

NIERUCHOMOŚCI A SEKTOR FINANSOWY W POLSCE

1. SYSTEMY FINANSOWANIA RYNKU NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

Podstawowymi podmiotami systemu finansowego sektora nieruchomości zazwyczaj są klienci/pożyczkobiorcy, którymi mogą być osoby prawne lub fizyczne oraz inwestorzy. Komercyjny system bankowy oraz systemy kredytu kontraktowego można traktować jako podsystem systemu bankowego. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne oraz system ubezpieczeniowy uzupełniają ten system. System ten domykają władze centralne i lokalne, wyspecjalizowane bankowe lub parabankowe instytucje publiczne przeznaczone do realizacji programów rządowych. Omawiane instytucje tworzą na ogół trzy podsystemy:

- ❖ komercyjny system finansowania budownictwa mieszkaniowego i budownictwa nieruchomości komercyjnych na zasadzie ich kredytowania długookresowego zarówno dla osób indywidualnych (kredyt hipoteczny), jak też firm deweloperskich. Obydwie formy tworzą system finansowania kredytem (*debt finance*). Pomimo komercyjnego charakteru, system ten, zwłaszcza w obszarze finansowania osób fizycznych, był tworzony zwykle przy udziale czynnika publicznego i często w różnych formach oddziaływanie to jest nadal kontynuowane;
- ❖ komercyjny system finansowania na zasadzie udziałów kapitałowych (*equity finance*). Często dotyczy to inwestycji związanych z terenem, jak też nieruchomości komercyjnych. Jest on prowadzony przez specjalistyczne nieruchomościowe fundusze inwestycyjne, czasami przez banki podejmujące inwestycje o znacznym stopniu ryzyka;

- ❖ system finansowania bądź wspierania inwestycji mieszkaniowych i infrastrukturalnych ze środków publicznych w ramach Partnerstwa Publiczno-Prywatnego (PPP).

Środki na finansowanie sektora nieruchomości pochodzą z trzech podstawowych źródeł: środków własnych inwestorów, kredytów banków i środków instytucji finansowych oraz środków administracji centralnej i lokalnej. Cechą charakterystyczną systemu, zwłaszcza w przypadku nieruchomości mieszkaniowych, jest daleko idące zróżnicowanie rozwiązań instytucjonalnych oraz regulacji prawnych dotyczących zarówno systemu bankowego, jak też jego funkcjonowania, a zwłaszcza wsparcia państwa. Są one zróżnicowane, szczególnie w krajach słabo rozwiniętych, także ze względu na tradycje, sposoby gromadzenia i wykorzystania środków własnych konsumentów oraz kredytów bankowych.

Polityka państwa oraz związane z nią instytucje i regulacje prawne są zróżnicowane zależnie od kraju. Podlegają też istotnym zmianom w poszczególnych państwach w miarę realizacji określonych celów społeczno-ekonomicznych, powstawania nowych wyzwań i priorytetów oraz gromadzenia doświadczeń. Generalnie dotyczy to trzech sfer: wspierania budownictwa mieszkaniowego, poprawy jakości i efektywności istniejącego zasobu (prywatyzacja, wspierane przez państwo programy remontowe i rehabilitacyjne, oszczędność energii itp.) oraz wspierania słabszych ekonomicznie grup ludności.

System finansowania poprzez nieruchomościowe fundusze inwestycyjne wykazuje w ciągu ostatnich lat znaczną dynamikę rozwoju, pomimo licznych w tym okresie kryzysów na rynkach nieruchomościowych różnych krajów. Jednak podstawowym źródłem finansowania nieruchomości, w tym głównie mieszkaniowych, pozostają środki systemu bankowego. Alternatywny, lecz często powiązany z systemem bankowym, jest system hurtowy. Na masową skalę występuje on tylko w USA i jest, pomimo „wolnorynkowej” ideologii, bardzo mocno sponsorowany przez państwo oraz promowany jako najefektywniejsze rozwiązanie. Z tego też powodu systemy te, jak też pokrewne do systemu bankowego system kredytu kontraktowego, zostanie omówiony w najszerszym zakresie.

2. SYSTEM BANKOWY I SYSTEMY OPARTE NA SEKURYTYZACJI

Podobnie jak polityka mieszkaniowa, również systemy finansowe, w tym bankowe, w mieszkalnictwie kształtowały się przez wiele lat, opierając się na indywidualnych doświadczeniach poszczególnych krajów.

O ile finansowanie inwestycji mieszkaniowych, zwłaszcza wielorodzinnych, bądź kompleksów budynków jednorodzinnych realizowanych przez dewelopera, nie odbiegało istotnie od finansowania inwestycji komercyjnych, o tyle doświadczenia z finan-

sowaniem zakupów mieszkań lub pojedynczych domów przez konsumenta były raczej negatywne i w konsekwencji powodowały interwencję państwa.

Odmiennosc finansowania zakupu mieszkań wynikała z jego kapitałochłonności i w rezultacie powodowała konieczność rozłożenia zakupu na wiele lat. Było to jednak ryzykowne dla systemu bankowego, który w początkowym okresie rozwoju opierał się na małych bankach bez długoterminowego kapitału. W konsekwencji udzielenie zbyt wielu kredytów hipotecznych powodowało problemy płynnościowe oraz mogło, w razie paniki na rynku bądź niewypłacalności części kredytobiorców, zagrozić kondycji finansowej banku.

Długi i wysoki w relacji do dochodów kredyt mieszkaniowy powodował z kolei u konsumenta bardzo wysokie ryzyko stopy procentowej.

Aby zmniejszyć ryzyko kredytów, banki udzielały ich relatywnie mało i na warunkach znacznie twardszych niż obecnie. Stosunek kredytu do wartości mieszkania (LTV) wynosił maksimum 50% wartości mieszkania, odsetki płacono w pełnej wartości, kapitał rozkładano na 10–15 lat, jednakże umowa kredytowa opiewała na 5 lat. Czasami zawierano umowy tylko na spłatę odsetek z płatnością pełnego kapitału na koniec umowy kredytowej, opiewającej też zwykle na maksimum 5 lat (*balloon loans*). Kredyty te musiały być więc co 5 lat odnawiane¹.

Taki racjonalny z punktu widzenia banku, tj. w skali mikro, system był niebezpieczny dla klienta, a w konsekwencji dla banku w ujęciu makroekonomicznym, gdy negatywne procesy w gospodarce i sektorze kumulowały się. Problemy gospodarcze i związane z nimi przejściowe problemy na rynkach nieruchomości (wzrost stóp procentowych, spadek dochodów) powodowały, że banki nie chciały zawierać nowych umów kredytowych, bojąc się spadku cen nieruchomości i związanego z nim ryzyka zabezpieczenia hipotecznego. W konsekwencji wskutek braku odnawiania umów kredytowych przez banki po kolejnych 5 latach, powstawało zjawisko braku płynności klienta i jego eksmisja. Gdy zjawisko miało charakter masowy, w skali makro konsekwencjami były spadek cen nieruchomości, ostrzejsza polityka banków, pogłębienie omawianych problemów i w efekcie masowe bankructwa banków.

Również stosowanie 50% udziału środków własnych nie sprzyjało dostępności kredytu mieszkaniowego i w konsekwencji mieszkań.

Polityczny charakter potrzeb mieszkaniowych spowodował, że we wszystkich rozwiniętych krajach podjęto działania w celu rozwiązania omawianych problemów, tj. stworzenia systemu oferującego dostępne kredyty hipoteczne bezpieczne zarówno dla kredytodawcy, jak też kredytobiorcy. Zastosowane rozwiązania różniły się jednak między sobą, ale w początkowym okresie cechą charakterystyczną był wysoki udział czynnika publicznego jako twórcy regulacji i instytucji. W niektórych krajach udział ten w postaci pośredniej utrzymuje się do dzisiaj. Podstawowy

¹ Materiały CMHC oraz Fannie Mae.

problem zapewnienia długoterminowego kapitału, aby bezpiecznie refinansować długie kredyty, tj. ograniczyć ryzyko płynności, rozwiązano w różny sposób:

- ❖ tworząc możliwości bezpośredniego pozyskiwania na rynkach kapitałowych kapitału długoterminowego poprzez emisję dłużnych papierów bankowych;
- ❖ tworząc systemy, w których wierzytelności hipoteczne są sprzedawane na rynku kapitałowym w sposób bezpośredni lub pośrednio poprzez sprzedaż opartych na nich papierów typu *securities*,
- ❖ tworząc możliwości pośredniego dostępu do rynku kapitałowego poprzez specjalistyczne instytucje (centralny bank hipoteczny);
- ❖ ograniczając ryzyko w systemie finansowanym depozytami ludności poprzez systemy ubezpieczenia wartości zastawu na wypadek kryzysu na rynku nieruchomości;
- ❖ tworząc systemy zamknięte operujące obok rynku kapitałowego i pieniężnego.

Ryzyka związane z wahaniami stóp procentowych ograniczono poprzez:

- ❖ odpowiednią politykę makroekonomiczną i związaną z nią politykę pieniężną;
- ❖ politykę nadzorczą wobec systemu bankowego zapobiegającą kryzysom finansowym;
- ❖ specjalne instrumenty kredytowe, bądź zabezpieczenia wbudowywane w klasyczne instrumenty.

Trzeba jednak stwierdzić, że chociaż teoretycznie ryzyka te są w pełni kontrolowalne, to jednak stanowią one podstawowe wyzwanie współczesnego rynku nieruchomości i były już powodem znacznych problemów.

Większa dostępność kredytu poprzez jego zwiększenie, potaniecie i lepsze dostosowanie do sytuacji kredytobiorcy była z kolei możliwa dzięki:

- ❖ wydłużeniu nawet do 30 lat okresu spłaty kredytu;
- ❖ obniżeniu realnych i nominalnych stóp procentowych w gospodarce dzięki właściwej polityce gospodarczej;
- ❖ obniżeniu ryzyka kredytowego i w konsekwencji ceny kredytu poprzez standaryzację procedur bankowych, przepisów prawnych dotyczących ochrony kredytodawcy, lepsze zarządzanie ryzykiem przez banki. W konsekwencji spowodowało to potaniecie kredytów poprzez obniżenie marży banków przeznaczonej na pokrycie tego ryzyka;
- ❖ popieraniu konkurencji w sektorze bankowym wymuszającej obniżkę marż;
- ❖ dalszemu obniżaniu udziału własnego kredytobiorcy, co było z kolei możliwe dzięki wprowadzeniu komercyjnych oraz państwowych ubezpieczeń kredytowych, działających jako ubezpieczenie wartości zastawu oraz lepsze poznanie rynku i zarządzanie związanym z tym ryzykiem.

W rezultacie można mówić o powstaniu wielu rozwiązań systemu finansowego opartego na bankach i działalności komercyjnej w sektorze mieszkaniowym, to jest systemu:

- ❖ opartego na bankach uniwersalnych lub na bankach specjalistycznych;
- ❖ otwartego stosującego rynkowe stopy procentowe lub systemu zamkniętego, którego idea jest brak bezpośredniej transmisji zakłóceń na rynku pieniężnym i kredytowym na sektor;
- ❖ finansującego się na rynku pieniężnym lub na rynku kapitałowym;
- ❖ opartego na modelu centralnego banku mieszkaniowego bądź modelu rozproszonym, tj. opartym na pojedynczych bankach;
- ❖ opartego na modelu sekurytyzacyjnym bądź bankowych papierów dłużnych typu obligacje hipoteczne;
- ❖ opartego na specjalizacji pionowej (bank) bądź poziomej (tzw. model hurtowy – *wholesale*).

Dyskusja dotycząca wad i zalet poszczególnych rozwiązań wydaje się bardzo trudna, gdyż warunki poszczególnych krajów są niezbyt porównywalne. Wymienia się w niej raczej zalety finansowania z rynku kapitałowego oraz specjalizacji (Lea, 1999). Państwa europejskie, a zwłaszcza Niemcy, podkreślają walory modelu bankowości hipotecznej w stosunku do modelu sekurytyzacyjnego, chociaż występują tutaj obydwa rozwiązania, a obecnie perspektywy rozwoju sekurytyzacji nawet w Niemczech zaczynają wyglądać obiecująco. Dla banków hipotecznych jest to droga na finansowanie różnicy pomiędzy 60% wartości bankowo-hipotecznej dopuszczalnej ustawą o bankach hipotecznych a rzeczywistą wartością udzielanych kredytów. Autorzy amerykańscy, którzy oceniają systemy głównie z punktu widzenia ich płynności oraz konkurencji, dosyć sceptycznie odnoszą się do rozwiązań niemieckich jako ograniczających konkurencję w sektorze (por. Struyk, 2000). Z drugiej jednak strony pomijają milczeniem rzeczywiste oraz domniemane gwarancje związane z systemem hurtowym, jak też pośrednie dotacje do tego systemu poprzez utrzymywanie znacznie niższych niż dopuszczalne prawem bankowym wymogów kapitałowych przez instytucje wtórnego rynku. W ich opinii lepszym rozwiązaniem są systemy oparte na bankach uniwersalnych oraz instytucjach wtórnego rynku, a więc zbliżone do tych, które funkcjonują w USA (por. Diamond, Lea, 1992). Wydaje się jednak, że na razie lobby związane z bankami hipotecznymi, zwłaszcza niemieckimi, jest lepiej zorganizowane, aby utrzymać prymat tego modelu, niezależnie od jego rzeczywistych zalet. Dodatkowo, w wielu krajach następują zmiany modelu w wyniku działania sił rynkowych i często mają one przeciwstawny charakter. Na przykład system europejski, za wyjątkiem Wielkiej Brytanii, zaczynał od modelu banków hipotecznych, obecnie coraz większego znaczenia nabiera model sekurytyzacyjny i banków uniwersalnych. Jest to w niektórych krajach reakcja na nadmierne przywileje jakimi cieszyły się banki hipoteczne. W Kanadzie system startował od modelu połączenia z rynkiem kapitałowym, aby ostatecznie przybrać formę banków uniwersalnych finansujących się w znacznym stopniu z depozytów. Zarówno w USA, jak i w Wielkiej Brytanii poniósł klęskę otwarty system kontraktowy, podczas gdy teoretycznie gorszy zamknięty

funkcjonuje w Niemczech z dużym sukcesem. Dlatego popularna i prawdziwa jest teza, że nie ma idealnego modelu finansowania mieszkalnictwa, natomiast istnieje problem dopasowania modelu do konkretnych warunków danego kraju (por. Lea i Diamond, 1995).

Inną drogą, stosowaną szczególnie chętnie w początkowym okresie budowy systemu po okresach wojen i zniszczeń, jak też w krajach rozwijających się, było stosowanie specjalnych systemów finansowania budownictwa mieszkaniowego, działających w znacznej części na zasadach nierynkowych. Są one zwykle finansowane z podatków oraz emisji papierów dłużnych gwarantowanych przez rząd. Oferują kredyty oprocentowane poniżej rynkowych stóp procentowych. Doświadczenia z tymi instytucjami nie są na ogół najlepsze, a wiążą się z tym przede wszystkim takie problemy, jak (por. Christian, 1991):

- ❖ pokusa nadużycia (*moral hazard*);
- ❖ wysokie koszty tworzenia nowych instytucji;
- ❖ zaburzenia rynku finansowego i mieszkaniowego.

Hazard moralny związany jest z gwarancjami budżetowymi i często przyjmuje postać słabej kontroli jakości udzielanych kredytów. W skrajnych przypadkach może prowadzić do bankructwa tych instytucji. Wysokie koszty związane są z nieefektywną, bo nie poddaną konkurencji rynkowej, organizacją. Zaburzenia rynku nieruchomościowego i mieszkaniowego wynikają z wypierania instytucji komercyjnych, mogących oferować kredyty tylko na warunkach rynkowych, przez instytucje publiczne nie mające ostrego ograniczenia budżetowego, jak też w dłuższym okresie z nadmiernej podaży nieruchomości.

Główna dyskusja na temat kształtu sektora finansowego związanego z sektorem nieruchomości dotyczy pytania, na które w odniesieniu do reszty systemu bankowego odpowiedziano już dawno, a które ma wyjaśnić, czy ma on mieć kształt specjalistyczny, czy oparty na bankowości uniwersalnej. Dyskusja ta trwa od wielu lat, z różnym nasileniem w różnych krajach, a argumenty dostarczane są przez funkcjonujące systemy bankowe. W większości przypadków opierają się one na konkurencji systemów wyspecjalizowanych i uniwersalnych.

W systemach opartych na bankach uniwersalnych podstawowym podmiotem na rynku mieszkaniowym są uniwersalne banki komercyjne bądź duże kasy oszczędnościowo-pożyczkowe. Finansują one kredyty mieszkaniowe z kapitału własnego, lokat towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych oraz depozytów krótko- i średnioterminowych.

Główną zaletą takiego systemu są niskie koszty depozytów oraz brak koncentracji ryzyka związanego z sektorem w jednym banku. Całościowa analiza kosztów funkcjonowania systemu, włączając koszty sieci oraz niezbędne rezerwy płynnościowe, pokazuje, że przewaga takiego systemu, o ile w ogóle istnieje, nie jest duża (por. Diamond, Lea, 1992). Istotnym problemem stają się z kolei wysokie koszty specjalistycznej działalności, jaką są przede wszystkim pożyczki budowlane

i w mniejszym zakresie hipoteczne w relacji do zaangażowania banków w ten rodzaj działalności. Działalność tego typu, polegająca na finansowaniu długoletnich kredytów z krótkookresowych depozytów, natrafia też na naturalną barierę, jaką staje się wzrost ryzyka płynnościowego banku w miarę wzrostu udziału kredytów hipotecznych w całości aktywów. Na ogół bariera ta pojawia się przy poziomie około 15–20% kredytów hipotecznych w portfelach kredytowych banków, lecz jest też uzależniona od wielu pozostałych czynników (struktura pasywów oraz aktywów, płynność rynku wierzycelności itp.).

Formą pozyskiwania kapitału przez banki uniwersalne może być w takim przypadku emisja obligacji zabezpieczonych na aktywach banku oraz przepływach udzielonych kredytów hipotecznych. Obligacje tego typu nie mają jednak żadnych specjalnych przywilejów, jak na przykład niemieckie hipoteczne listy zastawne, i konkurują o kapitał na rynku na równi z innymi papierami wartościowymi.

Dalsze finansowanie sektora przez banki uniwersalne musi być zatem związane z wejściem na rynek kapitałowy poprzez sprzedaż obligacji lub sprzedaż portfela instytucjonalnym inwestorom w postaci bezpośredniej, bądź poprzez sekurytyzację. Systemy tego typu funkcjonują najlepiej, ze względu na wielkość rynku, w USA, i ich znaczenie po klęsce kas oszczędnościowych (*savings and loans*), na których poprzednio opierał się system, szybko rośnie.

Inną możliwością dla banków uniwersalnych jest finansowanie odnawialnymi kredytami średnioterminowymi (*balloon loan*), tak jak na początku wieku w USA, czy obecnie w Kanadzie (por. CMCH, 1994 oraz Lea i Diamond, 1995). Problem luki płynnościowej rozwiązywano oferując średnioterminowe, zwykle 5-letnie, kredyty o długookresowej amortyzacji refinansowane w terminie zapadalności. Jak wynika ze współczesnych doświadczeń, elementem niezbędnym takiego systemu musi być powszechne i wiarygodne ubezpieczenie wartości zastawu. Zapewnia ono płynność refinansowania kredytu po upływie 5 lat. Jak wykazują bowiem doświadczenia historyczne, w przypadku spadku cen nieruchomości, co zdarza się cyklicznie w gospodarce rynkowej, banki nie zechcą odnowić umów kredytowych na następny okres. Powoduje to masową niewypłacalność klientów, przejmowanie nieruchomości przez banki oraz dalszy spadek cen, a w konsekwencji wypowiedzenie umów kredytowych przez dotychczasowych klientów i bankructwa banków. System ubezpieczeń wartości zastawu nawet w warunkach kryzysu i spadku cen nieruchomości zapewnia bankowi wartość zastawu, a więc odzyskanie pożyczonych pieniędzy. W efekcie nawet w takich sytuacjach banki po upływie 5-letnich kredytów hipotecznych zawierają nowe 5-letnie umowy kredytowe, nie dopuszczając do pogłębienia szoku popytowego, załamania się rynku i w konsekwencji samych banków.

Model banków komercyjnych, centralnej semipublicznej instytucji ubezpieczającej oraz refinansowanych pożyczek średnioterminowych istnieje w Kanadzie.

W krajach, w których funkcjonują banki hipoteczne bądź instytucje specjalistyczne oparte na rynku kapitałowym, pojawia się jako dodatkowe zagrożenie

konkurencja kredytów o stałych stopach procentowych – zwykle preferowanych przez konsumentów. W konsekwencji pod jej naciskiem banki uniwersalne podejmują często ryzyko transformacji pasywów o zmiennych stopach w aktywa o stałych stopach. W przypadku wahań stóp procentowych sytuacja taka może prowadzić do poważnych bankructw w systemie bankowym².

W większości krajów jako klasyczny bank uniwersalny udzielający kredytów mieszkaniowych występuje kasa oszczędnościowo-pożyczkowa. Zwykle jest to instytucja o charakterze lokalnym bądź regionalnym, specjalizująca się w gromadzeniu oszczędności ludności i kredytowaniu konsumpcyjnym oraz niewielkich przedsiębiorstw i rzemiosła. Często specjalizuje się ona w finansowaniu sektora mieszkaniowego, zwykle kredytowaniem hipotecznym. Źródłem finansowania kredytów są oszczędności ludności, często długoletnie, przeznaczone na mieszkanie w postaci kontraktów, bądź pochodzące z kontraktów oszczędnościowych na ogólnych zasadach. Oferują one kredyty o zmiennej stopie procentowej transformując depozyty ludności w kredyty długoterminowe. Czasami oferują też kredyty o stałych stopach procentowych. System kas oszczędnościowych jest podstawowym konkurentem systemu banków hipotecznych.

Systemy specjalistyczne opierają się na bankach hipotecznych, bądź funkcjonują według modelu centralnego banku mieszkaniowego jako instytucji refinansowej lub wtórnego rynku typu spółka celowa lub specjalnego przeznaczenia (SPV – *Special Purpose Vehicle*). Szczególnym przypadkiem instytucji specjalistycznych finansujących sektor są mieszkaniowe kasy oszczędnościowo-pożyczkowe w systemie otwartym lub zamkniętym. Istnieją one równoległe do głównego nurtu instytucji oferujących kredyty hipoteczne jako instytucje wspomagające.

Systemy oszczędnościowo-pożyczkowe rozwiązywały problem dostępu do długoterminowych środków pożyczkowych poprzez łączenie – w formie kontraktu – oszczędzania na mieszkanie z kredytowaniem. Systemy te pierwotnie rozwinęły się w Wielkiej Brytanii, a następnie w USA, Niemczech, Francji i innych krajach europejskich. W toku historycznej ewolucji ukształtowały się ostatecznie dwa systemy: otwarte oraz zamknięte. Pierwsze z nich przybierają postać kas oszczędnościowo-pożyczkowych ze specjalizacją mieszkaniową, drugie tworzą system zamknięty, odizolowany od rynku kapitałowego (obydwa systemy omawiane są w dalszej części pracy przy prezentacji polskich doświadczeń z systemami kredytu kontraktowego).

System klasycznych banków hipotecznych znalazł swoje najpełniejsze odbicie w rozwiązaniach niemieckich oraz duńskich. Tworzą one, odizolowany od reszty gospodarki, sektor udzielający tylko kredytów hipotecznych i refinansujący się hipotecznymi listami zastawnymi o charakterystyce finansowej dopasowanej do udzielanych kredytów. Typowy produkt tradycyjnego banku hipotecznego to wieloletni kredyt o stałej stopie procentowej, bez możliwości przedterminowej spłaty. Jest on refinan-

² Sytuacja tego typu była główną oprócz deregulacji przyczyną masowych bankructw amerykańskich kas oszczędnościowo-pożyczkowych tzw. *savings and loan* (por. Dennis i Robertson, 1995).

sowany hipotecznymi listami zastawnymi o stałej stopie procentowej, zabezpieczony kredytami o maksymalnym LTV nie przekraczającym 60% wartości bankowo-hipotecznej i przepływie gotówki gwarantowanej przez bank. Wierzytelności będące podstawą emisji listów hipotecznych mają wysoką pozycję przy egzekucji i nie wchodzą do masy upadłościowej banku. Banki hipoteczne w znacznym stopniu wyłączone są więc z konkurencji międzybankowej, natomiast konkurują wewnątrz sektora.

Bardziej otwarte, chociaż również specjalistyczne, rozwiązanie prezentuje model amerykański. Problem braku płynności banków, przy nadmiernym zaangażowaniu w finansowanie hipoteczne, jest rozwiązywany drogą powołania specjalnej instytucji finansowej refinansującej wierzytelności hipoteczne, oparte na środkach inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów indywidualnych, bądź sekurytyzującej je dla tych samych inwestorów. Ażeby taka instytucja działała sprawnie, konieczna jest standaryzacja produktów oraz procedur – warunku wyszacowania poziomu ryzyka.

Innym elementem charakterystycznym dla tego systemu jest, przynajmniej na początku, publiczny charakter i związane z tym gwarancje rządowe. W dalszej kolejności instytucje te mogą być prywatyzowane przez sprzedaż udziałów bankom włączonym w system. Podobne instytucje są też powoływane przez prywatne banki. System jest zorientowany na płynność, co polega na tym, że każda instytucja finansowa emitująca kredyty hipoteczne, zgodnie z przyjętymi standardami, może je sprzedać bądź refinansować poprzez rynek kapitałowy lub instytucje wtórnego rynku. W konsekwencji udzielający kredytów udzielają ich według przyjętych standardów, aby mieć możliwość ich odsprzedaży.

Teoretyczny spór o zalety i wady specjalizacji w sektorze nie jest rozstrzygnięty, tak jak zróżnicowane są rozwiązania w poszczególnych krajach. Jako podstawowe argumenty o charakterze ogólnym na rzecz specjalizacji wymienia się zwykle (por. Diamond, Lea, 1992):

- ❖ bardziej złożony produkt wymagający specjalistycznej obsługi, a więc charakteryzujący się wysokimi kosztami stałymi. W konsekwencji niezbędny jest minimalny poziom udzielanych kredytów, aby było to opłacalne dla banku, co jest łatwiejsze przy specjalizacji;
- ❖ bardziej skomplikowany rynek oraz produkty wymagające specjalistycznego monitoringu i zarządzania ryzykiem portfela;
- ❖ relatywnie niskie ryzyko kredytowe pozwalające na koncentrację ryzyka sektorowego, zwłaszcza w przypadku dobrej znajomości rynku.

Jako argumenty w skali mikro podaje się zwykle dodatkowo:

- ❖ pełny rachunek kosztów uniemożliwiający wzajemne subsydiowanie produktów i w konsekwencji lepsza kontrola kosztów. W efekcie poziom kosztów operacyjnych w relacji do aktywów oraz przychodów jest w specjalizowanych instytucjach znacząco niższy, np. w Niemczech dwukrotnie;
- ❖ znacznie silniejsze bodźce do dbałości o wynik finansowy.

Jako podstawowe argumenty przeciwko specjalizacji wymienia się koncentrację ryzyka sektorowego oraz tworzenie sektorów wyłączonych z konkurencji międzysektorowej. Obecnie zdają się przeważać argumenty zwolenników specjalizacji (por. Diamond, Lea, 1995 i Christian, 1991). Przeprowadzone na początku lat 90. pod auspicjami Fannie Mae badania efektywności systemu finansowania, obejmujące wybrane kraje zachodnioeuropejskie oraz USA, wykazały wyższą efektywność modelu specjalistycznego zasilanego z rynku kapitałowego (por. Diamond, Lea, 1992). Jako miarę efektywności przyjęto długookresowe różnice pomiędzy papierami wartościowymi opartymi na portfelach hipotecznych a bonami skarbowymi o porównywalnej zapadalności. Najbardziej efektywny okazał się amerykański system hurtowy, na drugiej pozycji uplasował się klasyczny duński system banków hipotecznych, zaś na kolejnych brytyjski (wtórny rynek) oraz niemiecki. Oznacza to mniejsze marże związane z ryzykiem w systemie amerykańskim, co jest sprzeczne z powszechnym odczuciem i być może świadczy o niedocenianiu ryzyka lub jego przecenianiu w Niemczech. Wydaje się jednak, że istotny wpływ na taki wynik mógł mieć fakt domniemywanych gwarancji państwowych dla kredytów sekurytyzowanych przez największe, semipubliczne instytucje wtórnego rynku w USA. Porównując bezwzględną wysokość całkowitej marży w omawianych systemach, a więc rzeczywiste ich koszty, najefektywniej wypadają systemy niemiecki i duński. Jak jednak wspomniano na początku, w rzeczywistości gospodarczej na razie z równym sukcesem funkcjonują obydwa systemy, tj. uniwersalny oraz specjalistyczny (por. Diamond, Lea, 1992).

Naturalną drogą finansowania kredytów hipotecznych, a więc długookresowych, są w rozwiniętych systemach bankowych środki rynku kapitałowego. Dlatego też następnym zagadnieniem związanym z kształtem sektora finansowego jest sposób pozyskiwania środków z tego rynku. Możliwe rozwiązania to przyjęcie modelu z tzw. centralnym bankiem mieszkaniowym lub opartego na pojedynczych bankach.

Potencjalni inwestorzy w wierzytelności hipoteczne, aby minimalizować swoje ryzyko, będą poszukiwać portfeli kredytowych o wysokiej jakości, to jest w większości przypadków oferowanych przez duże i znane instytucje. Dodatkowo wysokie koszty transakcyjne operacji typu sprzedaż lub refinansowanie wierzytelności w krajach bez rozwiniętych systemów tego rodzaju, znacznie ograniczają ich dostępność dla mniejszych instytucji finansowych.

Dostęp do rynku kapitałowego dla większości operujących w sektorze instytucji finansowych zapewnia model centralnego banku hipotecznego. Instytucje tego typu funkcjonują obecnie na dużą skalę w USA, ale również w Europie (Francja, Szwajcaria), (por. Chiquier, 1998).

Systemy tego typu powstały pierwotnie w USA z inicjatywy rządu. Konieczność istnienia wtórnego rynku długów hipotecznych lub możliwości refinansowania istniejącego portfela wynikają ze sprzeczności między popytem na kredyt mieszkaniowy a dostępem do źródeł kapitału długoterminowego. Finansowanie kredytów

hipotecznych z depozytów krótko- i średnioterminowych rodziło ryzyko utraty płynności banku, gdy rozmiary portfela hipotecznego robiły się znaczące.

Powstały też problemy związane z przestrzennymi dysproporcjami między popytem a podażą kapitału. W przypadku USA były one dodatkowo związane ze specyfiką amerykańskiego systemu bankowego – stanowym charakterem banków. W regionach kraju, jak też w krajach szybko rozwijających się, mogą występować niedostatki kapitału pożyczkowego. Jednocześnie istnieją kraje i regiony z rozwiniętym sektorem finansowym, poszukującym lokat. W konsekwencji mogą powstawać duże regionalne różnice w stopach procentowych. Sytuacja taka zaistniała w USA w latach 30. Powołano tam dwie instytucje typu bank centralny. Jedna z nich refinansowała banki (kasy oszczędnościowo-pożyczkowe), druga skupowała wierzytelności finansując je początkowo poprzez emisję obligacji mających gwarancje państwa (por. Dennis, Robertson, 1995). W następnym etapie, który rozpoczął się dopiero w latach 80., wprowadzono na szeroką skalę techniki sekurytyzacyjne dla instytucji skupującej wierzytelności. Jej wprowadzenie umożliwiło lepsze z punktu widzenia inwestora zarządzanie ryzykiem kredytowym (por. Lea, Diamond, 1995) z uwagi na sprzeczność pomiędzy koniecznością operowania na rynkach lokalnych dla minimalizacji ryzyka kredytowego oraz z drugiej strony koniecznością ogólnokrajowej dywersyfikacji portfela ze względu na ryzyko rynku i ryzyko makroekonomiczne. Lokalna emisja kredytu przez bank znający lokalny rynek oraz klienta minimalizuje ryzyko kredytowe w skali mikro. Możliwość dywersyfikacji kredytów w sekurytyzowanej grupie (*pools*) na podstawie historycznych doświadczeń umożliwia z kolei ograniczenie tak istotnego w tym sektorze ryzyka związanego z lokalnym oraz makroekonomicznym charakterem kryzysów. Bezpośrednim impulsem do tej zmiany, która zaowocowała przebudową całego systemu, było bankructwo systemu banków oszczędnościowo-pożyczkowych (*savings and loan*).

Współcześnie funkcjonujące instytucje typu centralny bank hipoteczny mogą mieć charakter instytucji rządowych lub prywatnych; może występować jedna lub kilka takich instytucji. Jako funkcja podstawowa występuje sekurytyzacja portfeli kredytowych współpracujących banków lub ich refinansowanie środkami pozyskanymi przez emisję obligacji. Zwykle pełnią one następujące funkcje (wszystkie lub kilka z nich), (por. Fannie Mae, 1990):

- ❖ skup kredytów hipotecznych na rynku pierwotnym oraz ich refinansowanie obligacjami hipotecznymi. Obligacje oraz kredyty są wykazywane w bilansie instytucji (stary system *Fannie Mae*);
- ❖ emisja obligacji hipotecznych oraz finansowanie kredytów w postaci depozytów w bankach hipotecznych. Kredyty hipoteczne nie występują wtedy w bilansie instytucji (*Federal Home Loan Banks*), bądź występują (hipoteka na hipotece);
- ❖ skup kredytów hipotecznych na rynku oraz ich sekurytyzacja (*Fannie Mae*, *Freddie Mac* oraz prywatne spółki specjalnego przeznaczenia SPV). Kredyty hi-

- poteczne nie są wtedy wykazywane w bilansie instytucji, aczkolwiek w przypadku instytucji państwowych występują gwarancje państwa, jawne lub *implicite*;
- ❖ ubezpieczanie zastawu kredytów będących przedmiotem sekurytyzacji, ubezpieczanie regularności przepływu gotówki, realizacja rządowych programów gwarancji i ubezpieczeń kredytowych oraz subsydiów dla wybranych grup ludności (Blood, 1998 a,b).

Systemy tego typu zapewniają wysoką płynność wierzytelności hipotecznych, a w konsekwencji wysoki poziom konkurencji na rynku kredytów hipotecznych oraz alokację kapitału stosownie do popytu. Warunkiem podstawowym jest wiarygodność instytucji. Dlatego też w początkowym okresie w USA były one zakładane jako państwowe oraz ogólnostanowe. Negatywnym skutkiem była monopolizacja powiązań z rynkiem kapitałowym, która utrzymywała się też w późniejszym okresie i nie bardzo wiadomo, jak rozwiązać ten problem. Natomiast instytucje takie operujące we Francji i Szwajcarii mają charakter prywatny. Równie istotna jest ich zdolność do narzucenia standaryzacji wymogów dotyczących skupionych lub finansowanych wierzytelności hipotecznych i zapewnienie ich dobrej jakości. Jest to jednak związane ze skalą działalności.

System ten miał wielu zwolenników przed wybuchem ostatniego kryzysu finansowego. Pomimo dosyć skomplikowanych procedur związanych z tego typu systemem, bardzo duża skala prowadzonych operacji powodowała tak znaczne obniżenie kosztów, że różnica pomiędzy kredytem hipotecznym na rynku a stopą procentową płaconą od wartościowych papierów hipotecznych w przypadku USA nie przekraczała 2%. Możliwość indywidualnego odsprzedania kredytu hipotecznego, bądź części portfela w postaci tzw. *securities*, bądź pozyskanie długookresowego kapitału poprzez emisję obligacji przez bank centralny, ułatwiała zachowanie płynności, umożliwiała też przepływ kapitału w skali kraju. Pakiety ubezpieczonych kredytów hipotecznych, dobranych według zasady minimalizacji ryzyka (np. MBS – *Mortgage Backed Securities*), lub obligacje hipoteczne banku centralnego wydawały się dobrą formą lokaty dla instytucji finansowych poszukujących długoletnich, bezpiecznych i rentownych lokat (fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe). Dawało to możliwość przepływu kapitału zarówno w skali regionalnej, jak też na rynkach międzynarodowych. Instrumenty typu MBS były emitowane przez duże, państwowe bądź prywatne instytucje finansowe (najbardziej znane *Fannie Mae* w USA, *Canada Mortgage and Housing Corporation* w Kanadzie). Obligacje hipoteczne są emitowane zarówno przez instytucje wtórnego rynku, jak też przez prywatne banki na podstawie ich portfela. Obrót wierzytelnościami hipotecznymi odbywa się przez prywatnych brokerów lub przez wyspecjalizowane instytucje finansowe, w zależności od skali.

Alternatywą dla modelu specjalistycznego opartego na scentralizowanych instytucjach jest model rozproszony. W klasycznej postaci występuje on w Niemczech oraz w Danii, a w zmodyfikowanej – w Szwecji i Francji. W modelu tym wyspecjalizowane instytucje, tj. banki hipoteczne, udzielają wieloletnich kredytów refinan-

sowanych na rynku kapitałowym poprzez hipoteczne listy zastawne. Rygorystyczne regulacje działalności banku hipotecznego oraz emisji listów zastawnych powodują, że ryzyko związane z inwestycją w tego typu papiery wartościowe jest niskie. Ze względu na prostotę system jest prawdopodobnie trochę mniej kosztowny od amerykańskiego, który zapewnia jednak duże korzyści skali. Różnica oprocentowania kredytów hipotecznych i listów zastawnych jest z reguły niższa od 1%. W niektórych krajach (Francja) współlistnieją oba modele (*EC Mortgage Federation*, 1990).

Model sekurytyzacyjny w ujęciu klasycznym związany jest z amerykańskimi doświadczeniami z jednym z modeli centralnego banku hipotecznego, w którym skupował on wystandaryzowane wierzytelności hipoteczne. W okresie późniejszym model ten przeniesiono do sektora prywatnego oraz do innych wierzytelności, bez konieczności wiązania z modelem banku centralnego. Podstawowe zalety modelu sekurytyzacyjnego w sektorze mieszkaniowym to:

- ❖ możliwość udzielania kredytów hipotecznych przez małe kapitałowo banki, bez obawy utraty płynności oraz konieczności podwyższania kapitału. Powoduje to wzrost konkurencji w sektorze;
- ❖ możliwość bezpośredniego lub pośredniego (model banku centralnego) dostępu do rynku kapitałowego dla relatywnie małych i słabiej znanych banków. O cenie hipotecznych papierów wartościowych będzie decydować jakość portfela określona przez firmę ratingową, a nie renoma banku.

Zarówno skala kraju, znaczenie sektora mieszkaniowego i związanego z nim sektora finansowego, jak też rozwój wtórnego rynku, w tym głównie technik sekurytyzacyjnych, wykształciły w USA specyficzny system finansowania nieruchomości, zwany hurtowym (*wholesale*), w odróżnieniu od systemu detalicznego reprezentowanego przez system bankowy. System ten charakteryzuje się specjalizacją poziomą i w zasadzie może funkcjonować bez tradycyjnego systemu bankowego. Jego podstawowymi emitentami kredytów hipotecznych są spółki brokerskie, brokerzy i w ograniczonym zakresie banki. Udzielone kredyty są zaraz po tym sprzedawane do instytucji wtórnego rynku, która po sekurytyzacji sprzedaje je indywidualnym oraz instytucjonalnym inwestorom. W tym modelu występuje jeszcze trzeci podmiot – administrator kredytów, którym w znacznej części przypadków nie musi być bank.

W związku z tym w USA wykształcił się specyficzny typ banków hipotecznych, tzw. Mortgage Company. Banki te są *de facto* spółkami brokerskimi. Ich działalność jest możliwa dzięki instytucjom wtórnego rynku skupującym indywidualne kredyty hipoteczne, jak też popytowi na kredyty hipoteczne oraz tworzone na ich podstawie papiery wartościowe ze strony innych instytucji finansowych w ramach dywersyfikacji portfela. Firma tego typu udziela indywidualnych kredytów hipotecznych opierających się na linii kredytowej z banku komercyjnego. Po udzieleniu kredytu zostaje on natychmiast sprzedany do instytucji wtórnego rynku lub innej instytucji finansowej.

Na podobnej zasadzie działa broker kredytów hipotecznych, którego znaczenie w systemach z rozwiniętym wtórnym rynkiem jest bardzo istotne, gdyż stanowi on podstawowy kanał dystrybucji produktów hipotecznych. Ze względu na ochronę konsumenta broker kredytów hipotecznych nie może być jednocześnie brokerem nieruchomości, gdyż ograniczałby się do transakcji z możliwie wysokim finansowaniem bankowym (podwójna marża).

Wprowadzenie instytucji wtórnego rynku powoduje, że obok działalności tradycyjnej, tj. na rachunek banku hipotecznego, w imieniu którego broker zawiera transakcje, może też działać na własny rachunek udzielając kredytów, a następnie sprzedając je bankom lub instytucji wtórnego rynku. Częsty i dokonywany na dużą skalę obrót wierzytelnościami powoduje ich wysoką płynność zwiększając bezpieczeństwo całego systemu.

3. BANK CENTRALNY I KANAŁY JEGO ODDZIAŁYWANIA NA RYNEK NIERUCHOMOŚCI

Bank centralny jest podmiotem, który często najsilniej oddziałuje na sektor nieruchomości zarówno mieszkaniowych, jak też komercyjnych, dlatego formalnie należałoby go zaliczyć do tego sektora. Ostatnim tego przykładem może być wygenerowanie bańki cenowej na rynkach nieruchomości w USA, mającej swoje źródło w niskich stopach procentowych. W literaturze dotyczącej transmisji monetarnej na te rynki najczęściej wymienia się kanały kredytowy i czynszów imputowanych. Kanał kredytowy oddziałuje bezpośrednio na popyt na nieruchomości rozumiane jako aktywa (mieszkania na wynajem, nieruchomości komercyjne) lub dobra konsumpcyjne (mieszkania OOH w pewnej części), gdyż większość transakcji na tym rynku dokonuje się za pomocą kredytów długoterminowych. Kanał czynszów imputowanych kształtuje cenę nieruchomości poprzez stopę redyskonta. Obydwa kanały działają więc w tym samym kierunku, pomimo tego, że na różnych rynkach może być różna siła ich oddziaływania. Jeżeli z bankiem centralnym związany jest dodatkowo nadzór bankowy, to oddziaływanie to rozszerza się na kanał udziału własnego i innych wymogów ostrożnościowych (współczynniki DTI – *Debt to Income*, LTC – *Loan to Cost*, definicje dopuszczalnych dochodów). Dodatkowo, zmieniając stopy procentowe, bank centralny wpływa też na koszty obsługi istniejących portfeli, a tym samym na wielkość i strukturę zagregowanego popytu w gospodarce. Jednak praktyczne doświadczenia polityki monetarnej wobec sektora nieruchomości są najczęściej bardzo niedobre. Pomijając problem trudnego wyboru, przed którym często stają banki centralne (np. wybór między inflacją czy bańkami cenowymi na rynkach nieruchomości, bądź bezrobociem), można ocenić, że banki centralne w niewielkim stopniu rozumiały zjawiska zachodzące na tym rynku. W konsekwencji sektor nieruchomości na ogół nie był brany pod uwagę w polityce

monetarnej skoncentrowanej na rynkach dóbr konsumpcyjnych. Strategia banku związana z późniejszymi problemami nieruchomościowymi polegała na interwencjach w sektorze finansowym (*clean up the mess*). Tradycyjna polityka monetarna wobec sektora była więc przedłużeniem polityki wobec rynku aktywów. To podejście było skuteczne w całym XX w., gdyż rynki nieruchomości komercyjnych były względnie małe, a rynki nieruchomości mieszkaniowych były silnie regulowane przez państwo. Wraz z powstaniem międzynarodowych grup bankowych, deregulacją przepływów kapitałowych oraz deregulacją sektora mieszkaniowego, sytuacja ta uległa jakościowej zmianie, co znalazło swój wyraz w kryzysie finansowym. Konsekwencją tych procesów jest też próba zmiany postrzegania sektora przez politykę monetarną i związane z tym dyskusje.

Bank centralny ustalając cenę pieniądza ma bezpośredni wpływ na popyt na nieruchomości, a więc na ich ceny. Zhu (2003) stwierdza, że wśród banków centralnych panuje przekonanie, że należy reagować na nadmierne wzrosty cen nieruchomości. Jednak nie jest łatwo ocenić, kiedy wzrost cen można uznać za nadmierny. Zhu zauważa, że brak wiarygodnych danych, różnorodność metod wyceny i problemy z oszacowaniem przyszłego zachowania rynku bardzo utrudniają też stworzenie modelu wczesnego ostrzegania. Co więcej, trudno jest prowadzić politykę monetarną, jeżeli ceny nieruchomości rosną, a jednocześnie panuje niska inflacja i gospodarka spowalnia. Autor ten stwierdza, że nie jest do końca pewne, iż banki centralne mogą wykorzystać politykę monetarną, by ograniczyć wzrost cen nieruchomości. Jeżeli się na to zdecydują, należy wpierw dokładnie przeanalizować, kiedy interweniować oraz jakich narzędzi użyć.

Najważniejszym problemem polityki monetarnej jest jej ogromna skala, gdyż dotyka całej gospodarki, od firm produkcyjnych, po gospodarstwa zadłużające się w celu nabywania nieruchomości, jak i te oszczędzające. Zdaniem Evans (2011) wykorzystywanie polityki monetarnej w celu ograniczania baniek na rynku nieruchomości może spowodować więcej szkód niż korzyści. Ponadto stwierdza, że nie istnieje na świecie benchmark, wobec którego banki centralne mogłyby oceniać poziom cen i na nie reagować.

Kolejnym problemem, zwłaszcza dla państw rozwijających się oraz mających płynny kurs walutowy, są kredyty denominowane w walutach obcych. Analiza Brzoza-Brzeziny i in. (2010) pokazała, że gospodarstwa domowe w EŚW zamieniały kredyty denominowane w walucie lokalnej na te w walucie obcej. Zaostrzenie lokalnej polityki monetarnej prowadziło wyłącznie do jeszcze silniejszego zadłużania się w walucie obcej, zaś zadłużanie w walucie krajowej spowalniało. Autorzy ci stwierdzili więc, że możliwość brania kredytów walutowych znacznie utrudnia działanie banku centralnego.

Prezentowany pogląd wydaje się dobrze odzwierciedlać poglądy banków centralnych na sektor nieruchomości, zwłaszcza z okresu poprzedzającego kryzys finansowy. Pokazuje on też brak wiedzy sektorowej i związaną z tym nieadekwatną

reakcję banków centralnych, rozumujących w kategoriach modeli matematycznych opartych na podstawach makroekonomicznych w odniesieniu do sektora charakteryzującego się niedoskonałym, cyklicznym i katastroficznym rynkiem, poddanym słabo przewidywalnej interwencji państwa, gdzie rozsądnymi narzędziami badawczymi jest analiza mikroekonomiczna lokalnych rynków, oparta na wielu źródłach niepewnych danych i bliskiej współpracy z podmiotami sektora. Doświadczenia ostatniego kryzysu pokazały, że skala sektora i potencjalne napięcia, które w nim powstają, są dostateczne, aby zdestabilizować sektor bankowy, finanse publiczne i doprowadzić do długoletniego kryzysu. Bezpośredni wpływ stopy procentowej na ceny nieruchomości był wielokrotnie opisywany teoretycznie oraz weryfikowany praktycznie i mechanizm ten wydaje się już nie budzić wątpliwości³. Jest natomiast otwartą sprawą, na ile i kiedy polityka pieniężna, będąca *de facto* zawsze pewnym wyborem kompromisu pomiędzy sprzecznymi celami, powinna reagować na sygnały z rynku nieruchomości. W tym zakresie zgodzić się należy z tymi autorami, którzy większą rolę przypisują tutaj polityce nadzorczej oraz polityce fiskalnej rządu. Niestety, w praktyce największe problemy generuje zazwyczaj koordynacja z polityką fiskalną. Podobnie wydaje się wyglądać problem baniek cenowych na rynku mieszkaniowym. Wprawdzie w teorii wartości można znaleźć wiele argumentów, które utrudniają ich precyzyjną identyfikację, to jednak praktyka rynku nieruchomości pozwala na względnie szybką ich identyfikację opartą czy to na fundamentach rynku nieruchomości czy na prostych miernikach dynamiki. Przewyciężenie omawianych problemów wymaga jednak stałego monitoringu tego segmentu gospodarki.

4. FORMY FINANSOWANIA SEKTORA NIERUCHOMOŚCI

Finansowanie nieruchomości to przede wszystkim instrumenty kredytowe oraz formy prawne w jakich odbywa się proces finansowania. Sektor bankowy oddziałuje na sektor nieruchomości instrumentami kredytowymi. Szeroka podaż i dostępność instrumentów kredytowych to podstawowy warunek płynnego, a więc sprawnego rynku nieruchomości ze wszystkimi wynikającymi stąd korzyściami makroekonomicznymi dla budownictwa, rynku pracy, oszczędności, motywacji pracowniczych, koniunktury itp. Płynny rynek nieruchomości stymuluje z kolei zwrótnie popyt na kredyty hipoteczne.

Kredyty hipoteczne i mieszkaniowe cechuje duże zróżnicowanie, podobnie jak sektor finansowy związany z sektorem nieruchomości. Należy w związku z tym pamiętać, że każdy ich podział i opis mają zawsze umowny charakter. Często też pod podobnymi nazwami można znaleźć zróżnicowane instrumenty.

³ Jedno z pierwszych badań można znaleźć w Burnham (1972), a bardziej aktualne w badaniach K. Aoki, J. Proudman i G. Vlieghe (2002), jak i P. Bajari, P. Chan, D. Krueger i D. Miller (2010).

Do podstawowych typów kredytów hipotecznych na rynku można zaliczyć (Dennis, Robertson, 1995):

- ❖ kredyty budowlane i hipoteczne;
- ❖ kredyty balonowe;
- ❖ kredyty o malejących ratach spłaty;
- ❖ kredyty o stałych spłatach;
- ❖ kredyt o stałej stopie procentowej (*fixed rate mortgage* – FRM);
- ❖ kredyty o zmiennej dostosowanej do rynkowej stopy procentowej (*adjustable rate mortgage* – ARM);
- ❖ kredyty o rosnących spłatach (*graduated payment mortgage* – GPM);
- ❖ instrumenty typu linia kredytowa;
- ❖ kredyty indeksowane (np. kredyt podwójnie indeksowany, *dual index mortgage* – DIM);
- ❖ kredyty z odroczoną płatnością (*defer payment mortgage* – DPM);
- ❖ kredyty hipoteczne oferowane przez towarzystwa ubezpieczeniowe;
- ❖ instrumenty umożliwiające wycofywanie kapitału z mieszkania (*reverse mortgage*).

Kredyt budowlany jest typowym kredytem inwestycyjnym, podczas gdy kredyt hipoteczny jest kredytem konsumpcyjnym. Oznacza to wyższą ryzykowność kredytu budowlanego, przy ocenie którego podstawowe znaczenie ma wiarygodność przedsięwzięcia. Dobre praktyki bankowe to prowadzenie inwestycji poprzez wydzielony SPV kontrolowany przez bank, często wymagane są gwarancje właściciela SPV/inwestora. Zła, ryzykowna, ale stosowana praktyka, to udzielanie kredytu „na domknięcie” inwestycji, której teoretyczna wartość jest wysoka (blisko końca procesu inwestycyjnego). Kredyt budowlany jest udzielany na czas budowy, w wysokości wynikającej z planowanych kosztów (wskaźnik LTC). Z reguły banki oczekują spłaty kredytu po zakończeniu budowy, czasami, zwłaszcza przy nieruchomościach o charakterze komercyjnym, oferują przekształcenie takiego kredytu w długoterminowy kredyt hipoteczny. Udostępnienie kredytu budowlanego dokonywane jest zwykle w transzach, wynikających z planowanego harmonogramu prac i płatności. Terminy i wysokości transz określone są w umowie kredytowej. Wypłata kolejnej transzy jest poprzedzona kontrolą wykorzystania poprzednich transz, a więc stanu zaawansowania robót i poniesionych kosztów. Banki z reguły wymagają zainwestowania środków własnych inwestora przed uruchomieniem kredytu, czasami dopuszczają finansowanie przemienne. Warunki dużych kontraktów tego typu są zwykle negocjowane indywidualnie. Procedura analizy wniosku o kredyt budowlany dla podmiotu gospodarczego może obejmować, oprócz analizy samej inwestycji i wiarygodności inwestora, także analizę zdolności kredytowej nabywców, to znaczy tych osób, z których wpłat inwestor zamierza spłacić kredyt budowlany, lub którzy będą go spłacać w przyszłości w postaci indywidualnych, długoterminowych kredytów hipotecznych. Gdy jest to inwestycja komercyjna, bank może żądać zawartych umów o najem powierzchni.

Mieszkanie jako drogie, długowieczne dobro kapitałowe wymaga kredytu rozkładającego ciężar jego kosztów na wiele lat. Obecnie typowe kredyty tego typu to kredyty do 30 lat, gdyż wydłużanie okresu spłaty niewiele zwiększa dostępność kredytu, natomiast znacznie zwiększa ryzyko. Kredyt hipoteczny jest dla konsumenta wypłacany jednorazowo w celu sfinansowania kosztu zakupu mieszkania i zabezpieczony wpisem hipotecznym na rzecz banku. Podstawowym parametrem takiego kredytu jest tzw. udział własny kredytobiorcy, czyli procentowa kwota wartości rynkowej lub ceny zakupu mieszkania (mniejsza z tych kwot), którą kredytobiorca sfinansuje z własnych środków. Generalnie rzecz biorąc, im udział własny jest większy, tym dla banku jest większa szansa odzyskania kredytu w przypadku egzekucji i sprzedaży nieruchomości na rynku. Ponieważ jednak egzekucja jest ostatecznością bardzo niekorzystną zarówno dla kredytobiorcy (przy sprzedaży z reguły traci swój udział własny), jak też dla banku (długi, kosztowny proces, reputacja), bank dokłada starań, aby do tego nie doszło, już na etapie udzielania kredytów. Zabezpieczeniem obsługi kredytu hipotecznego dla banku jest przede wszystkim dochód kredytobiorcy. Dlatego bank sprawdza wysokość i stabilność dochodów, a następnie kalkuluje wysokość kredytu, aby koszty obsługi w relacji do dochodu kredytobiorcy nie przekroczyły granic uznanych za bezpieczne, które przyjmuje się w okolicach maximum 40%.

Jest kwestią niekończącej się dyskusji, który z tych dwóch czynników jest istotniejszy z punktu widzenia bezpieczeństwa banku. Amerykanie podstawowe znaczenie przywiązują do dochodów, a zwłaszcza wiarygodności, co przekłada się na chęć obsługi zadłużenia. W Niemczech istotniejsza jest raczej wartość zabezpieczenia. W obydwu krajach egzekucja hipoteczna jest skuteczna, ale szybsza i skuteczniejsza jest w USA. Oceny wiarygodności kredytowej dokonuje się na podstawie typowego modelu statystycznego oraz informacji kredytowej i finansowej o kliencie. W USA jest to obecnie najistotniejsza część oceny. Trzecim czynnikiem jest wartość rynkowa zabezpieczenia, czyli mieszkania, na którą składa się wiele czynników.

W Polsce w początkowym okresie rozwoju rynku jako podstawę przyjmowano zabezpieczenie. Było to zapewne spowodowane niepewnością przyszłych dochodów klientów. Paradoks tego podejścia polegał na tym, że wartość rynkowa nieruchomości też była niestabilna, sprawność zaś egzekucji praktycznie bardzo niewielka. W miarę dojrzewania rynku oraz wiedzy i doświadczenia zaczęto przywiązywać coraz większą wagę do dochodów i pośrednio (z uwagi na brak dostatecznej informacji) do wiarygodności klientów.

Teoretycznie istnieje wiele możliwości spłat odsetek i kapitału pożyczki. Historycznie najpopularniejszym instrumentem kredytowym rozwiązującym w sposób formalny i mikroekonomiczny problem dostępności kredytu przy finansowaniu z krótkich środków były kredyty balonowe. Występowały one w wariacie ze spłatą samych odsetek, bądź kapitału amortyzowanego w okresie przekraczającym zapadalność kredytu. Również obecnie, po wyeliminowaniu poprzez powszechne systemy ubezpie-

czenia wartości zastawu ryzyka kryzysu finansowego powodowanego odmową banku refinansowania kredytu, są one w niektórych krajach wygodnym instrumentem.

Współcześnie konkurencja między bankami wymusza szeroką ofertę produktów hipotecznych, aby najlepiej dopasować je do możliwości kredytobiorcy i tym samym przyciągnąć dużo klientów. Tzw. produkty bankowe, czyli propozycje kredytowe dla klienta, różnią się oczywiście nie tylko formą spłaty, ale również związanymi z tym aspektami prawnymi. Podstawowe systemy spłat tego typu kredytów to kredyty długoterminowe o malejących ratach spłaty (stałe umorzenie) oraz annuitety (stałe spłaty).

W kredytach długoterminowych o malejących ratach spłaty wysokość okresowej raty kapitałowej jest stała. Kredytobiorca płaci więc okresowo stałą ratę kapitałową i odsetki od malejącego zadłużenia. W konsekwencji jego rata spłaty jest malejąca. Ryzyko tego typu kredytów spada więc w czasie zarówno dla banku, jak też i kredytobiorcy. Klienci zapłacą też sumarycznie niższe odsetki. Ceną jest niższa zdolność kredytowa.

Aby zwiększyć zdolność kredytową, należy równomiernie w czasie rozłożyć ciężar spłat, czyli zastosować kredyt o stałych spłatach. W konsekwencji kredytobiorca może zaciągnąć kredyt o około 25% większy, ale też zapłaci więcej odsetek.

W krajach o ustabilizowanej gospodarce i w czasach stabilnego rozwoju ryzyko zmian stopy procentowej powodowane inflacją, bądź sytuacją na rynku kapitałowym, jest w znacznym stopniu przewidywalne. W związku z tym rynek kapitałowy akceptuje papiery wartościowe o stałej stopie zwrotu. Jednocześnie większość kredytobiorców hipotecznych ma awersję do ryzyka i dlatego preferują oni FRM, czyli kredyt o stałej stopie procentowej. Był on od początku powstawania w USA (lata 30.) oraz w Niemczech (banki hipoteczne) podstawową formą kredytu hipotecznego i jest do dzisiaj najchętniej wybieranym tam kredytem hipotecznym. Wahanie stóp procentowych w konsekwencji polityki rządu spowodowało, że współcześnie w Europie umowa o stałej stopie procentowej ma zwykle ograniczony zakres czasowy 5–10 lat. Do zwiększenia popularności tego produktu przyczyniło się opracowanie w latach 20. w USA formuły kredytu o stałej stopie i równych spłatach (tzw. annuitetowego), maksymalizującej zdolność kredytową konsumenta.

Kredytobiorcy mający rozeznanie na rynkach finansowych preferują jednak ARM, czyli kredyt o zmiennej, dostosowanej do rynkowej, stopie procentowej. Ze względu na wyższy dla pożyczkobiorcy poziom ryzyka, kredyty te są z reguły niżżej oprocentowane od FRM. Stopy procentowe zmienia się miesięcznie lub kwartalnie w stosunku do przyjętego indeksu stopy procentowej (np. depozyty 12-miesięczne w największych bankach, bony skarbowe, depozyty na rynku międzybankowym). Kalkulacji rat spłaty dokonuje się według malejących spłat lub formuły annuitetowej i wtedy wraz ze zmianą stopy dokonuje się rekalkulacji kredytu.

Aby zabezpieczyć kredytobiorcę przed gwałtownymi skokami stopy i w konsekwencji dużymi, nieprzewidywanymi wydatkami, wprowadza się często ograniczenia

wysokości dopuszczalnej stopy lub skali wzrostu płatności, tzw. cap. Niespłacone odsetki są wtedy kapitalizowane. Aby zapewnić spłatę kredytu w umownym terminie, stosuje się wtedy w określonych odstępach czasu rekalkulację pożyczki (kapitału i odsetek). Część kredytów typu ARM posiada tzw. opcję pozwalającą przejść klientom na system stałej stopy procentowej na warunkach przewidzianych umową.

Potrzeba zaoferowania instrumentu dopasowanego do ewolucji dochodów dobrze zapowiadającego się gospodarstwa domowego spowodowała powstanie kredytu o nazwie GPM, czyli kredytu o rosnących spłatach. Są one udzielane młodym gospodarstwom w przewidywaniu wzrostu dochodów w miarę rozwoju kariery zawodowej.

W okresie początkowym, gdy dochody są niewielkie, spłaty również są niewielkie, kapitał rolowany, ewentualnie kapitalizowana jest część odsetek. W miarę upływu czasu i wzrostu dochodów spłaty rosną, aby zamortyzować kredyt.

Innym, nowym instrumentem dostępnym na rozwiniętych rynkach kredytowych od kilku lat, są instrumenty typu linia kredytowa. Umożliwia ona jeszcze bardziej elastyczne podejście do potrzeb kredytobiorcy niż oferowane dotychczas produkty, gdyż w pewnych zakresach klient sam decyduje o swoich potrzebach finansowych i sposobie ich obsługi. Z produktem tym mogą być jednak związane większe niż przy klasycznych produktach ryzyka, jednakże brak na razie szerszych doświadczeń w tym zakresie.

Klasyczne instrumenty kredytowe mogą dobrze funkcjonować w warunkach kilkuprocentowej inflacji. Natomiast przy kilkunastoprocentowej inflacji powodują one znaczne problemy, a przy kilkudziesięcio- czy kilkusetprocentowej inflacji powodują niewypłacalność klientów i bankructwa banków. Aby ograniczyć skalę tych negatywnych zjawisk, powstały kredyty indeksowane. Działają one inaczej niż zwykle instrumenty kredytowe. Główne problemy ze spłatami kredytu w warunkach inflacyjnych biorą się z faktu, że chcąc zapobiec inflacyjnej deprecjacji pieniądza i umożliwić oszczędzającym pozytywne stopy procentowe, bank zwykle dolicza stopę inflacji do stopy procentowej kredytu. W związku z tym przy wysokich stopach procentowych kumulacja spłat następuje w początkowym okresie biegu kredytu proporcjonalnie do skali inflacji i niezależnie od jego okresu zapadalności⁴ (tzw. *payment tilt*).

W konsekwencji w zależności od stopy inflacji pierwsza łączna spłata może wynieść nominalnie kilkakrotność ostatniej. Realna (tzn. odniesiona do cen i płac w danym roku) wartość spłat spada jeszcze szybciej. Różnica pomiędzy pierwszą a ostatnią spłatą w wyrazie realnym może być nawet stokrotna. Ponieważ wielkość długu odpowiada polu pod krzywą spłaty, to po 3–4 pierwszych latach (a nie po 10–20) spłacona zostanie znaczna część kredytu, co oczywiście bezpośrednio przekłada się

⁴ Szerzej o kwestii takich płatności kredytów zob. J. Łaszek, 2003.

na wysokość tych spłat. Skoro zdolność kredytowa rodziny jest liczona przy założeniu przeznaczania na obsługę kredytu 25–38% jej dochodu, to kilkakrotny wzrost obciążeń powoduje, że nie ma ona najmniejszej szansy spłacania kredytu w nowych warunkach. Rozwiązaniem jest taka konstrukcja kredytu, aby zostały równomiernie rozłożone realne obciążenia spłatami w czasie. Praktycznie taki rezultat, czyli spłaty o równej, stałej wartości (wartości realnej, nie nominalnej) – równym stałym obciążeniu budżetu gospodarstwa domowego – można osiągnąć na dwa sposoby:

- ❖ kapitalizując, czyli dodając do długu tzw. nominalne, tzn. inflacyjne odsetki w oparciu na zadany algorytm;
- ❖ indeksując dług oraz jego spłaty indeksem.

Wygodną formą kredytów z kapitalizacją odsetek są kredyty z odroczoną płatnością. W kredytach tych dla kalkulacji spłat stosuje się stopę niższą od stopy inflacji – zazwyczaj 12–15%, zaś kapitalizowane według rynkowej stopy odsetki są doliczane do salda zadłużenia.

Prostą formą indeksacji długu jest jego kalkulacja, ale nie w walucie krajowej, lecz w innych wielkościach, które są zrozumiałe dla społeczeństwa i związane z inflacją. W krajach latynoamerykańskich jako podstawę takiej kalkulacji przyjmowano płacę minimalną, która była regulowana przez rząd w miarę wzrostu cen⁵. W niektórych krajach jako podstawę indeksacji przyjmowano też waluty obce. W takich przypadkach zadłużenie w walucie krajowej rośnie, spłaty również, ale pomimo to spłaty w wymiarze realnym (odniesione do indeksu lub płac i cen) są względnie stałe, a zadłużenie realnie maleje.

Najpopularniejsze są kredyty jednoindeksowe, tzn. takie, w których waloryzacji długu oraz spłat dokonuje się według tego samego indeksu. Pozwalają one uniknąć koncentracji spłat realnych kredytu w pierwszych latach jego obsługi (*payment tilt*), charakterystycznego dla kredytów ze spłatą nominalnych odsetek, nie zabezpieczają jednak w pełni przed gwałtownymi wahaniami realnych obciążeń.

Najprostsze kredyty indeksowane są typu ARM, gdzie dług i rata kapitałowa są indeksowane wskaźnikiem inflacji określonym w umowie, a kredytobiorca spłaca odsetki naliczone według stałej realnej stopy procentowej. Tego typu kredyty są proste w obsłudze w krajach o wysokiej inflacji i niskim poziomie kultury bankowej. Stała realna stopa procentowa rodzi jednak ryzyko dla banku, podobnie jak negatywna amortyzacja długu w początkowym okresie ze względu na koszty refinansowania. Rosnące ryzyko jest zawsze ceną za rosnącą dostępność i możliwości prowadzenia biznesu bankowego w nieustabilizowanej gospodarce.

⁵ L. Chiquier, Dual Index Mortgages (DIM's): *Conditions of Sustainable Development in Poland*. February 1998, RFS 625; jak też: Ch.B. Bary, G. Castaneda, J.B. Lipscomb, *The Structure of Mortgage Markets in Mexico and Prospects for their Securitisation*, „Journal of Housing Research” 1994, No. 5.

Techniki indeksacji mogą być dosyć rozbudowane, szczególnie duże doświadczenie mają w tym zakresie kraje południowoamerykańskie. Szczególną formą kredytów tego typu są kredyty podwójnie indeksowane.

Doświadczenia krajów z niestabilizowaną gospodarką pokazują, że wprowadzenie indeksacji i ustabilizowanie spłat na stałym realnym poziomie nie jest zabezpieczeniem wystarczającym.

Pierwszy problem to właściwe skorelowanie indeksu z inflacją czy, ogólniej, z dochodami społeczeństwa. Cechy tej nie przejawia kurs walutowy, wprowadzając często dodatkowe zakłócenia. Pojawia się też kolejny problem polegający na nierównomiernym charakterze procesów inflacyjnych w gospodarce. Nominalna stopa procentowa lub indeks są oparte na stopie inflacji, tzn. średnich zmianach cen w całej gospodarce. W rzeczywistości jednak, zwłaszcza w warunkach wyższej inflacji, występują dość duże przesunięcia w tempie wzrostu cen w różnych działach gospodarki. W szczególności występuje znaczne przesunięcie pomiędzy stopą wzrostu cen a stopą wzrostu płac. (Z reguły wzrost cen wyprzedza wzrost płac, potem płace doganiają i wyprzedzają ogólny wzrost cen, pociągając za sobą inflację). Zmiany te są nierównomiernie rozłożone w przestrzeni.

Z punktu widzenia kredytobiorcy oznacza to znacznie szybszy wzrost cen oraz dużo wyższe spłaty kredytu przy niewiele wyższych dochodach, a następnie sytuację nadpłynności, gdy dochody przekroczą dynamikę cen. Może to prowadzić do czasowej niewypłacalności dłużników na masową skalę, co przenosi się na system bankowy.

Drugi problem to korelacja indeksu ze zmianami cen środków na rynku kapitałowym, z którego refinansuje się bank. W przypadku gdy cena środków w wymiarze realnym znacznie przekracza stopy inflacji, bank poniesie straty. Dlatego też używanie najprostszego rozwiązania, czyli kredytu o stałej stopie realnej, jest niebezpieczne.

Idea rozwiązania tych dwóch problemów – spłaty korygowanej nie według stopy wzrostu cen (stopa procentowa) w gospodarce, ale stopy wzrostu płac, to efekt wymuszony przez tego typu sytuację w Argentynie. Spłaty są więc dostosowane do średniego ruchu dochodów w gospodarce. Podwójna indeksacja polega na tym, że kapitał jest chroniony przed deprecjacją, tzn. indeksowany zgodnie z rynkową stopą procentową, jaką płaci bank, zaś spłaty dokonywane są zgodnie z dynamiką płac w gospodarce. Z punktu widzenia banku oznacza to cztery nowe zjawiska:

1. Kalkulacji wysokości pożyczki i spłaty dokonuje się na początku okresu, prognozując go oraz antycypując przyszłe wahania realnych dochodów, realnych stóp procentowych oraz w niektórych formułach indeksacyjnych – skalę inflacji. W okresie późniejszym bank może tylko indeksować spłatę. Tak więc kredyt ten nie ma określonego w umowie okresu spłaty w zależności od różnych czynników, z których najważniejszy jest tzw. indeks DIM (różnica realnej stopy procentowej oraz realnych dochodów); okres spłaty może in plus albo in minus odchylić się od prognozy.

2. Klasyczne narzędzie regulacji płynności banku, czyli stopa procentowa, nie ma tutaj pełnego zastosowania, gdyż jej podniesienie nie spowoduje zwiększonego przepływu gotówki z portfela, tylko zwiększoną kapitalizację i wydłużenie okresu spłaty kredytu. Przy niektórych standardach księgowości oraz zasadach płacenia podatków zwiększy to straty banku oraz lukę płynnościową.
3. Portfel kredytów DIM-owskich charakteryzuje się ujemną amortyzacją, a więc w konsekwencji ujemną stopą zwrotu i przepływu gotówki w pierwszych latach funkcjonowania. Często dochodzą negatywne aspekty podatkowe – konieczność płacenia podatku dochodowego od kapitalizowanych odsetek, co powiększa problem. Trudno więc zachęcić banki do odkładania dochodów na przyszłość oraz do kapitalizowania odsetek. Problem ten można ograniczyć poprzez regulacje zmieniające zapisy księgowe. Rozwiązać go można poprzez refinansowanie środków oraz odpowiedni rozkład portfeli w czasie. Dlatego też produkt tego typu był na ogół oferowany w ramach programów rządowych w modelu banku centralnego. Budowa portfela musi więc być rozłożona w czasie i uwzględniać prognozę płynności banku.
4. Kapitalizacja odsetek i szybki wzrost wartości nominalnej zadłużenia w pierwszych latach. Rośnie też w wyniku indeksacji spłata. Omawiane czynniki powodują, że produkt jest trudny do wytłumaczenia dla kredytobiorcy, a więc do komercjalizacji.

System ten cechują istotne ryzyka. Pierwsze z nich, i jak wykazują doświadczenia bardzo istotne, związane jest z możliwością niewłaściwej kalkulacji kredytu przez bank. Kalkulacja kredytu podwójnie indeksowanego musi uwzględniać odpowiednie rezerwy bezpieczeństwa przeznaczone na istotne wzrosty realnych stóp procentowych, jak też szoki dochodowe. Zrozumienie mechanizmu podwójnej indeksacji, nawet przez personel bankowy, nie jest łatwe. Z drugiej strony bez odpowiedniego systemu monitoringu bardzo trudno jest wyłapać złe kredyty DIM-owskie, niezależnie od tego, czy przyczyną złej jakości była od początku niewłaściwa kalkulacja, czy błędne oszacowanie rezerwy przeznaczonej na niekorzystny przebieg zdarzeń. Kredyt typu DIM, zarówno dobry, jak też źle skalkulowany, czy poddany nadmiernym szokom, zachowuje się bardzo podobnie, zwłaszcza w początkowym okresie, a inaczej niż klasyczny instrument. W związku z tym metody oceny jakości stosowane przy instrumentach klasycznych zupełnie nie nadają się do DIM-ów. Dopiero porównanie specjalistycznych statystyk pozwala ocenić jego jakość. Ocena jakości to odpowiedź na pytanie, czy i w jakim okresie kredyty te spłacą się. Przekroczenie przez zewnętrzne szoki lub złą kalkulację pewnej wielkości krytycznej powoduje, że kredyty te nigdy się nie zamortyzują. W konsekwencji w całym okresie następować będzie kapitalizacja odsetek i straty banków.

Omawiane kłopoty znalazły pełne potwierdzenie w doświadczeniach Polski oraz Meksyku i Turcji, a więc krajach, gdzie instrument ten zastosowano na większą skalę. W przypadku Meksyku niewłaściwie dobrane indeksy w połączeniu ze złą

kalkulacją, częściowo efektem presji konkurencji oraz braku monitoringu, stanowiły przyczynę załamania się ich portfeli w bankach komercyjnych. W konsekwencji była to jedna z przyczyn załamania finansowego w tym kraju. Tak duża skala negatywnych skutków wynikała z dużej skali programu, w którym początkowo odpożyczano środki rządowe, a następnie wciągnięto do niego na dużą skalę banki komercyjne. W Turcji środki na program pochodziły z funduszy rządowych. Konsekwencją złej kalkulacji była konieczność umorzenia części zadłużenia wobec banków uczestniczących w programie oraz wobec konsumentów. Straty te poniósł budżet państwa. W Polsce podobne efekty wystąpiły zarówno przy restrukturyzacji portfeli kredytów spółdzielczych w 1991 r., przy wprowadzaniu przez PKO BP własnego produktu indeksowanego jesienią 1995 r., jak też na początku 2000 r., gdy Sejm zmienił indeks stosowany przez PKO. W pierwszym wypadku przyczyny były polityczne, w drugim i trzecim niezrozumienie instrumentu oraz nadmierna chęć jego promocji przez bank. Również w przypadku programu Funduszu Hipotecznego, nadzorowanego przez Bank Światowy, nie ustrzeżono się pomyłek związanych z prognozą przyszłych parametrów finansowych. Jednakże prowadzony na bieżąco monitoring oraz związane z nim decyzje spowodowały, że jakość portfela była i jest bardzo wysoka.

Drugie ryzyko związane jest z szokiem realnych dochodów oraz realnej stopy procentowej. Przy założeniu, że zmiany stopy inflacji, stopy procentowej oraz płac, jakkolwiek przesunięte w czasie, w długim okresie kompensują się wzajemnie, to spłaty według indeksu dochodu, a nie stopy inflacji, nie powodują istotnej różnicy dla banku. W rzeczywistości, w danym okresie może wystąpić trwały spadek dochodów (a więc i spłat, bo są one indeksowane dochodami). Takie same skutki, tj. zwiększoną kapitalizację i wydłużenie okresu spłaty, przyniesie wzrost realnej stopy procentowej. Obydwa zjawiska spowodują wydłużenie okresu spłaty kredytu i wzrost ryzyka bankowego. Szczególnie wrażliwe na to ryzyko są kredyty w pierwszych latach spłat, ze względu na dużą wartość pożyczki. Omawiane ryzyko daje się ograniczyć poprzez odpowiednie rezerwy, właściwe prognozy i odpowiednie rozłożenie portfela w czasie. Pod presją polityki, konkurencji oraz przy braku kwalifikowanych kadr nie jest to proste. Również w Polsce w latach 90. wystąpiło to zjawisko. Znaczny wzrost realnej stopy procentowej był jednak w pierwszej połowie tej dekady z nadwyżką kompensowany szybkim wzrostem dochodów. Sytuacja zmieniła się na niekorzyść pod koniec lat 90., ale znaczna część portfeli zdążyła się już w dużym stopniu zamortyzować.

Trzeci problem związany jest z indywidualną sytuacją kredytobiorcy. Jego dochody mogą rosnać wolniej niż dochody w gospodarce, może on także całkowicie stracić dochody (np. straci pracę). Jest to jednak w znacznej mierze ogólne ryzyko biorącego kredyt, również w gospodarce bez inflacji. Kredytobiorca poważnie liczący się z takim zagrożeniem powinien zaciągnąć mniejszy kredyt, ustalić możliwie wysokie spłaty w początkowym okresie, gdy ma dochody, aby spłacić kredyt możliwie szybko. Jego doradcą i weryfikatorem w tych sprawach powinien być bank.

Doświadczenia praktyczne, jak też symulacje różnych wariantów kształtowania się dochodów realnych oraz stóp procentowych pokazują, że kredyt typu DIM jest dosyć odporny nawet na wysokie, lecz krótkotrwałe szoki.

Można też zastosować regionalne różnicowanie indeksu dochodów jako lepiej dostosowane do indywidualnych dochodów niż ogólne. System taki stosował PKO BP, ale wymaga on przestrzennego zarządzania akcją kredytową i ryzykiem związanym z aktywami.

Czwarty problem jest związany z właściwym doбором indeksów. Indeks dochodowy powinien możliwie dobrze odzwierciedlać dochody w gospodarce, zaś indeks kapitałowy sytuację na rynku pieniężnym lub kapitałowym, w zależności od tego, skąd zasilane są banki. Niewłaściwie dobrany indeks dochodowy, tj. oparty na wskaźnikach wykazujących zbyt dużą zmienność, powoduje problemy kredytobiorców nie będących w stanie obsługiwać zadłużenia. Prędzej czy później przeniosą się one na bank. Z drugiej jednak strony indeks nadmiernie miękki przynosi straty systemu bankowego. Jedną z głównych przyczyn bankructwa systemu FOVI w Meksyku (system kredytów podwójnie indeksowanych, ze wspomaganie modelu centralnego banku hipotecznego) było zastosowanie jako indeksu spłaty płacy minimalnej. Pomimo inflacji i wzrostu dochodów płaca minimalna nie była waloryzowana tak jak zakładano, aby nie zwiększać rozmiarów bezrobocia, co spowodowało olbrzymie straty na portfelach. Podobna sytuacja wystąpiła w Polsce w 2000 r., gdy Sejm znacząco obniżył wysokość normatywu, czyli parametru regulującego wielkość spłat kredytów tzw. starego portfela spółdzielczego. Na indeksie tym opierał się też nowy produkt indeksowany typu DIM banku PKO BP, tzw. Alicja.

Podobne znaczenie ma odpowiedni dobór indeksu finansowego. Niewłaściwy indeks, nie odpowiadający kosztowi środków, będzie powodował straty banków, gdy koszty wyznaczone indeksem będą niższe od rzeczywistego kosztu środków pozyskiwanych przez bank.

Kredyt podwójnie indeksowany (DIM) powstał w krajach o wysokiej inflacji i niestabilnej gospodarce. Jego podstawowym zadaniem było zapewnienie większego bezpieczeństwa dla kredytobiorcy (poprzez ochronę przed gwałtownymi wahaniami wielkości spłacanych odsetek) i w konsekwencji dla kredytodawcy poprzez obniżenie ryzyka zaniechania spłat przez kredytobiorcę wskutek nadmiernego wzrostu obciążeń. Jednocześnie zasady spłaty kredytu gwarantują kredytodawcy realizację zysku zgodnie z rynkowymi regułami gry, choć moment tej realizacji może być przesunięty w czasie w stosunku do oczekiwań. Wieloletnie międzynarodowe doświadczenia z tym instrumentem finansowym pokazują, że spełniają one postawione przed nim zadania, ale jeśli są należycie stosowane. Głównymi problemami są: skomplikowany system księgowości i kontroli w banku, jak też pewne obawy wynikające z trudności ze zrozumieniem zasad jego funkcjonowania przez kredytobiorców.

Chęć stworzenia instrumentu kredytowego odpornego na inflację, tj. równomiernie rozkładającego obciążenia spłatami kredytu w czasie, a jednocześnie umożli-

liwiającego w większym stopniu dopasowanie do przewidywanych dochodów kredytobiorcy, oraz o stałym okresie spłaty, legła u podstaw konstrukcji tzw. kredytu o odroczonej płatności.

DPM, czyli kredyty hipoteczne z odroczoną spłatą, operują na ogół dwiema stopami procentowymi, z których jedna służy do aktualizacji wielkości zadłużenia, a druga określa wielkość płatności. Przykładowo, przy inflacji 30% stopa dla aktualizacji długu może wynosić 35%, a stopa, według której dług będzie spłacony – 15%. Stopę spłaty długu można ustalać rocznie w miarę spłaty długu oraz zmian inflacji i realnej stopy procentowej (Łaszek, Sado, 1997).

W konsekwencji można uzyskać produkt, w którym realna spłata pozostaje na niezmiennym poziomie bądź maleje zgodnie z założonymi wielkościami. Umożliwia to w środowisku inflacyjnym zaoferowanie kredytu tym osobom, które przewidują spadek swoich dochodów w czasie, a pomimo to udział kosztów obsługi kredytu w ich dochodach nie będzie ulegał znaczącym zmianom.

Kredyty tego typu można stosować w środowisku umiarkowanie inflacyjnym, gdzie nie ma niebezpieczeństwa gwałtownych, przesuniętych w czasie ruchów cen i dochodów, a w konsekwencji znacznych wahań dochodów realnych.

Kredyty tego typu są więc odwrotnością spotykanych w gospodarkach rynkowych kredytów o rosnących z czasem obciążeniach realnych, zwanych GPM. Główna wada kredytów DPM wynika z ich przewagi nad kredytami DIM mającymi stały okres spłaty. Kredyt tego typu nie ma możliwości buforowania szoków dochodowych oraz realnej stopy procentowej poprzez wydłużanie okresu spłaty. Spadki dochodów odbijają się wzrostem udziału spłat kredytu w dochodach kredytobiorców. Ponadto kredyt ten kumuluje szoki wynikłe ze zmian realnej stopy procentowej w początkowym okresie, oddając je w końcowej fazie, co grozi niewypłacalnością kredytobiorcy.

Omawiane zachowania powodują, że kredyty tego typu nie nadają się do gospodarek o wysokiej niestabilności, mogą być natomiast pomostem do normalności. Praktyczne doświadczenia z DPM (Węgry, nieudane próby wprowadzenia w Polsce) pokazują, że zarówno dla klientów, jak też dla banków nie ma dużej różnicy pomiędzy DIM i DPM. Głównym problemem obydwu kredytów są wysokie wymagania dotyczące kwalifikacji konsumentów, banków, jak też nadzoru bankowego. Warunek ten na ogół nie jest spełniony w krajach borykających się z chroniczną wysoką inflacją. Drugi problem związany z tego rodzaju instrumentami ma charakter hazardu moralnego. Umożliwiają one pewnego rodzaju normalizację w warunkach wysokiej inflacji. Tym samym przyczyniają się do jej utrwalenia, gdyż ograniczają presję na rządy, aby nie drukowały pieniędzy, oraz wzmacniają oczekiwania inflacyjne.

W ostatnich latach coraz większą popularność zdobywa finansowanie nieruchomości łączące kredyt hipoteczny z polisą na życie lub emerytalną. Kredyt finansowany jest przez instytucje ubezpieczeniowe bądź do spółki z bankami. Możliwe są różne schematy, w tym taki, że biorący kredyt nie spłaca jego raty kapitałowej

tylko odsetki. W konsekwencji dług hipoteczny nie ulega zmniejszeniu, ale płacone są raty polisy ubezpieczeniowej. W pewnym momencie, gdy wartość polisy osiągnie wartość kredytu, kredytobiorca może ją zamienić na spłatę kredytu. Można też wziąć kredyt mieszkaniowy bez hipoteki pod polisę, gdy jej wartość jest dostatecznie duża. Relatywnie nowym zjawiskiem są natomiast indywidualne kredyty hipoteczne udzielane bezpośrednio przez instytucje ubezpieczeniowe, często w połączeniu z polisą ubezpieczeniową. Głównym bodźcem zachęcającym do łączenia kredytów z polisą jest możliwość odpisywania odsetek od kredytów czy wydatków na polisę w koszty uzyskania przychodów. Towarzystwa ubezpieczeniowe, jako dysponujące długookresowym kapitałem oraz siecią brokerów, mają szanse na zajęcie trwalszej pozycji na rynku pierwotnym, a nie tylko na tradycyjnym wtórnym.

W krajach rynkowych, zwłaszcza w USA, mieszkanie traktowane jest w znacznej mierze jako lokata kapitału i funkcja ta jest oddzielona od typowych funkcji mieszkaniowych. Istotne staje się więc płynne wycofanie całości lub części zainwestowanych środków. System bankowy wspiera tutaj płynność rynku. Często praktykowana jest sprzedaż mieszkania przez ludzi starszych i przeniesienie się do lokalu czynszowego, jako model całkowitego wycofania kapitału w oparciu o tradycyjny kredyt hipoteczny oferowany nabywcy. W stosowanych często transakcjach *sale-lease back* mieszkanie zostaje sprzedane, a następnie wynajęte sprzedającemu. Również tutaj operacja nabycia jest często kredytowana. Pożyczka hipoteczna, czyli pod zastaw mieszkania, umożliwia także częściowe wycofanie kapitału. W krajach, w których odsetki od kredytów mieszkaniowych można odpisać od podstawy podatku, jest to w praktyce instrument stosowany chętnie dla finansowania innych wydatków, jak: zakup samochodu czy koszt edukacji dzieci. Może on przybierać postać prostego obciążenia hipoteki, pożyczki zabezpieczonej na drugiej pozycji, czy kredytu mieszkaniowego przekraczającego wartość nieruchomości i zabezpieczonego w sposób dodatkowy. Instrument typu *reverse mortgage*, zbliżony do funkcjonującego w Polsce kontraktu dożywocia, umożliwia wypłatę środków (jednorazowo, w transzach, najczęściej część jednorazowo i resztę w transzach), z kapitalizacją odsetek na hipotece. Po śmierci kredytobiorcy mieszkanie jest sprzedawane i pożyczka spłacana do banku.

Każda instytucja finansowa działa jako pośrednik pomiędzy kredytobiorcą a kredytodawcą/inwestorem. Dlatego też podstawowym ograniczeniem, na który natrafiają banki przy tworzeniu oferty kredytowej w zakresie oferowanych instrumentów kredytowych, to oprócz ponoszenia przez nie ryzyka kredytowego, jest ich dostosowanie do posiadanych środków. Instrumentów kredytowych nie można więc rozpatrywać w oderwaniu od strony pasywnej, a zwłaszcza od dostępnych instrumentów rynku kapitałowego. Przy finansowaniu kredytów z krótko- i średnioterminowych depozytów, limitem staje się bezpieczny, ze względu na płynność, udział kredytów hipotecznych w portfelu. Wysoki udział kredytów hipotecznych w portfelu specjalistycznych banków hipotecznych lub bankach uniwersalnych używany jest za pomocą czterech czynników:

- ❖ rozwoju specjalistycznych technik zarządzania ryzykiem płynności oraz ryzykiem stopy procentowej w połączeniu z odpowiednią polityką produktową;
- ❖ rozwoju wtórnego rynku wierzytelności hipotecznych;
- ❖ rozwoju instrumentów rynku kapitałowego umożliwiających refinansowanie portfeli;
- ❖ rozwoju sekurytyzacji aktywów bankowych.

Rozwój specjalistycznych technik zarządzania ryzykiem jest niezbędny nawet w przypadku rozwiniętego rynku instrumentów kapitałowych, gdyż wymagania inwestorów powodują, że nigdy nie uda się w pełni dopasować struktury aktywów do pasywów. Trzy pozostałe warunki mogą występować łącznie lub osobno, w zależności od modelu systemu bankowego.

Rozwój wtórnego rynku wierzytelności hipotecznych poprawia znacznie możliwości zarządzania płynnością, wymaga jednak ich standaryzacji. Jego powstanie na znaczącą skalę jest więc z reguły związane z rozwojem specjalistycznych instytucji wtórnego rynku skupujących i sekurytyzujących wierzytelności.

Może on mieć postać zarówno rynku transakcji indywidualnych, gdzie przedmiotem transakcji są pojedyncze kredyty (tzw. rynek brokerski), jak też transakcji na dużą skalę, gdzie operuje się pakietami kredytów. W pierwszym przypadku dotyczy to obrotów pomiędzy osobami fizycznymi, brokerami, bankami hipotecznymi, a ponadto dodatkowo specjalistycznymi instytucjami wtórnego rynku, jeżeli takowe istnieją. W drugim przypadku są to transakcje indywidualne, gdy wykupywany jest portfel kredytowy lub jego część. Przedmiotem obrotu są jednak z reguły produkty standardowe. Produkty niestandardowe ze względu na trudność wyceniania ryzyka, a zwłaszcza asymetrię informacyjną pomiędzy kredytodawcą a potencjalnym nabywcą wierzytelności, nie są przedmiotem obrotu i z reguły są finansowane ze środków własnych wystawców. Wierzytelności związane z programami dla grup o niskich dochodach mogą być natomiast sekurytyzowane w ramach programów rządowych opartych na państwowych gwarancjach.

Do instrumentów rynku kapitałowego zalicza się zarówno różnego rodzaju klasyczne bankowe papiery dłużne o zróżnicowanych sposobach zabezpieczenia, jak też instrumenty typu securities (tzw. papiery przepływowe – *pass throu*). O ile jednak rozwój sekurytyzacji jest z reguły związany z rozwojem wtórnego rynku, o tyle rozwój bankowych obligacji hipotecznych może funkcjonować bez rozwiniętego wtórnego rynku według klasycznego systemu bankowego.

W literaturze często spotyka się pogląd, że problem płynności wierzytelności hipotecznych *sensu stricto* lub tworzonych papierów wartościowych narasta w miarę postępów globalizacji rynków kapitałowych, a więc ograniczania specyfiki rynków narodowych. Jest to związane z liberalizacją rynków kapitałowych i poszukiwaniem lokat poza granicami kraju. Z drugiej strony kapitał międzynarodowy chce inwestować w instrumenty o przewidywalnym poziomie ryzyka. Problem ten ze względu na skalę kraju oraz otwarty i rynkowy charakter gospodarki został naj-

wcześniej dostrzeżony w USA, gdzie też najwcześniej podjęto działania na rzecz jego rozwiązania. W krajach Europy dominował i dalej dominuje portfelowy typ inwestora, co stawiało kwestię płynności wierzytelności oraz budowanych na ich podstawie instrumentów na dalszej pozycji. Wraz z wprowadzeniem euro oraz tendencjami globalizacyjnymi na świecie sytuacja ta zmienia się obecnie bardzo szybko, wymuszając odpowiednie rozwiązania w krajach europejskich.

Do podstawowych instrumentów rynku kapitałowego zaliczamy:

- ❖ hipoteczny list zastawny;
- ❖ komunalne listy zastawne;
- ❖ obligacje banków hipotecznych;
- ❖ papiery wartościowe typu securities.

Hipoteczny list zastawny był to, historycznie rzecz biorąc, pierwszy instrument rynku kapitałowego. Jego powstanie na Śląsku było związane z dużymi potrzebami kapitałowymi tamtejszych właścicieli ziemskich na cele inwestycyjne. Zakładali oni Ziemskie Towarzystwa Kredytowe, które gwarantowały majątkami swoich członków hipoteczne listy zastawne – papiery wartościowe sprzedawane na rynku. Jednocześnie wierzytelności były zabezpieczone wpisem hipotecznym na konkretnym majątku. Miał on więc podwójne zabezpieczenie (nadmierne zabezpieczenie).

Ideę hipotecznego listu zastawnego do systemu bankowego wprowadziło Credit Foncier. W rozwiązaniu tym emitentem i gwarantem listu zastawnego jest bank hipoteczny. List zastawny jest więc w pierwszej kolejności zabezpieczony na aktywach banku. W przypadku bankructwa banku list jest zabezpieczony dodatkowo na hipotekach kredytowanych nieruchomości, które nie wchodzą do masy upadłościowej (tzw. przywilej upadłościowy). Jest to element, który odróżnia list zastawny od innych papierów wartościowych tego typu.

W najbardziej klasycznej postaci hipoteczne listy zastawne stosowane są w Niemczech oraz Danii, gdzie mają też wysokie udziały na rynkach papierów wartościowych. Pomimo dużego znaczenia istnieje wątpliwość, czy zaliczyć szwedzkie listy zastawne do tej właśnie grupy ze względu na brak przywileju upadłościowego.

List hipoteczny jest więc formą obligacji banku hipotecznego zabezpieczoną dodatkowo na pierwotnych wierzytelnościach, bądź, jak to interpretują Amerykanie, papierem wartościowym typu securities, z dodatkowym wzmocnieniem jakości w postaci gwarancji banku emitenta.

W przypadku Niemiec cała procedura oraz wymogi dotyczące hipotecznych listów zastawnych oraz banków hipotecznych są szczegółowo regulowane. Listy hipoteczne emitowane są ze stałymi stopami procentowymi na okresy od 1 roku do 10 lat. Przedmiotem kontroli ze strony nadzoru bankowego, którego stały przedstawiciel jest rezydentem banku (powiernik – *treuhand*), jest tzw. wskaźnik pokrycia (*deckungs prinzip*) oraz stosunek wartości zastawu do wartości kredytu (LTV). Listy zastawne muszą mieć 90% pokrycia w udzielonych kredytach, 10% może stanowić gotówka i warunek ten jest sprawdzany regularnie w banku. Chodzi o wyklu-

czenie sytuacji, w której relatywnie tanie środki zostaną wykorzystane na bardziej zyskową, ale i ryzykowniejszą działalność. Listy zastawne nie mogą finansować więcej niż 60% długookresowej wartości nieruchomości, w konsekwencji pozostałe środki na sfinansowanie kredytu (do 80% LTV, w szczególnych przypadkach nawet więcej), muszą pochodzić z innych źródeł⁶.

Rozwiązania te, w połączeniu z bardzo stabilną polityką gospodarczą i monetarną w Niemczech, powodowały, że hipoteczne listy zastawne były i są bardzo chętnie nabywane przez inwestorów, na równi z obligacjami rządowymi. W konsekwencji niskiego ryzyka i niskich kosztów operacyjnych banki hipoteczne oferują kredyty hipoteczne o oprocentowaniu przekraczającym oprocentowanie listów zastawnych o mniej niż 1 pkt. proc. Oprocentowanie hipotecznych listów zastawnych jest niskie, na ogół nie przekraczające 25 punktów bazowych oprocentowania obligacji skarbowych o porównywalnej zapadalności.

Ryzyko związane z hipotecznymi listami zastawnymi, dosyć chętnie ukrywane przez banki niemieckie, wynika z faktu, że nie jest znana szczegółowa struktura wierzytelności zabezpieczających list. Chodzi tutaj głównie o kredyty finansujące nieruchomości komercyjne, znacznie ryzykowniejsze od indywidualnych kredytów mieszkaniowych.

Pewną odmianą hipotecznych listów zastawnych są komunalne listy zastawne. Refinansują one pożyczki komunalne, tj. udzielane gminom na cele publiczne. Nie mają one zabezpieczenia hipotecznego, ale ze względu na posiadanie przez gminy w Niemczech gwarancji federalnych, ich poziom ryzyka określany jest bardzo nisko. Komunalne listy zastawne służą też finansowaniu kredytów udzielanych przez rządy w krajach EU.

Obligacje banków hipotecznych, zwane w Niemczech skryptami dłużnymi, finansują tam tę część pożyczki hipotecznej, której nie można refinansować poprzez listy zastawne. Zabezpieczone są tylko na aktywach banku, a więc mają wyższy stopień ryzyka. W systemie niemieckim, gdzie nie było bankructw banków hipotecznych, rynkowa wartość tego typu papierów jest bardzo zbliżona do hipotecznych listów zastawnych.

W systemie amerykańskim obligacje podobnego typu, zwane *mortgage bonds*, finansują kredyty hipoteczne emitowane przez prywatne banki. Ich zabezpieczeniem są aktywa banku, a wartość rynkowa jest zróżnicowana w zależności od reputacji banku.

Hipoteczne papiery wartościowe typu securities są najbardziej znaną za granicami postacią instrumentu finansowego powstałego w USA i używanego na szeroką skalę w klasycznej postaci w USA i, w mniejszym zakresie, w Kanadzie. Jest on formą sprzedaży portfela, czyli jego sekurytyzacji. Służy do refinansowania kredytów hipotecznych emitowanych przez banki hipoteczne poprzez instytucje wtórnego

⁶ *Mortgage Bank Act in the Form*, Verband Deutscher Hypothekenbanken published on 19 December 1990.

rynku. Pojedyncze kredyty są zbierane w pule (*pools*) w sposób mający ograniczać ryzyko wahań przepływu gotówki i sprzedawane w postaci MBS. Istnieje wiele form konstrukcji puli oraz ewentualnego ubezpieczenia niektórych związanych z nim ryzyk. Aby zwiększyć ich wartość rynkową, stosuje się specjalne techniki podnoszenia jakości. Do najczęstszych należy dzielenie puli na subpule, które kolejno amortyzują szoki, lub tworzenie dodatkowej puli jako zabezpieczenia przepływu gotówki (*overcollateralisation*). W konsekwencji tworzone są instrumenty, w których przepływ gotówki oderwany jest od przepływów generowanych przez portfele. Instrumenty te nazywane są instrumentami pochodnymi (*derivatives*). Ze względu na chęć zainteresowania nimi indywidualnych inwestorów, MBS-y są często dzielone i sprzedawane w małych nominałach.

Papiery wartościowe typu MBS mogą być też tworzone przez instytucje finansowe operujące na rynku pierwotnym. Wymagane są wtedy, w zależności od jakości portfela, omówione techniki ograniczające ryzyko oraz powołanie SPV, które musi być niezależne od instytucji, której wierzytelności podlegają sekurytyzacji. Odpowiednikiem securities mieszkaniowych są papiery wartościowe tworzone na bazie wierzytelności hipotecznych finansujących nieruchomości komercyjne (Fabozzi, Modigliani, 1996).

5. SEKTOR BANKOWY W FINANSOWANIU SEKTORA NIERUCHOMOŚCI W POLSCE⁷

(współautorami tego punktu są Hanna Augustyniak i Krzysztof Olszewski)

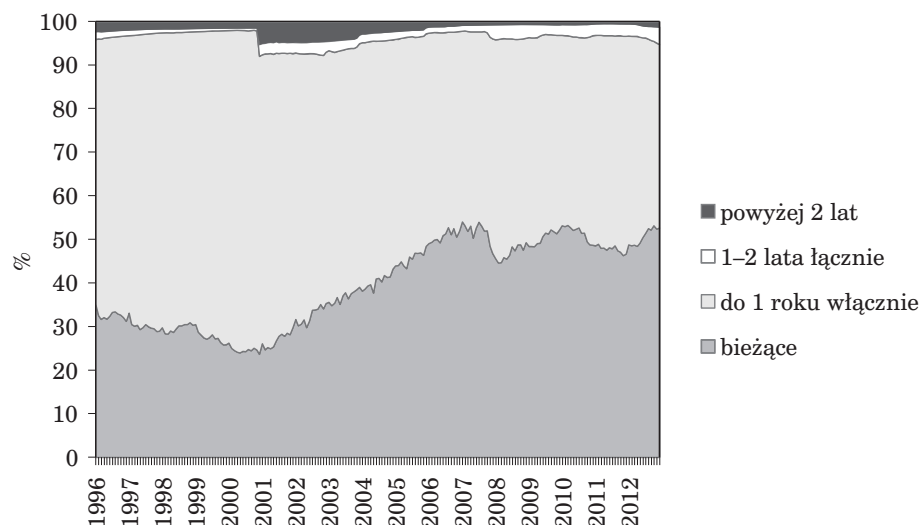
Strona pasywna systemu bankowego w Polsce oparta jest na bieżących depozytach (por. rysunek 1), podczas gdy po stronie aktywnej dominują długoterminowe zobowiązania (por. rysunek 2). Zgodnie z danymi KNF aktywa banków powyżej 5 lat stanowią 34,5% sumy bilansowej, natomiast pasywa powyżej 5 lat około 5,3%. Takie niedopasowanie stanowi czynnik ryzyka dla sektora bankowego.

W 2011 r. rosły stopy procentowe złotych kredytów mieszkaniowych i na koniec 2012 r. osiągnęły około 6,9%, natomiast w 2013 r. stopy zmniejszyły się i wyniosły na koniec III kwartału nieco ponad 5%. Niższy był poziom stóp kredytów mieszkaniowych walutowych, jednak od 2012 r. były one praktycznie nieosiągalne dla gospodarstw domowych.

Bardziej szczegółowa analiza stóp procentowych, zwłaszcza deflowanych CPI czy DI (dochodem do dyspozycji, ang. *Disposable Income*), pokazuje, że stopy realne spadły, a na kredytach denominowanych w walutach obcych są nawet ujemne.

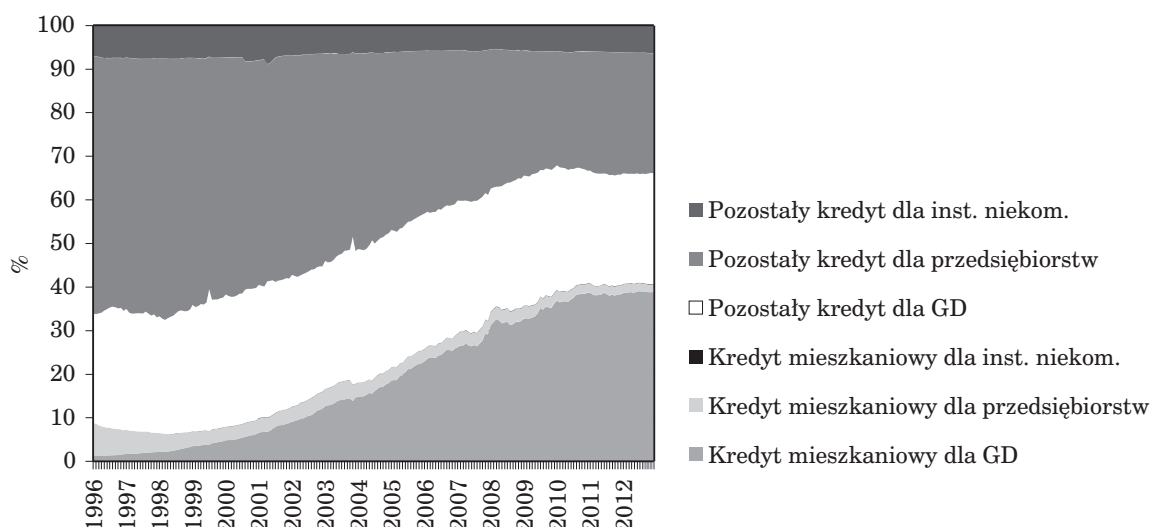
⁷ Tekst opiera się na rocznych i kwartalnych opracowaniach Narodowego Banku Polskiego z lat 2007–2013 dotyczących sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce.

Rysunek 1. Struktura depozytów w systemie bankowym latach 1996–2012 (stan na 31 grudnia)



Źródło: NBP.

Rysunek 2. Struktura kredytów w systemie bankowym latach 1996–2012 (stan na 31 grudnia)

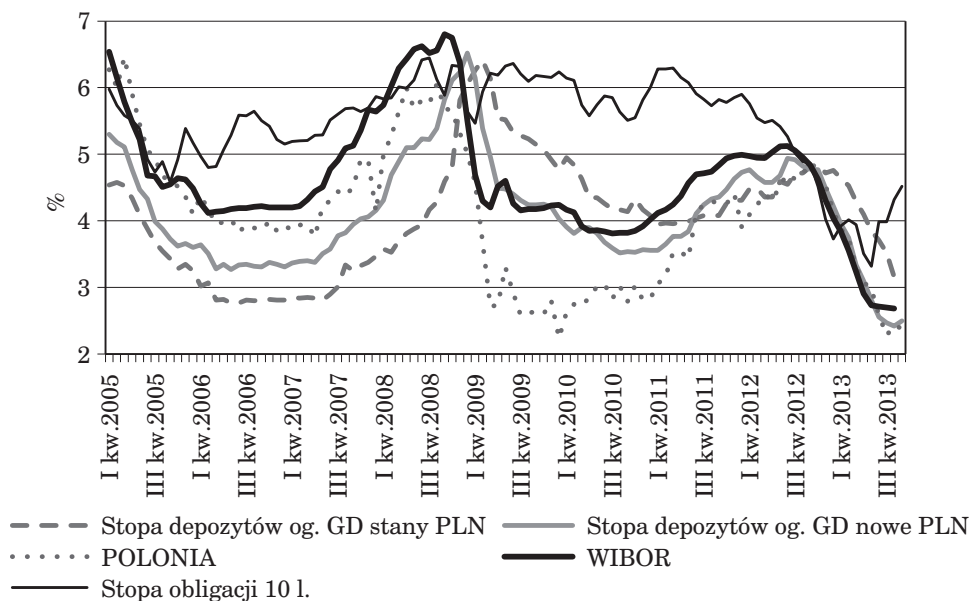


Źródło: NBP.

Wyплаты kredytów mieszkaniowych i związany z tym przyrost zadłużenia w Polsce związany był ze strukturalnym rozwojem rynku, cyklem koniunkturalnym oraz konsekwencjami światowego boomu kredytowego. Udział kredytów denominowanych w portfelu należności od gospodarstw domowych z tytułu kredytu mieszkaniowego od 2010 r. utrzymywał się na zbliżonym poziomie około 60%, a na koniec III kwartału 2013 r., wyniósł około 51% (por. rysunki 7 i 8). Pod wpływem negatywnych doświadczeń związanych z globalnym kryzysem finansowym, a także

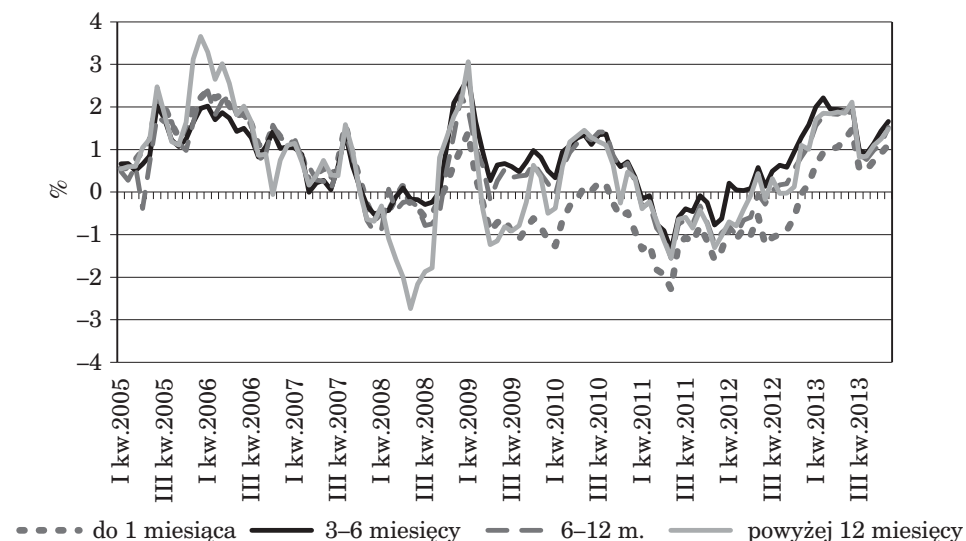
działań regulatora, udział kredytów denominowanych w kwartalnym przyroście nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych spadł z maksymalnej wielkości 90% w III kwartału 2008 r., do poziomu 20% w IV kwartału 2010 r., by na koniec 2011 r.

Rysunek 3. Stopy procentowe na rynku finansowym w Polsce w latach 2005–2013



Źródło: NBP.

Rysunek 4. Realne stopy procentowe depozytów GD w Polsce w latach 2005–2013

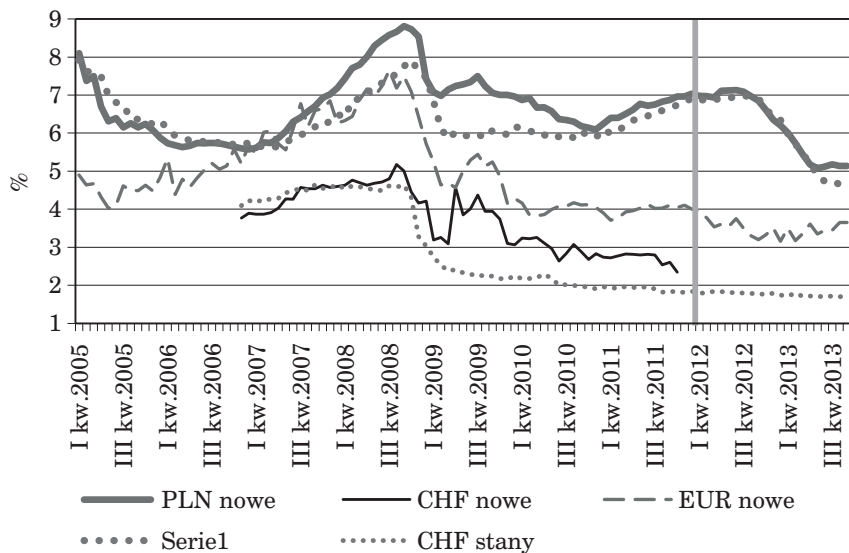


Uwaga: deflowane CPI po pierwotnym odjęciu podatku od dochodów kapitałowych.

Źródło: NBP.

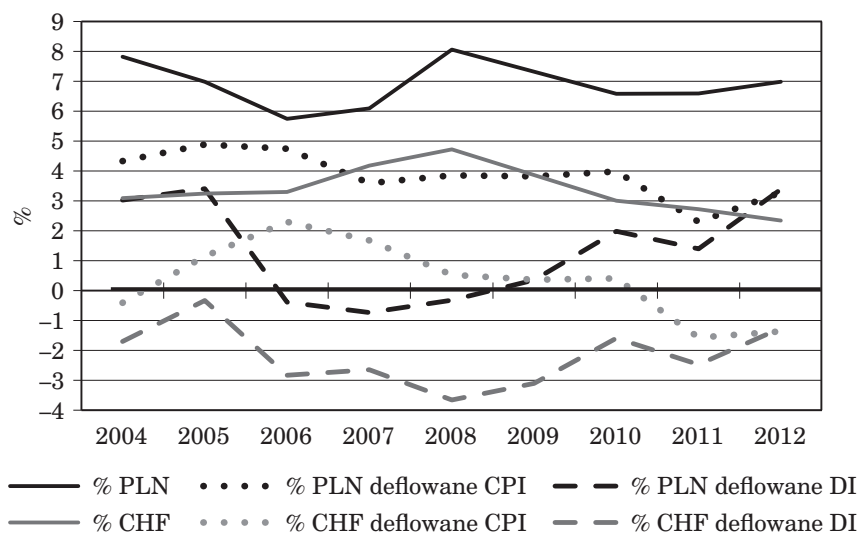
praktycznie wygasnąć. Od początku 2012 r. notowano stabilizację, a w 2013 r. nawet zmniejszanie się salda kredytów walutowych (na skutek postępujących spłat).

Rysunek 5. Stopy procentowe kredytów mieszkaniowych dla GD w Polsce w latach 2005–2013



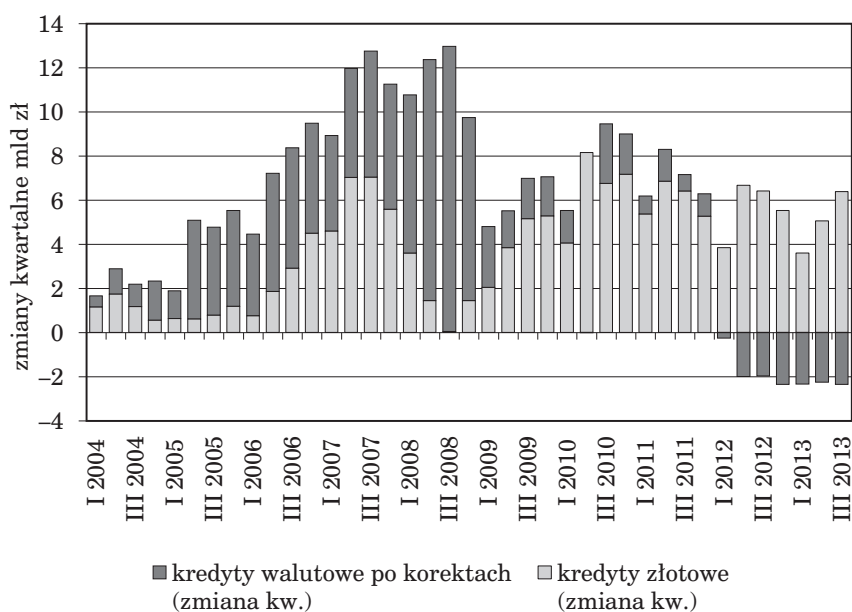
Źródło: NBP.

Rysunek 6. Stopy procentowe kredytów mieszkaniowych dla GD, deflowane CPI lub D w latach 2004–2012



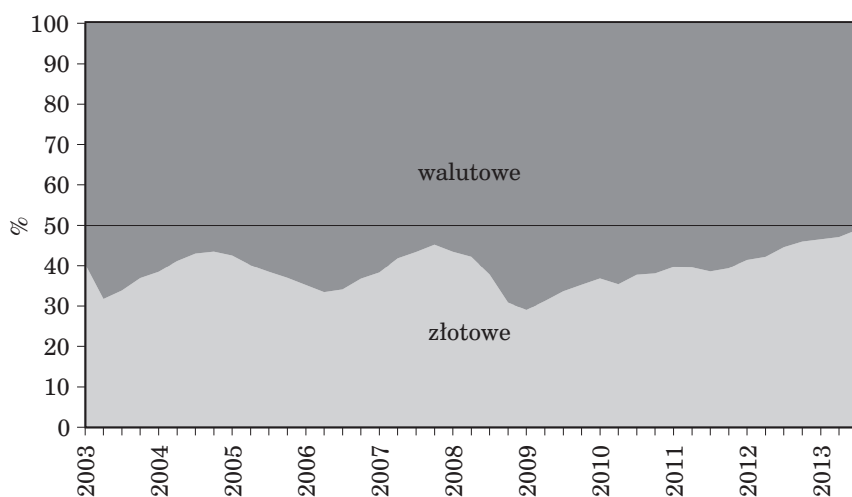
Źródło: NBP.

Rysunek 7. Struktura walutowa przyrostu należności od GD z tytułu kredytu mieszkaniowego w Polsce (przy stałych kursach) w latach 2004–2013



Źródło: NBP.

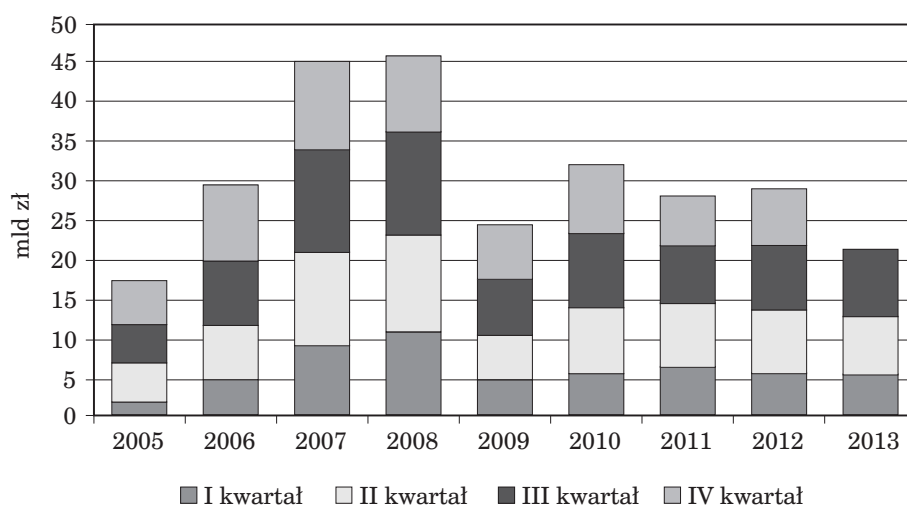
Rysunek 8. Struktura walutowa stanu należności od GD z tytułu kredytu mieszkaniowego w Polsce w latach 2003–2013 (stan na I kwartał)



Źródło: NBP.

Warto podkreślić fakt, że w statystyce bankowej, podobnie jak dzieje się na świecie, zbierane są dane o stanie należności sektora finansowego od GD z tytułu kredytów mieszkaniowych, a nie o faktycznych wypłatach nowych kredytów. Trzeba pamiętać, że portfel kredytów ulega naturalnej amortyzacji, to znaczy stare kredyty są z czasem coraz szybciej spłacane. Wynika to z najczęściej stosowanej metody spłacania kredytów stałymi ratami. Na początku dominująca część raty to spłata odsetek, natomiast po pewnym czasie, gdy kapitał już w dużym stopniu został spłacony, duży udział w racie ma dalsza spłata kapitału. Jest to szczególnie ważne przy analizie wypłat kredytów, gdy po wcześniejszej silnej akcji kredytowej banki zaczynają udzielać znacznie mniej kredytów. W tym przypadku portfel kredytów się starzeje, gdyż napływa względnie mało nowych kredytów. Te „stare” kredyty są spłacane, więc bez przyływu nowych kredytów saldo kredytów będzie spadało. W związku z powyższym, jedynie rzeczywista zmiana stanu zadłużenia GD, uwzględniająca faktyczne wypłaty kredytów mieszkaniowych oraz ich spłaty, pozwala na dogłębną analizę wartości nowo udzielanych kredytów. Analiza rocznego szacunku zmiany wypłat brutto kredytów mieszkaniowych wskazuje, że faktycznie spadły one w 2009 r. w relacji do lat 2007 i 2008, natomiast już od 2010 r. wykazują one wartości na poziomie średniej z całego okresu. Struktura przestrzenna kredytów nie uległa istotnym zmianom – nadal najwięcej wśród 17 miast było udzielanych w Warszawie (por. rysunki 10, 11 i 12).

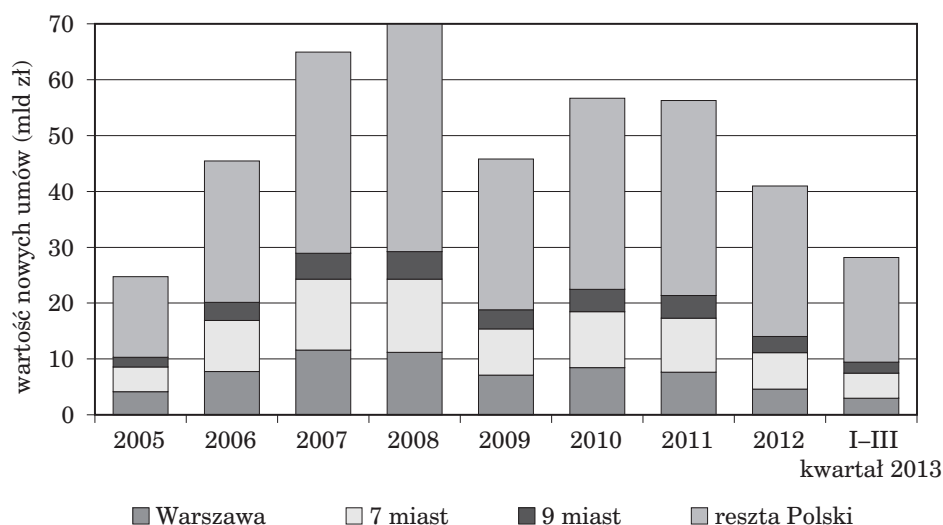
Rysunek 9. Przyrosty kwartalne salda należności od gospodarstw domowych z tytułu całego kredytu mieszkaniowego po korektach i spłatach w latach 2005–2013 (w mld zł)



Uwaga: przyrost należności oznacza rzeczywistą zmianę stanu zadłużenia gospodarstw domowych, gdyż uwzględnia faktyczne wypłaty kredytów mieszkaniowych oraz ich spłaty.

Źródło: NBP.

Rysunek 10. Wartość nowo wypłaconych kredytów mieszkaniowych, bez odsetek (wg miejsca udzielenia) w 17 miastach Polski w latach 2005–2013

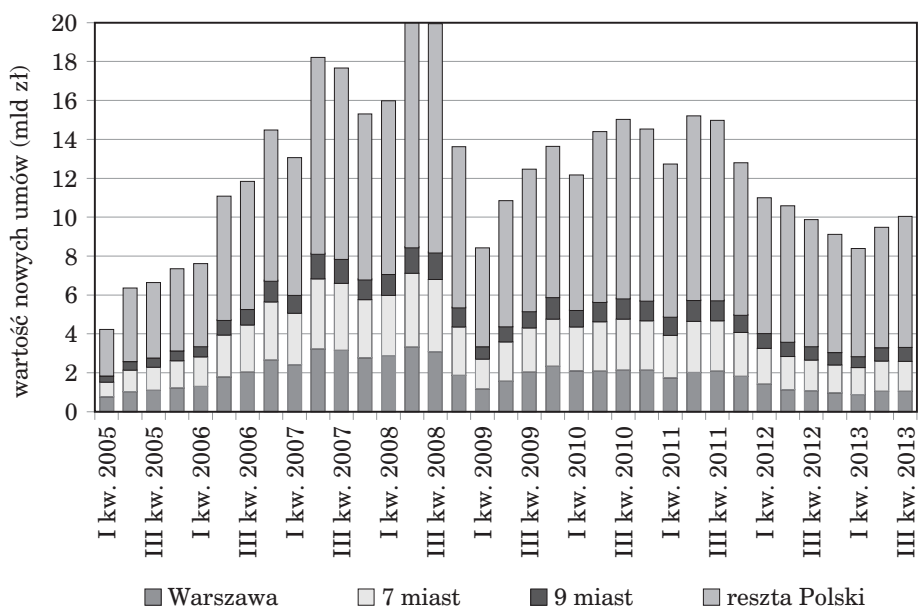


Uwaga: 7 miast – Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Szczecin, Wrocław;

9 miast – Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Zielona Góra.

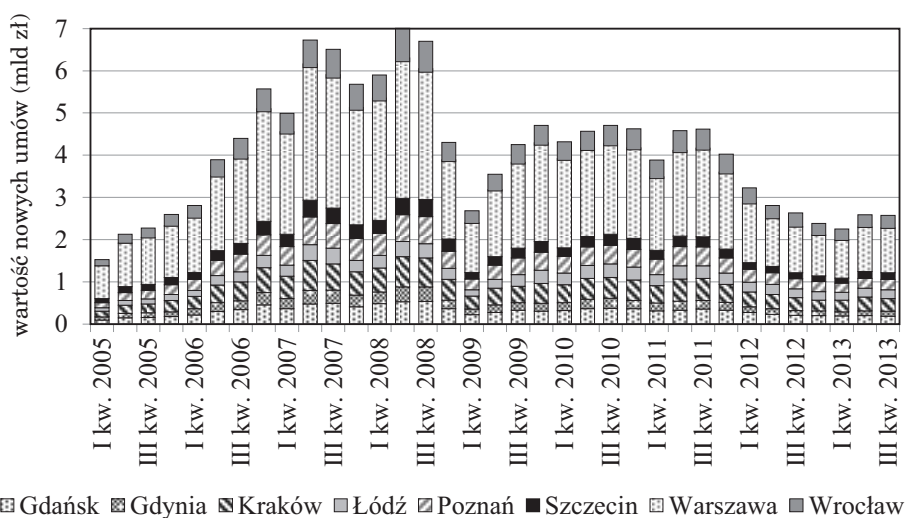
Źródło: NBP na podstawie BIK.

Rysunek 11. Struktura przestrzenna kredytu mieszkaniowego w 17 miastach w Polsce w latach 2005–2013



Źródło: NBP na podstawie BIK.

Rysunek 12. Struktura przestrzenna kredytu mieszkaniowego w 8 miastach w Polsce w latach 2005–2013

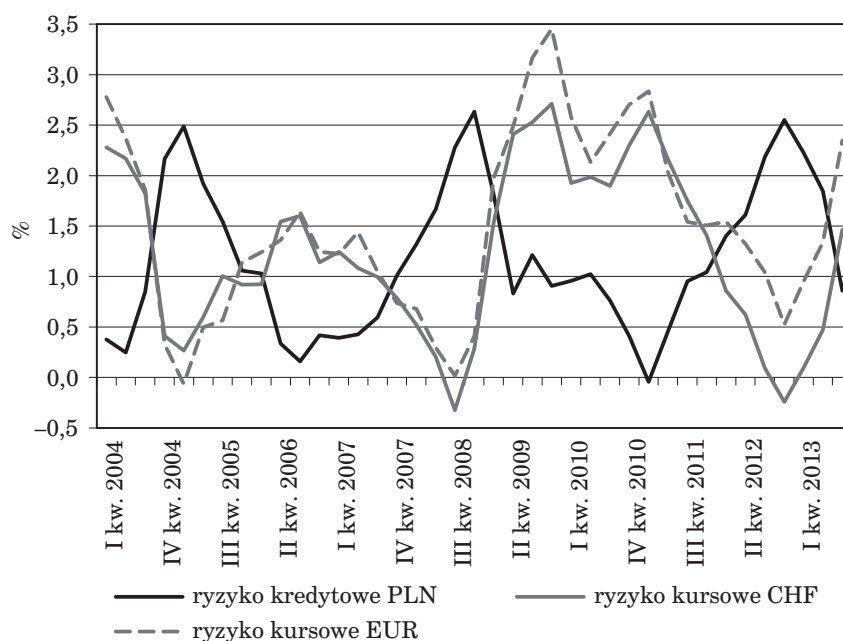


Źródło: NBP na podstawie BIK.

6. RYZYKA KREDYTÓW MIESZKANIOWYCH DLA BANKÓW

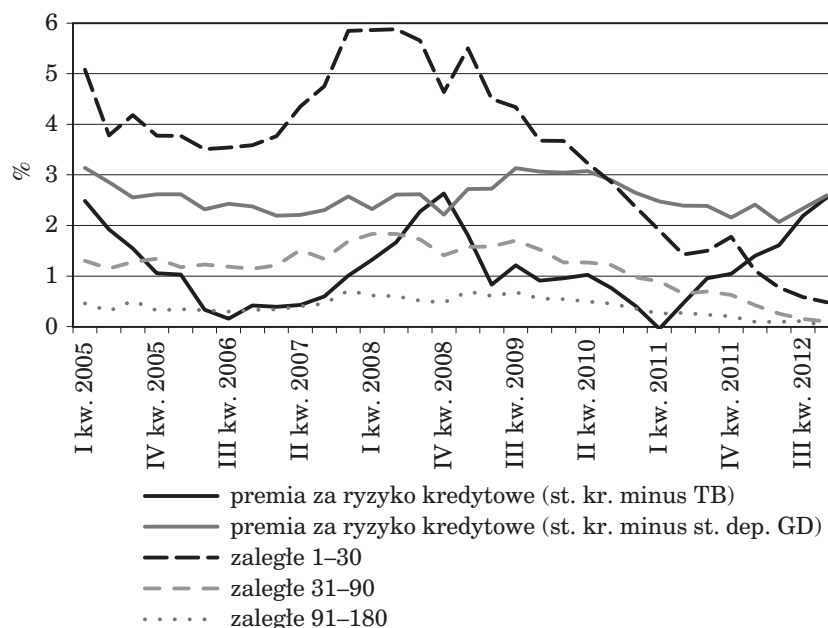
Banki wykazują złożone podejście do ryzyka, co pokazuje analiza dekompozycji premii za ryzyko kursowe i kredytowe (por. rysunki 13 i 14).

Rysunek 13. Wycena ryzyka przez banki dla nowych kredytów mieszkaniowych w latach 2004–2013



Źródło: NBP.

Rysunek 14. Wycena ryzyka kredytowego a jego rzeczywisty poziom oraz udział zaległych kredytów w latach 2005–2012



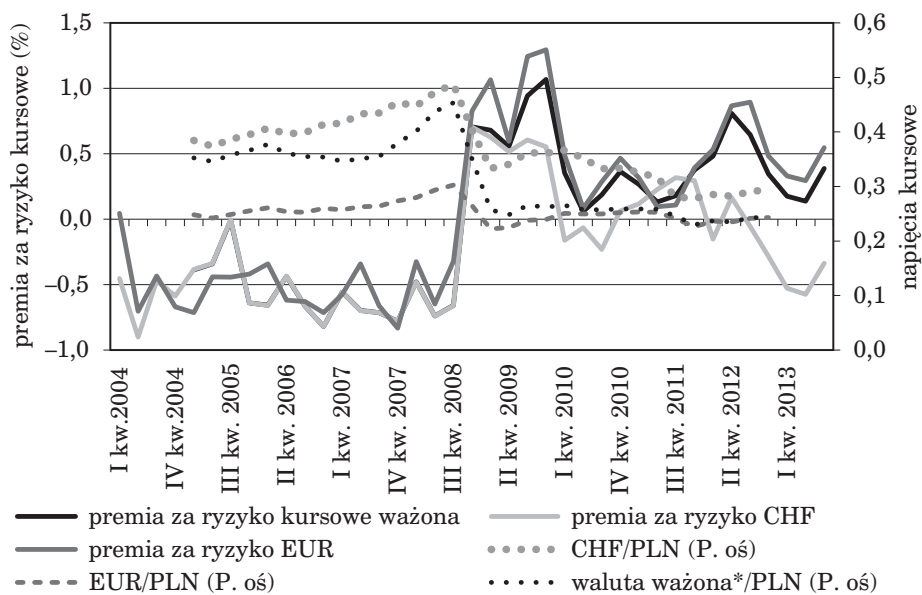
Źródło: NBP.

W przypadku ryzyka kursowego możemy wyróżnić dwie odmienne polityki. W okresie boomu kredytowego, tj. do 2008 r., pomimo rosnącego ryzyka deprecjacji złotego, marże na to ryzyko obniżały się. Natomiast po gwałtownych korektach kursu (lata 2009–2010), gdy ryzyko to zrealizowało się, marże zaczęły się urealnian. Tendencja ta była kontynuowana w 2011 r. Czynnikiem korzystnym zarówno dla sektora bankowego, jak i kredytobiorców, była ujemna korelacja stóp procentowych denominowanych oraz kursów walutowych (por. rysunki 13 i 14). Utrzymywało to koszty obsługi kredytów mieszkaniowych na relatywnie niskim poziomie (por. rysunki 15 i 16). Jednak w przypadku niektórych generacji kredytów walutowych koszty ich obsługi znacząco przekroczyły poziom uwzględniony przy ich udzielaniu (mierzone relacją aktualnej spłaty do pierwszej spłaty, która była podstawą kalkulacji wysokości kredytu). Szoki dotyczyły także kredytów złotych, których koszty obsługi stopniowo rosły w 2011 r., jednak nie przekroczyły poziomu relacji aktualnej spłaty do pierwszej (por. rysunki 17 i 18). W konsekwencji sytuacja sektora bankowego dotychczas nie pogorszyła się znacząco. Można jednak oczekiwać, że w przypadku gwałtownych i dłuższych szoków kursowych sytuacja ta ulegnie pogorszeniu.

Jakość portfela kredytów mieszkaniowych⁸ w największych miastach była zróżnicowana (por. rysunek 19). Na szoki makroekonomiczne nakładały się silnie czynniki lokalne (np. bezrobocie, demografia, ceny, spekulacja). Analiza wskazuje,

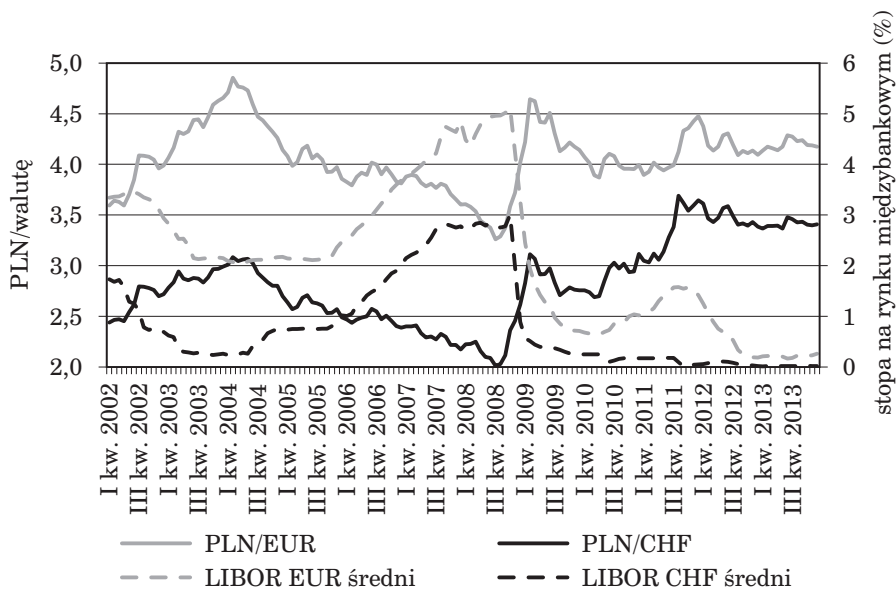
⁸ Mierzona udziałem kredytów zalegających w spłacie 91–180 dni.

Rysunek 15. Premia za ryzyko kursowe na kredytach mieszkaniowych denominowanych a ich rzeczywisty poziom w latach 2004–2013



Źródło: NBP.

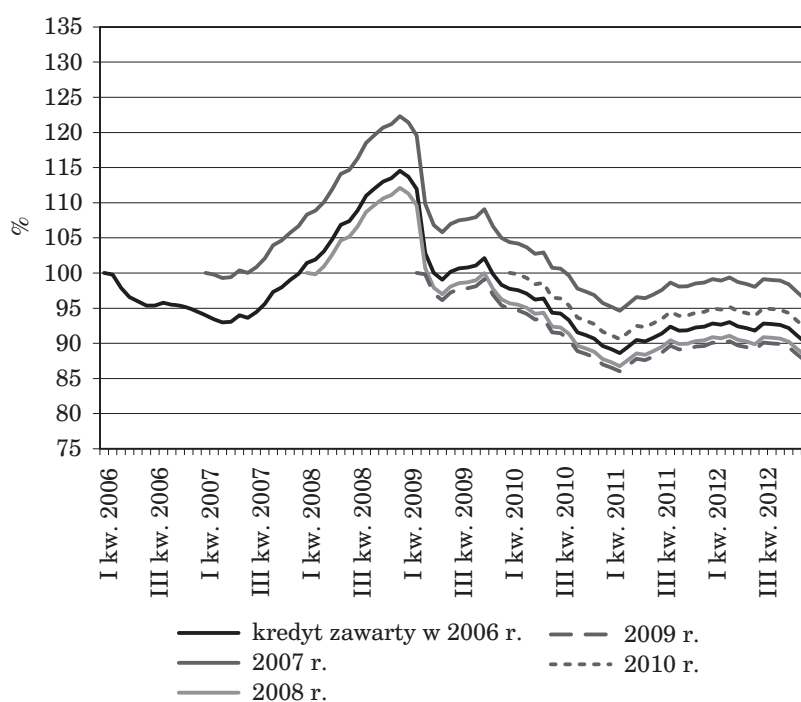
Rysunek 16. Kurs walutowy a koszt pieniądza w latach 2002–2013



Źródło: NBP.

że po ustaniu działania szoków jakość portfela powracała do poprzedniego poziomu. Bardziej szczegółowa analiza, przeprowadzona przez KNF, pokazuje jednak długookresowy trend pogarszania się jakości portfela, co jest naturalne dla względnie nowych portfeli hipotecznych⁹. Tendencje te utrzymały się w 2011 r. Nie ulega jednak wątpliwości, że znaczące i dłuższe szoki kursowe będą prowadzić do pogarszania jakości portfeli poniżej wskaźników uznawanych za naturalne (2–3%).

Rysunek 17. Relacja aktualnej spłaty do pierwszej spłaty dla kredytów mieszkaniowych w PLN w latach 2006–2012

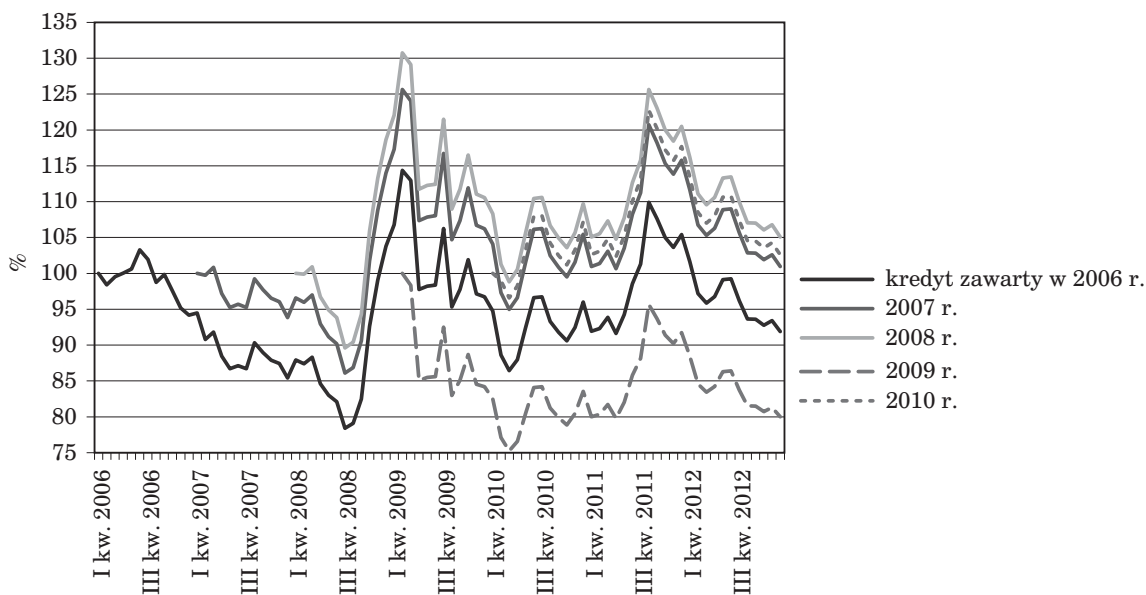


Uwaga: do obliczeń przyjęto kredyt w wysokości 200 tys. zł ze stałą marżą plus średni kwartalny WIBOR 3M oraz 20-letnią amortyzacją; spłata w stałych ratach.

Źródło: NBP.

⁹ Portfel kredytów hipotecznych wykazuje stopniowe pogarszanie jakości w ciągu 3–8 lat, a następnie jej poprawę w ok. 10–15 lat. Por. J. Łaszek, *Ryzyko kredytowe a bankowe wymogi ostrożnościowe*, [w:] *Ryzyko kredytowe wierzycielności hipotecznych, modelowanie i zarządzanie*, pod redakcją K. Jajugi i Z. Krysiaka; *Credit risk, credit scoring, and the performance of home mortgages*, R.B. Avery i in. (Federal Reserve Bulletin, July 1996).

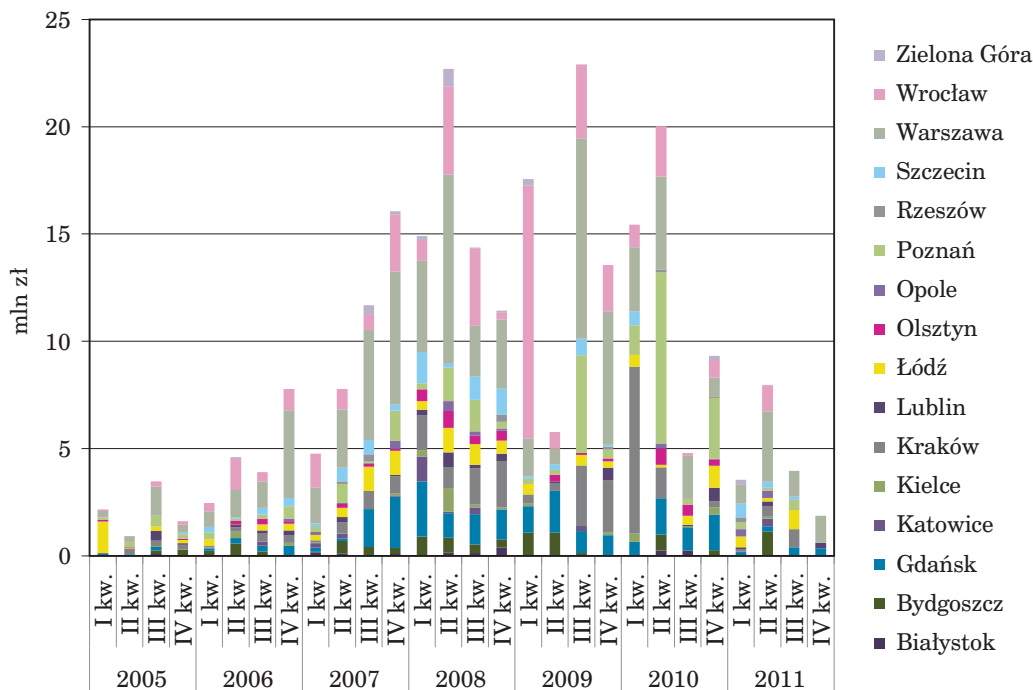
Rysunek 18. Relacja aktualnej spłaty do pierwszej spłaty dla kredytów mieszkaniowych denominowanych w CHF w latach 2006–2012



Uwaga: do obliczeń przyjęto kredyt w wysokości 200 tys. zł przeliczony na CHF, ze stałą marżą plus średni kwartalny LIBORCHF 3M oraz 20-letnią amortyzacją; spłata w stałych ratach.

Źródło: NBP.

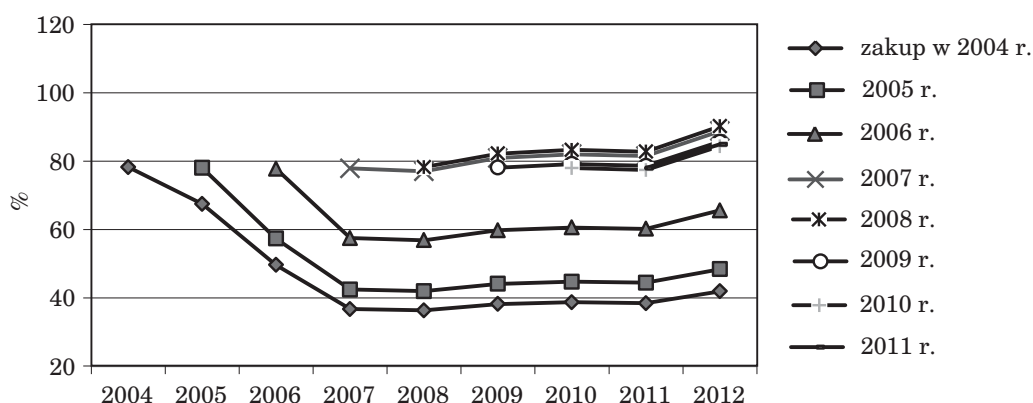
Rysunek 19. Kredyty mieszkaniowe zaległe 91–180 dni w 16 miastach w Polsce w latach 2005–2011



Źródło: NBP na podstawie BIK.

Ryzyko utraty części wartości zabezpieczenia związane z deprecjacją złotego, zrealizowało się w większym zakresie w latach 2011 i 2012 niż w 2010 r. (por. rysunki 18 i 19). Pokazuje to, na przykładzie Warszawy, analiza szacunkowych wskaźników LTV dla kolejnych kohort kredytów złotych i denominowanych w CHF. Ryzyko to zrealizowało się także w 6 największych miastach, dla których wskaźnik LTV, przy najbardziej zagrożonych generacjach kredytów z lat 2007 i 2008, przekroczył lub zbliżył się do 100%, co prezentują rysunki 20–23.

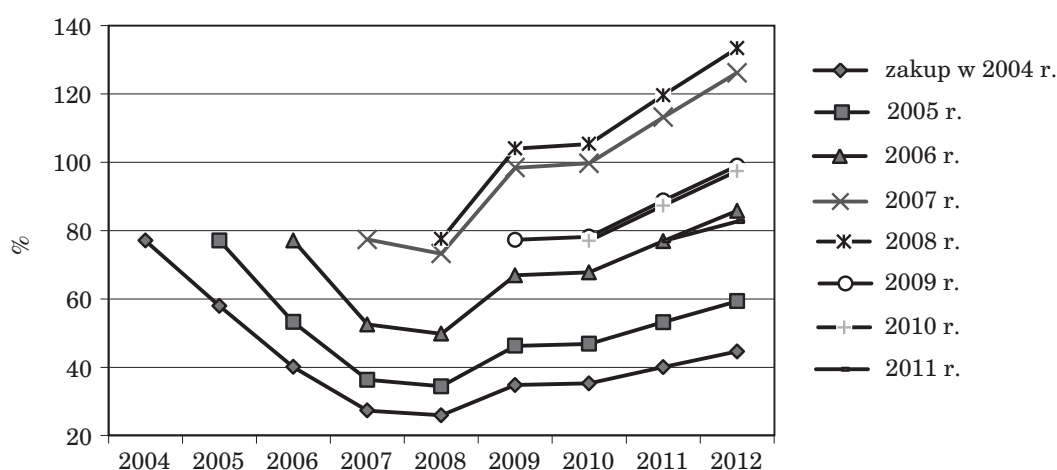
Rysunek 20. LTV kohort kredytów PLN w latach 2004–2012



Uwaga: do obliczeń przyjęto 20% udział własny kredytobiorców.

Źródło: NBP, GUS.

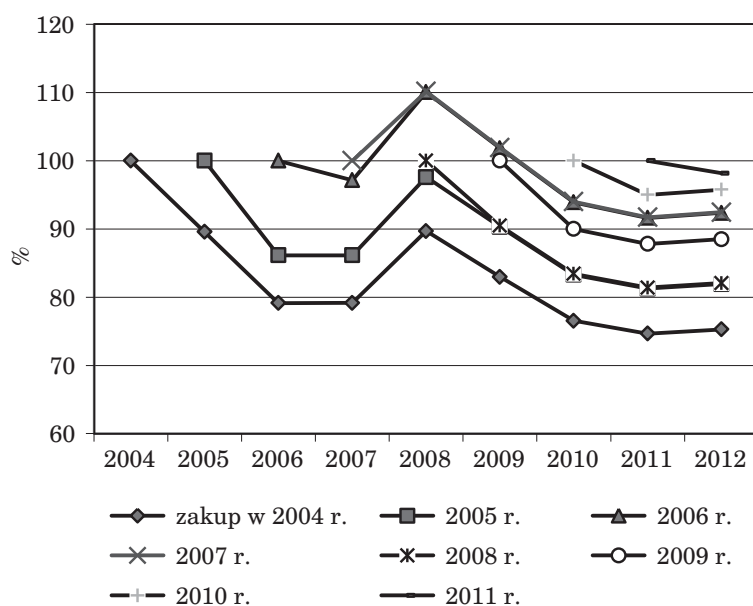
Rysunek 21. LTV kohort kredytów w CHF przeliczonych na PLN w latach 2004–2012



Uwaga: do obliczeń przyjęto 20% udział własny kredytobiorców.

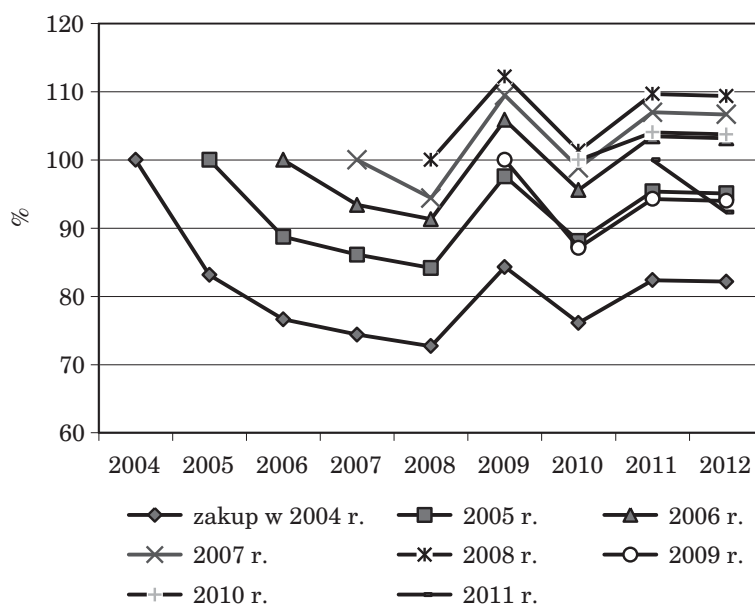
Źródło: NBP, GUS.

Rysunek 22. TDR kohort kredytów PLN w latach 2004–2012



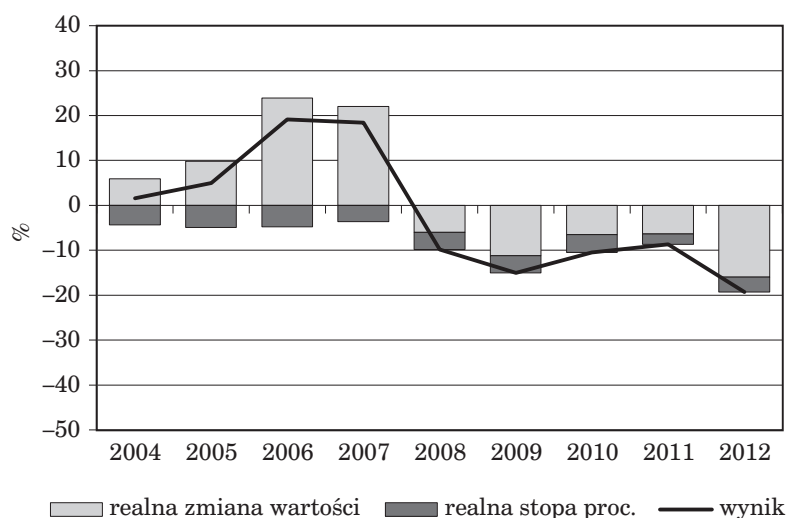
Źródło: NBP, GUS.

Rysunek 23. TDR kohort kredytów w CHF przeliczonych na PLN w latach 2004–2012



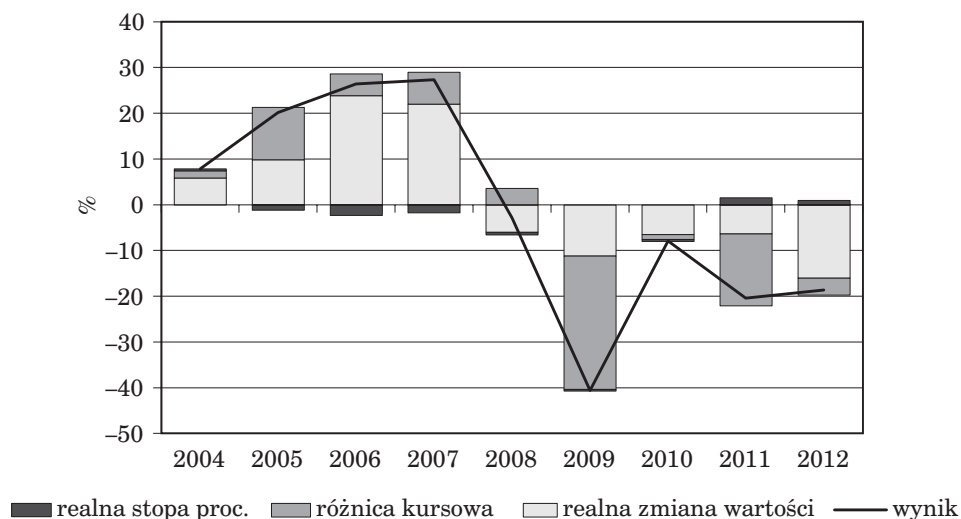
Źródło: NBP, GUS.

Rysunek 24. Koszty i zyski kapitałowe i odsetkowe z inwestycji w mieszkania finansowane kredytem złotowym w latach 2004–2012



Źródło: NBP, GUS.

Rysunek 25. Koszty i zyski kapitałowe i odsetkowe z inwestycji w mieszkania finansowane kredytem CHF w latach 2004–2012



Źródło: NBP, GUS.

Głównym czynnikiem wpływającym na podaż kredytów mieszkaniowych, poza dostępnością kapitału i uwarunkowaniami regulacyjnymi, jest ich zyskowość. Szacunkowa zyskowość¹⁰ mieszkaniowych portfeli kredytowych w 2011 r., po-

¹⁰ Należy podkreślić, że zyskowość jest szacunkowa oraz że uwzględnia jedynie koszty finansowe, lecz nie uwzględnia wszelkich innych kosztów operacyjnych, które ponoszą banki.

dobnie jak w 2010 r., pozostawała na umiarkowanym poziomie. Jednak zyskowność kredytów denominowanych była znacznie wyższa niż kredytów złotych (por. rysunki 26 i 27). Tłumaczy to presję banków na udzielanie kredytów walutowych, pomimo istotnych zawirowań na międzynarodowym rynku finansowym oraz znacznego ryzyka kursowego, które mogło przełożyć się na ryzyko niespłacania kredytu. Dopiero ostrzeżenia ze strony KNF oraz silniejsza percepcja ryzyka przez banki spowodowały, że przestały one udzielać kredytów denominowanych.

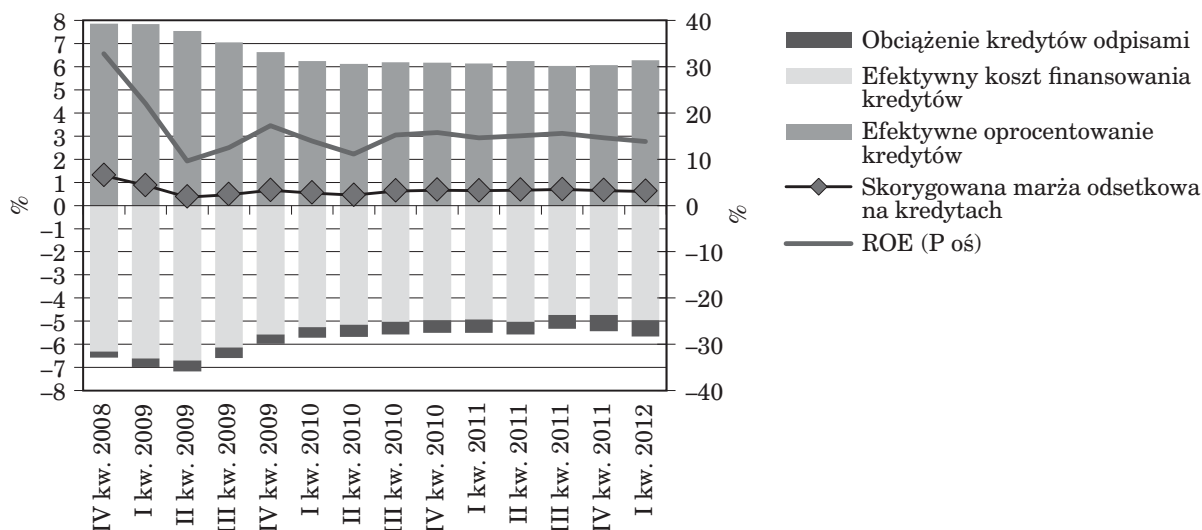
Mimo że udział minimalnego wymaganego kapitału przy kredytach walutowych był trochę wyższy niż w przypadku kredytów złotych, szacunkowa zyskowność (szacunkowe ROE) kredytów walutowych była i pozostaje około dwukrotnie wyższa. Na tę istotną różnicę wpływa znacznie wyższa skorygowana marża odsetkowa¹¹ dla kredytów denominowanych w walutach obcych niż dla złotych. ROE obliczone jest jako stosunek skorygowanej marży odsetkowej na kredytach mieszkaniowych do minimalnego wymaganego kapitału własnego¹². W przypadku kredytów walutowych istotną pozycją generującą dochody jest efekt zamknięcia pozycji walutowej¹³, która istotnie podnosi skorygowaną marżę odsetkową. Zaznaczyć trzeba, że odpisy z tytułu złych kredytów w przypadku kredytów walutowych są mniejsze niż w przypadku kredytów złotych. Dodatkowym źródłem dochodów dla banku jest przewalutowanie kredytów przy udzielaniu ich klientom, jak i podczas ich spłacania przez klientów (por. rysunek 28).

¹¹ Skorygowana marża odsetkowa to wynik dodawania wszelkich dochodów oraz odjęcia wszystkich kosztów finansowych. Efektywny koszt finansowania został obliczony na podstawie 3-miesięcznej stopy WIBOR oraz LIBOR przez dodanie szacunkowych kosztów związanych z tą operacją. Obciążenie kredytów odpisami wynika z występowania kredytów zagrożonych lub kredytów z utratą wartości. Efekt zamknięcia pozycji walutowej oraz efektywne oprocentowanie kredytów pochodzi z opracowania *Raport o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2012 r. NBP, 2012.

¹² Minimalny wymagany kapitał własny oszacowany jest na podstawie szacunków LTV (dane AMRON) oraz wymogów kapitałowych dla kredytów mieszkaniowych ustalonych przez KNF w następujący sposób: Wymagany kapitał własny wynosi 8% udzielonego kredytu. Jednak gdy LTV jest poniżej 50%, wymagany kapitał przy kredycie złotowym mnożony jest przez 35% (wynosi więc 2,8%), natomiast w przypadku kredytu walutowego mnożony jest przez 75% (wynosi więc 6%). Gdy LTV jest wyższe niż 50%, wymagany jest pełny wymagany kapitał własny, to znaczy 8% całego udzielonego kredytu. Na podstawie salda kredytów złotych oraz walutowych oraz wiedzy o rozkładzie kredytów według przedziałów LTV (raport AMRON SARFIN) poniżej lub powyżej 50%, obliczyć można łączny udział wymaganego minimalnego kapitału. Wymagany kapitał własny w przypadku kredytów złotych wynosił od 6,5% do 7% portfela kredytowego, natomiast wymagany kapitał własny przy kredytach walutowych był bardzo zbliżony do 7,5% udzielonego kredytu.

¹³ Opis tej operacji znajduje się w *Raporcie o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2011 r. NBP, 2011.

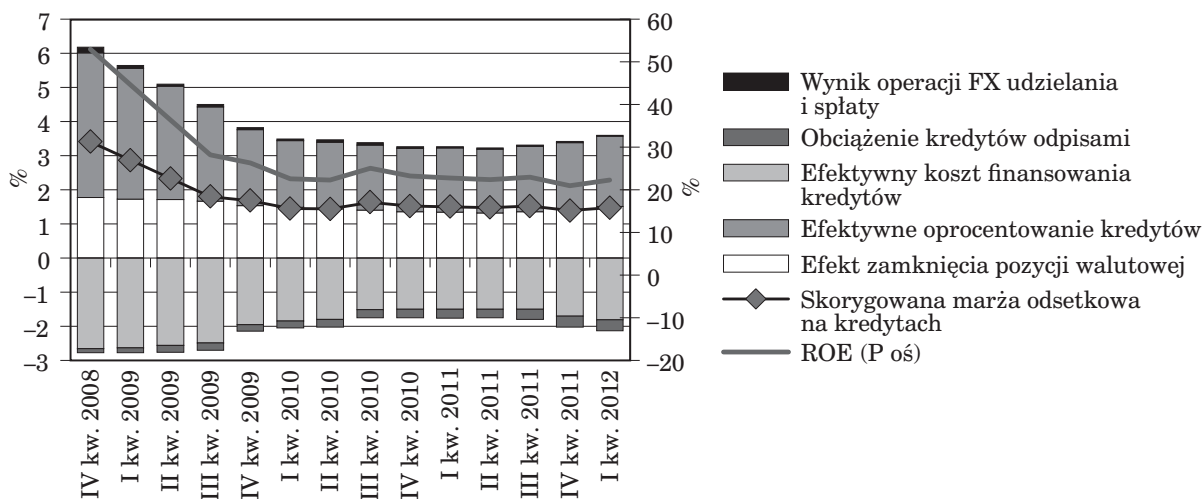
Rysunek 26. Szacunkowa zyskowność kredytów mieszkaniowych dla banków w Polsce na kredytach złotych w latach 2008–2012



Uwaga: finansowe przychody i koszty związane z portfelem kredytów mieszkaniowych.

Źródło NBP na podstawie AMRON, SARFIN.

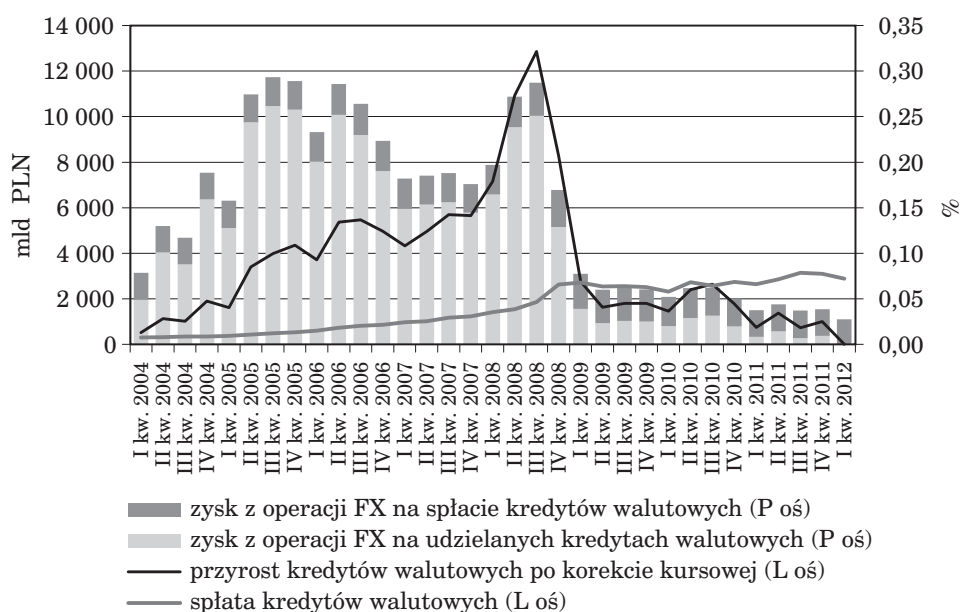
Rysunek 27. Szacunkowa zyskowność kredytów mieszkaniowych dla banków w Polsce na kredytach walutowych w latach 2008–2012



Uwaga: finansowe przychody i koszty związane z portfelem kredytów mieszkaniowych.

Źródło NBP na podstawie AMRON, SARFIN.

Rysunek 28. Szacunkowa zyskowność dla banków w Polsce z tytułu udzielania i spłaty kredytów w walutach w latach 2004–2012



Źródło: NBP.

Słowa kluczowe: rynek nieruchomości, sektor finansowy, instrumenty rynku kapitałowego, kredyt hipoteczny, finansowanie sektora nieruchomości.

Abstract

This article focuses on the relationship between the housing market and the banking system. The financing of the real estate market, especially that of the housing market is based on the banking system. Such a situation resulted partly from political reasons and can be found in many countries. Because in Poland owner occupied housing is supported by housing policy and also with tax incentives, it grew and became very important for the financial sector. The central bank on the other hand, has a significant impact on the financial system and on the housing market by setting interest rates. This article therefore presents the evolution of the financing of real estate and shows how the central bank influences the market. Moreover, issues related to foreign denominated loans are discussed.

Key words: real estate market, financial sector, capital market instruments, mortgage, real estate market financing.