: 5).



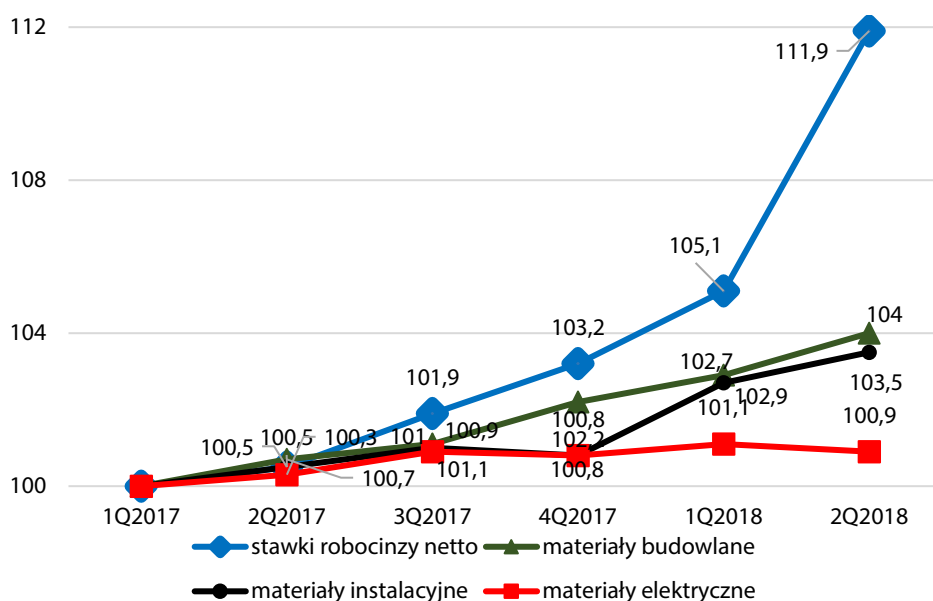
Wykres 10. Zmiana cen materiałów budowlanych w latach 2017–2018

Źródło: *Zmiany cen materiałów...*, 2018

Kolejnym niezwykle ważnym wyzwaniem dla większości firm deweloperskich są rosnące koszty związane z realizacją projektów inwestycyjnych. Z cyklicznych badań prowadzonych przez Grupę Polskie Składy Budowlane (PSB) na temat zmian cen materiałów budowlanych wynika, że relatywnie stabilne

do 2016 roku ceny zaczęły rosnąć już w drugiej połowie 2017 roku. W czerwcu 2018 roku w porównaniu z połową 2017 roku ceny wzrosły w siedemnastu grupach materiałów, najwięcej zaś w grupie płyt OSB i drewna (o 34%) oraz izolacji termicznej (o 14,1%), ścian i kominów (o 12,2%) (wykres 10).

Z kolei z danych Secocenbudu wynika, że poziom średnich krajowych cen materiałów budowlanych wzrósł w połowie 2018 roku od 0,9% do 4% w porównaniu z cenami z połowy roku 2017 (Gala-de Vacqueret, 2018), natomiast w opinii przedstawicieli Budimeksu cena asfaltu wzrosła w tym okresie o 32%, kruszyw granitowych o 20%, prętów zbrojeniowych o 19%, a betonu towarowego o 14% (Wielgo, 2018) (wykres 11).



Wykres 11. Zmiana cen materiałów budowlanych (narastająco, 1Q2017 = 100%) w latach 2017–2018

Źródło: *Zagregowane wskaźniki...*, 2018

Oprócz wspomnianych wzrostów cen gruntu i materiałów budowlanych w ostatnich dwóch latach (2017–2018) wzrastały także wyraźnie koszty robocizny (według wyliczeń Secocenbudu o około 12% w drugim kwartale 2018 roku w porównaniu z początkiem roku 2017 – wykres 11), co było konsekwencją wspomnianych wcześniej kłopotów ze znalezieniem pracowników, w tym zwłaszcza wykwalifikowanych. Dotkliwe braki pracowników¹², ich duża rotacja oraz zja-

12 Według cyklicznych badań GUS w listopadzie 2018 roku ponad 50% badanych przedsiębiorców wskazywało na niedobory wykwalifikowanych pracowników jako istotną barierę rozwoju przedsiębiorstwa, podczas gdy w 2011 roku opinię taką wyrażał tylko co piąty respondent (por. *Koniunktura w przemyśle...*, 2018).

wisko „podkupowania” specjalistów, konieczność zatrudniania cudzoziemców, mimo utrudnień formalno-administracyjnych, czy wręcz zatrudnianie „na czarno” – wszystko to powoduje dużą presję płacową i nieuchronny wzrost wynagrodzeń za pracę (*Zagregowane wskaźniki...*, 2018).

Na wzrost kosztów produkcji budowlanej zwracają uwagę między innymi członkowie Komitetu Stabilności Finansowej, którzy w komunikacie z 17 grudnia 2018 roku podają, że rynek mieszkaniowy „jest w fazie wysokiej aktywności. Aktywność ta nie generowała dotąd nadmiernych napięć, jednak wzrostowi popytu towarzyszyły wzrosty cen mieszkań związane w części ze zwiększeniem kosztów produkcji” (Komunikat Komitetu Stabilności Finansowej, 2018), co – przy dużym zaangażowaniu sektora bankowego w finansowanie zakupów, zwłaszcza inwestycyjnych, może generować ryzyko systemowe.

Przyczyny wzrostu cen podstawowych czynników produkcji budowlanej leżą nie tylko po stronie wzmożonego popytu na mieszkania klientów detalicznych zainteresowanych ich zakupem (czy to na własne cele, czy też inwestycyjne), ale także są związane z intensywnym popytem na prawie wszystkie rodzaje robót budowlanych. Popyt ten wynika z kumulacji od 2017 roku zapotrzebowania na usługi budowlane ze strony samorządów, które dopiero teraz – zasilone funduszami unijnymi pochodzącymi z bieżącej perspektywy finansowej (na lata 2014–2020) – przystępują do organizowania przetargów na nowe projekty inwestycyjne związane zwłaszcza z infrastrukturą lokalną, ale także rządu, który planuje wiele dużych inwestycji centralnych związanym między innymi z realizacją programu Mieszkanie Plus czy budową Centralnego Portu Komunikacyjnego w gminie Baranów oraz inwestycji drogowych, w tym między innymi Via Baltica. Taka intensywność różnych projektów budowlanych planowanych do realizacji w jednym czasie powoduje powstawanie nierównowag na rynku budowlanym, wywołując nieuchronnie wzrost cen czynników produkcji, napięcie harmonogramu prac i kłopoty finansowe wielu firm wykonawczych, a co za tym idzie – wzrost cen dostarczanych na rynek mieszkań.

Pierwsze stosunkowo niewielkie wzrosty cen mieszkań pojawiły się w 2017 roku, ale już w połowie 2018 roku przybrały one na sile, zwłaszcza w Trójmieście, gdzie wzrost cen wyniósł 16,4% w porównaniu do cen z połowy 2017 roku. W Warszawie wynosił on w tym samym czasie 13,3%, w Poznaniu 10,4%, we Wrocławiu 10,2%, w Krakowie 8,2%, a w Łodzi 6,9%. Średnia cena mieszkania wprowadzonego do sprzedaży w drugim kwartale 2018 roku wzrosła o 14% w porównaniu do poziomu cen sprzed roku i o 12,3% w porównaniu z poziomem cen z pierwszego kwartału 2018 roku, natomiast średnia cena mieszkania sprzedanego w drugim kwartale 2018 roku wzrosła o 6,9% w porównaniu z poziomem cen sprzed roku i o 4,2% w porównaniu z poziomem cen z pierwszego kwartału 2018 roku (*Rynek mieszkaniowy w Polsce...*, 2018). Ze względu na fakt, iż w 2018 roku podaż mieszkań spadała szybciej niż popyt, a dostępna na rynku

oferta mieszkań odpowiadała połowie rocznej sprzedaży, trudno oczekiwać spadku cen mieszkań, uwzględniając dodatkowo przedstawione wcześniej drożące czynniki produkcji. W odróżnieniu jednak od sytuacji z 2007 i 2008 roku można sądzić, że spadek wolumenu obrotów na rynku mieszkań deweloperskich będzie przebiegał stopniowo, co pozwoli firmom na dostosowanie swojej oferty do zmieniającej się sytuacji rynkowej, a szacowany przez ekspertów Emmersona średni wzrost cen nowych mieszkań w kolejnych okresach będzie oscylował w granicach 5–10%, chociaż w najbardziej pożądanym lokalizacjach może być wyższy (E-VALUER INDEX, 2018: 34; Kurkiewicz, 2018).

5. Podsumowanie

Po okresie boomu inwestycyjnego na polskim rynku mieszkań deweloperskich, który miał miejsce w ostatnich latach, na przełomie roku 2017 i 2018 zaczęły pojawiać się pierwsze oznaki jego spowolnienia, do których firmy muszą dostosować swoje strategie działania. W artykule skupiono uwagę na fundamentalnych rynkowych zagrożeniach związanych z poziomem kosztów prowadzonej działalności deweloperskiej, wynikających między innymi z braku pracowników, pogorszenia dostępu do gruntów inwestycyjnych oraz coraz wyraźniejszego wzrostu cen materiałów budowlanych. Są to czynniki kosztotwórcze, które bezpośrednio rzutują na ceny budowanych mieszkań oraz na wyniki finansowe firm deweloperskich. Pogorszenie tych ostatnich oraz klimatu inwestycyjnego, w związku ze wspomnianą na wstępie naturalną zmiennością rynku nieruchomości, może generować ryzyko spowolnienia w sektorze budowlanym, którego skala i tempo zależą zwłaszcza od intensywności pogarszania się warunków funkcjonowania przedsiębiorstw. Tym samym zweryfikowano pozytywnie postawioną na wstępie opracowania tezę badawczą.

Bibliografia

- Allen F., Carletti E. (2011), *Systemic Risk from Real Estate and Macro-prudential Regulation*, „International Journal of Banking, Accounting and Finance”, t. 5, nr 1/2, s. 28–48.
- Aoki K., Proudman J., Vlieghe G. (2004), *House prices, consumption and monetary policy: a financial accelerator approach*, „Journal of Financial Intermediation”, nr 13(4), s. 414–435, <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2004.06.003>.
- Baza danych Biznes radar, <https://www.biznesradar.pl/sektory-gpw/> [dostęp: 22.07.2018].
- Baza danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl> [dostęp: 6.07.2018].
- Bank Gospodarstwa Krajowego, *Mieszkanie dla Młodych*, <https://www.bgk.pl/osoby-fizyczne/mieszkanie-dla-mlodych> [dostęp: 22.07.2018].
- Bracke P. (2013), *How long do housing cycles last? A duration analysis for 19 OECD countries*, „Journal of Housing Economics”, t. 22, cz. 3, s. 213–230, <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2013.06.001>.
- Bryx M. (2004), *Współpraca instytucji funkcjonujących na rynku nieruchomości w systemowym ograniczaniu ryzyka kredytowego*, [w:] K. Jajuga, Z. Krysiak (red.), *Ryzyko kredytowe wie-*

- rytelności hipotecznych. *Modelowanie i zarządzanie*, Związek Banków Polskich, Warszawa, s. 370–388.
- Budownictwo. Dziedzina Baza Wiedzy*, GUS, <http://swaid.stat.gov.pl/SitePagesDBW/Budownictwo.aspx> [dostęp: 5.03.2019].
- Budownictwo mieszkaniowe I kwartał 2018*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/przemysl-budownictwo-srodki-trwale/budownictwo> [dostęp: 22.07.2018].
- Budownictwo mieszkaniowe w okresie styczeń–grudzień 2017 roku*, GUS, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/przemysl-budownictwo-srodki-trwale/budownictwo/budownictwo-mieszkaniowe-w-okresie-styczen-grudzien-2017-roku,5,74.html> [dostęp: 4.03.2019].
- Cadman D., Topping R. (1995), *Property development*, Taylor & Francis Group, London.
- Dobre prawo. Dobre budownictwo* (2017), Raport RED Flag, PZPB.
- E-VALUER INDEX (2018), Emmerson, <https://www.emmerson-evaluation.pl/czytaj-nasze-publicacje/> [dostęp: 9.04.2019].
- Farhi E., Tirole J. (2012), *Bubbly liquidity*, „Review of Economic Studies”, t. 79, nr 2, s. 678–706, <https://doi.org/10.1093/restud/rdr039>.
- Gala-de Vacqueret M. (2018), *Wzrost cen na rynku budowlanym w notowaniach SEKOCENBUD*, <http://www.raportsekocenbud.pl/artukul/n/pokaz/news/wzrost-cen-na-rynku-budowlanym-w-notowaniach-sekocenbud/> [dostęp: 22.07.2018].
- Gawrońska A. (2017), *Kto sprzedał najwięcej nowy mieszkań w Polsce w 2016 roku*, „Rzeczpospolita”, 29.01.2017.
- Gawrońska A. (2018), *O ziemię pod domy deweloperzy biją się z klientami*, „Rzeczpospolita”, 24.06.2018.
- Grunty pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną* (2018), Emmerson, Warszawa.
- Hońko S. (2014), *Kwalifikacja umów deweloperskich i gruntów w zasadach (polityce) rachunkowości wybranych przedsiębiorstw deweloperskich*, „Studia Ekonomiczne”, nr 201, s. 105–114.
- Hott C., Jokipii T. (2012), *Housing Bubbles and Interest Rates*, Working papers, The Swiss National Bank.
- Huffman F.E. (2002), *Corporate real estate risk management and assessment*, „Journal of Corporate Real Estate”, t. 5, nr 1, s. 31–41, <https://doi.org/10.1108/14630010310811984>.
- Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2018 r.* (2018), NBP, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2004), *Znaczenie rynku nieruchomości dla bezpieczeństwa banków*, [w:] K. Jajuga, Z. Krysiak (red.), *Ryzyko kredytowe wierzycelności hipotecznych. Modelowanie i zarządzanie*, Związek Banków Polskich, Warszawa, s. 389–403.
- Ka-hung Yu, Chi-man Hui E., (2018), *Housing construction and uncertainties in a high-rise city*, „Habitat International”, t. 78, s. 51–67, <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2018.05.011>.
- Komunikat Komitetu Stabilności Finansowej po posiedzeniu dotyczącym nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym (2018), <http://www.nbp.pl/nadzormakroostroznościowy/komunikaty/2018-12-17.aspx> [dostęp: 18.12.2018].
- Komunikat nr 1 Ministra Finansów z dnia 5 lutego 2014 r. w sprawie ogłoszenia uchwały Komitetu Standardów Rachunkowości w sprawie przyjęcia Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 8 „Działalność deweloperska” (Dz.Urz. MF z 2014 r., poz. 5).
- Konfederacja Lewiatan (2018), *Propozycje zmian w planowaniu przestrzennym*, http://konfederacjalewiatan.pl/aktualności/2018/1/propozycje_zmian_w_planowaniu_przestrzennym [dostęp: 17.12.2018].
- Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu* (2018), GUS, Warszawa.
- Krajewska M. (2017), *Wartość gruntu w procesie przekształcania przestrzeni*, Wydawnictwo Uczelniane Uniwersytetu Technologiczno-Przyrodniczego w Bydgoszczy, Bydgoszcz.
- Kucharska-Stasiak E. (red.) (2008), *Cykle rynku nieruchomości a sektor bankowy*, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa.

- Kurkiewicz K. (2018), *Skończył się okres rekordów w branży deweloperskiej*, <https://www.reas.pl/komentarze/skonczyl-sie-okres-rekordow-w-branzy-deweloperskiej>.
- Ma W., Li J., Wu W. (2017), *Housing Prices, Investments and Macroeconomic Fluctuations*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3013741>.
- Martin A., Moral-Benito E., Schmitz T. (2018), *The Financial Transmission of Housing Bubbles: Evidence from Spain*, Banco de España Working Paper.
- Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju, Mieszkanie Plus, <https://www.miir.gov.pl/strony/zadania/mieszkanie-plus/> [dostęp: 6.07.2018].
- Pisani R., Pisani R. (2001), *How to Be a Successful Developer*, E-Rights/E-Reads Ltd, New York.
- Polska Klasyfikacja Działalności, <http://www.pkd.com.pl> [dostęp: 22.07.2018].
- Polskie przedsiębiorstwa wczoraj i dziś, Źródła sukcesu i nowe wyzwania* (2017), EY.
- Polskie spółki budowlane 2016* (2016), Deloitte, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/.../polskie-spolki-budowlane-raport-2016.html> [dostęp: 22.07.2018].
- Polskie spółki budowlane 2017* (2017), Deloitte, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/real-estate0/articles/raport-polskie-spolki-budowlane-2017.html> [dostęp: 22.07.2018].
- Potencjalne skutki wprowadzenia ustawy o uproszczeniu procesu inwestycyjnego dla gospodarki* (2017), REAS/Deloitte, <https://www.reas.pl/publikacje?page=1> [dostęp: 9.04.2019].
- Program Mieszkanie Plus, <https://mieszkanieplus.org.pl/> [dostęp: 22.07.2018].
- Raport o stabilności systemu finansowego* (2017), NBP, Warszawa.
- Raport o stanie rynku nieruchomości* (2017), mBank Hipoteczny.
- Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2016 r.* (2017), NBP, Warszawa, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index1.html [dostęp: 9.04.2019].
- Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2017 r.* (2018), NBP, Warszawa, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index1.html [dostęp: 9.04.2019].
- RETrospekcja. Podsumowanie najważniejszych zmian legislacyjnych i trendów orzeczniczych z ostatnich miesięcy w zakresie podatku od nieruchomości* (2016), PWC, <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/2016/retrospekcja-podsumowanie-w-zakresie-podatku-od-nieruchomosci-ret-pwc-polska.html> [dostęp: 9.04.2019].
- Robyg schodzi z giełdy. Właściciel dewelopera podjął ostateczną decyzję* (2018), <https://businessinsider.com.pl/gielda/wiadomosci/robyg-schodzi-z-gieldy-gpw/0ned5sz> [dostęp: 30.07.2018].
- Rola otwartych rachunków powierniczych w finansowaniu budownictwa mieszkaniowego w Polsce* (2018), Reas, <http://www.reas.pl/publikacje> [dostęp: 9.04.2019].
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2018 r., poz. 757).
- Rymarzak M., Siemińska E. (2012), *Factors affecting the location of real estate*, „Journal of Corporate Real Estate”, t. 14, nr 4, s. 214–225, <https://doi.org/10.1108/JCRE-11-2012-0027>.
- Rynek gruntów inwestycyjnych w Polsce. Podsumowanie 2017 r.* (2017), JLL.
- Rynek mieszkaniowy w Polsce II kwartał 2018 r.* (2018), Reas, <http://www.reas.pl/publikacje> [dostęp: 9.04.2019].
- Rynek mieszkaniowy w Polsce IV kwartał 2017 r.* (2017), Reas, <http://www.reas.pl/publikacje> [dostęp: 9.04.2019].
- Siemińska E. (2013), *Ryzyka inwestowania i finansowania na rynku nieruchomości w kontekście etyki i społecznej odpowiedzialności*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Sivitanides P.S., Torto R.G., Wheaton W.C. (2003), *Real Estate Market Fundamentals and Asset Pricing*, „The Journal of Portfolio Management”, special issue, s. 45–53.

- Stan otoczenia biznesowego sektora budowlanego w Polsce* (2016), KPMG, <http://pzpb.com.pl/wp-content/uploads/2016/08/PZPB-KPMG-Stan-otoczenia-biznesowego-sektora-budowlanego-w-Polsce.pdf> [dostęp: 9.04.2019].
- Stanowisko Polskiego Związku Firm Deweloperskich w sprawie projektu ustawy o narodowym funduszu mieszkaniowym i przekazywaniu nieruchomości Skarbu Państwa na cele mieszkaniowe*, www.pzfd.pl/stanowiska-pzfd [dostęp: 26.06.2018].
- Stanowisko Polskiego Związku Firm Deweloperskich ws. zmiany ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z uproszczeniem procesu inwestycyjno-budowlanego*, www.pzfd.pl/stanowiska-pzfd [dostęp: 26.06.2018].
- Stanowisko TUP odnośnie uproszczenia procesu inwestycyjno-budowlanego z dnia 11 października 2017*, <http://urbnews.pl/stanowisko-tup-odnosnie-uproszczenia-procesu-inwestycyjno-budowlanego> [dostęp: 17.12.2018].
- Sytuacja finansowa przedsiębiorstw budowlanych* (2018), *Ogólnopolski raport BIG InfoMonitor o zadłużeniu firm z sektora budowlanego*, <http://pzpb.com.pl/dzialalnosc-pzpb/analizy-i-raporty/> [dostęp: 9.04.2019].
- Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych na rynku Catalyst* (2018), Navigator Dom Maklerski, Warszawa.
- Śleszyński P., Deręgowska A., Kubiak Ł., Sudra P., Zielińska B. (2017), *Analiza stanu i uwarunkowań prac planistycznych w gminach w 2017 roku. Synteza*, Polska Akademia Nauk, Warszawa.
- Śleszyński P., Kowalewski A., Markowski T. (2018), *Studia nad chaosem przestrzennym*, t. III, Polska Akademia Nauk, Warszawa.
- Tirole J. (1985), *Asset bubbles and overlapping generations*, „Econometrica”, t. 53, nr 6, s. 1499–1528.
- TOP 10 firm deweloperskich. Kto sprzedał najwięcej mieszkań w 2017 roku?* (2018), <https://nowawarszawa.pl/top-10-firm-deweloperskich-kto-sprzedal-najwiecej-mieszkan-w-2017-roku> [dostęp: 30.07.2018].
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity: Dz.U. z 2018 r., poz. 1509 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jednolity: Dz.U. z 2018 r., poz. 1036 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jednolity: Dz.U. z 2018 r., poz. 621).
- Ustawa z dnia 20 lutego 2015 r. o zmianie ustawy Prawo budowlane (Dz.U. z 2015 r., poz. 443).
- Ustawa z dnia 14 kwietnia 2016 r. o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa oraz o zmianie niektórych ustaw (tekst jednolity: Dz.U. z 2018 r., poz. 869).
- Ustawa z dnia 5 lipca 2018 r. o ułatwieniach w przygotowaniu i realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji towarzyszących (Dz.U. z 2018 r., poz. 1496).
- Ustawa z dnia 20 lipca 2018 r. o przekształceniu prawa użytkowania wieczystego gruntów zabudowanych na cele mieszkaniowe w prawo własności tych gruntów (Dz.U. z 2018 r., poz. 1716).
- Vlaicu R., Whalley, A. (2011), *Do housing bubbles generate fiscal bubbles?*, „Public Choice”, t. 149, s. 89–108, <https://doi.org/10.1007/s11127-011-9830-y>.
- Wallace N. (2011), *Real Estate Price Measurement and Stability Crises*, IRES Working Paper No. 012.
- Wheaton W.C. (1999), *Real Estate „Cycles”: Some Fundamentals*, „Real Estate Economics”, t. 27, nr 2, s. 209–230.
- Wielgo M. (2018), *Ceny robót budowlanych rosną, a GUS tego nie widzi! Dla wielu firm może się to źle skończyć*, „Murator Plus”, <https://www.muratorplus.pl/biznes/wiesci-z-rynku/ceny-robot-budowlanych-rosna-a-gus-tego-nie-widzi-dla-wielu-firm-moze-sie-to-zle-skonczyz-aa-YEc5-ci21-Ppz4.html> [dostęp: 22.07.2018].


- Wind B., Lersch P., Dewilde C. (2017), *The distribution of housing wealth in 16 European countries: accounting for institutional differences*, „Journal of Housing and the Built Environment”, nr 32(4), s. 625–647, <http://doi.org/10.1007/s10901-016-9540-3>.
- Woods M. (2007), *A Financial Stability Analysis of the Irish Commercial Property Market, Financial Stability Report*, <https://pl.scribd.com/document/29617020/A-Financial-Stability-Analysis-of-the-Irish-Commercial-Property-Market-by-Maria-Woods> [dostęp: 20.07.2018].
- Zagregowane wskaźniki waloryzacyjno-prognostyczne* (2018), SECOCENBUD, Ośrodek Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa „PROMOCJA” Sp. z o.o., Warszawa.
- Zhu H. (2003), *The importance of property markets for monetary policy and financial stability*, BIS Papers, nr 21.
- Zmiany cen materiałów dla budownictwa oraz domu i ogrodu w czerwcu 2018 r.* (2018), <https://www.grupapbsb.com.pl/centrum-prasowe/trendy-cenowe/trend/zmiany-cen-materialow-dla-budownictwa-oraz-domu-i-ogrodu-w-czerwcu-2018-r.html> [dostęp: 17.07.2018].
- Znaczenie budownictwa mieszkaniowego dla polskiej gospodarki. Rola otwartych rachunków powierniczych w finansowaniu budownictwa mieszkaniowego w Polsce* (2018), Raport PZFD, REAS, Warszawa.

Is the Boom in the Residential Real Estate Development Sector in Poland Ending?

Abstract: The business activity of real estate development companies depends on very many macro as well as micro factors. The main determinants of their operation on the real estate market include those of a supply-demand as well as institutional-legal nature. In practice, it turns out, however, that even in the case of excellent financial and sales results for at least a few years, they are faced with increasingly large problems and limitations, which first influence a decrease in growth rate, and later can be a source of problems with financial liquidity. The aim of the work is to identify the most important current determinants connected with the business activity of real estate development companies, accounting for both regulatory as well as market risks. A study states that in 2017–2018, conditions of management in the housing sector have changed and symptoms of their deterioration are visible. The results of the carried out analyses indicate that the investment boom and very favorable climate for carrying out activities connected with real estate development, especially on the housing market, which has been around since at least 2015, began to show increasingly clearer symptoms indicating a halt in the growth rate and a worsening situation of real estate developers at the beginning of 2018. The applied research methods include a study of the source literature and current legal regulations, as well as the analysis of statistical and financial data derived from rich, both primary and secondary empirical databases. The financial data used in the study relate primarily to the leading development companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: property developer, real estate market, risk

JEL: R30, D81, G32

 <p>OPEN ACCESS</p>	<p>© by the author, licensee Łódź University – Łódź University Press, Łódź, Poland. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license CC-BY (http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/)</p>
	<p>Received: 2018-09-30; verified: 2019-01-25. Accepted: 2019-06-18</p>
 <p>Member since 2018 JM13714</p>	<p>This journal adheres to the COPE's Core Practices https://publicationethics.org/core-practices</p>