

HOSPODÁŘSKÁ KOMISE OSN PRO EVROPU (UNECE)
Ženeva

**SYSTÉMY FINANCOVÁNÍ BYDLENÍ
PRO TRANSFORMUJÍCÍ SE ZEMĚ
ZÁSADY A PŘÍKLADY**



OSN
New York a Ženeva, 2005

POZNÁMKA

Symbole uváděné v dokumentech Spojených národů sestávají z velkých písmen kombinovaných s čísly. Uvedení těchto symbolů odkazuje na dokument Organizace spojených národů.

Použitá označení a prezentace materiálů v této publikaci nejsou vyjádřením žádného stanoviska Sekretariátu Organizace spojených národů týkajícího se právního statutu kterékoli země, území, města nebo oblasti nebo jejich orgánů, nebo týkajícího se vymezení jejich hranic.

ECE/HBP/138

Copyright © OSN, 2005
Všechna práva vyhrazena
Vytlačeno v OSN, Ženeva, Švýcarsko

PUBLIKACE OSN
<i>Prodejní číslo</i>
ISBN

Informační služba UNECE
Palais des Nations
CH-1211 Geneva 10
Switzerland

Tel. č.: +41 (0) 22 917 44 44
Fax č.: +41 (0) 22 917 05 05
E-mail: info.ece@unece.org
Webové stránky: <http://www.unece.org>

Připomínky a dotazy zasílejte na adresu profiles.hs@unece.org.

Několik slov úvodem

Bydlení hraje důležitou roli v ekonomice země, přičemž obvykle představuje 10 až 20 procent celkových ekonomických aktivit. Kromě toho bydlení je často největším majetkem fyzických osob. Dostupnost financování na bydlení je proto rozhodující pro celkový hospodářský rozvoj, jakož i pro blahobyt domácností a kvalitu jejich života

V důsledku plošné privatizace sektoru bydlení v zemích UNECE, jejichž ekonomiky jsou transformovány, vznikla potřeba systémů financování bydlení. V regionu UNECE existuje mnoho příkladů efektivních modelů financování bydlení. Avšak zatímco političtí činitelé měli přístup k informacím a politickým konzultacím o jednotlivých systémech, dosud neexistovala metoda jejich srovnání, jež by napomohla určení jejich vhodnosti pro určitou zemi. Cílem této studie je zaplnit tuto mezeru poskytnutím hloubkové analýzy nejobvyklejších modelů financování bydlení v regionu UNECE.

Proto doufám, že tato studie poskytne transformujícím se ekonomikám příležitost pochopit různé zkušenosti, jež jsou dostupné v zemích UNECE, a usnadní budoucí rozhodování o financování bydlení.

(bude podepsáno Výkonným tajemníkem)

Předmluva

Na svém 61. zasedání, jež se konalo v září roku 2000, Výbor pro osídlení UNECE schválil návrh své Poradní sítě pro bydlení a řízení měst, jehož cílem bylo zahájení studie o systémech financování bydlení pro transformující se země.

V rámci Sítě byla ustavena projektová skupina za účelem návrhu obsahu této studie, jenž byl předložen Výboru na jeho 62. zasedání, jež se konalo v září roku 2001. Výbor vyjádřil svou podporu tomuto obsahu a vyzval Síť, aby přistoupila k přípravě návrhu projektu a organizaci práce. Úřad Výboru následně obojí schválil.

Studie přihlíží k předchozí práci Výboru na financování bydlení a problémech bydlení členských zemí UNECE, jejichž ekonomiky jsou transformovány. Výbor zvláště zveřejnil studii o *Financování bydlení: klíčové koncepty a pojmy* (ECE/HBP/102) a *Pokyny týkající se vlastnictví bydlení kondominií v transformujících se zemích* (ECE/HBP/123). Kromě toho je Výbor dlouhou dobu seznámen s problémy bydlení sociálně znevýhodněných skupin obyvatelstva a v současné době připravuje *pokyny k sociálnímu bydlení*.

Studie systémů financování bydlení pro transformující se země, jakož i další práce Výboru, jsou k dispozici na jeho webových stránkách <http://www.unece.org/env/hs/welcome.html>.

Studie byla zpracována týmem mezinárodních odborníků:

Paní Margarete Czerny	Rakouský institut pro ekonomický výzkum
Pan Ole Bus Henriksen	Nykredit, Dánsko
Pan Martin Lux	Akademie věd, Česká republika
Pan Leo Müllender-Taeter	Nezávislý konzultant
Pan Michael Nadler	Technologická univerzita, Kaiserlautern, Německo
Pan Lawrence White	Stern School of Business, New York University, Spojené státy

Jejich práce byla podporována a kontrolována řídicí skupinou pro financování bydlení, jež sestávala ze zástupců národních vlád, soukromého sektoru, nevládních organizací a sekretariátu UNECE:

Pan Peter Gurtner, předseda	Spolkový úřad bydlení, Švýcarsko
Pan Per Ahren	Norská státní banka bydlení
Paní Daniela Grabmüllerová	Ministerstvo pro místní rozvoj, Česká republika
Pan Gert Gundersen	Poradní síť pro bydlení a řízení měst
Pan Hartwig Hamm	Bundesgeschäftsstelle Landesbausparkassen, Německo
Pan Magnus Hammer	Mezinárodní unie nájemců
Pan Martti Lujanen	Ministerstvo životního prostředí, Finsko
Pan Herbert Pfeiffer	Stavební spořitelna, Slovensko
Paní Elena Szolgayová	Ministerstvo pro výstavbu a místní rozvoj, Slovensko
Pan Andreas Zehnder	Evropská federace stavebních družstev
Paní Christina von Schweinichen	Sekretariát UNECE

Tato studie by nebyla možná bez podpory Evropské federace stavebních družstev, Spolkového úřadu bydlení Švýcarska, Ministerstva pro místní rozvoj České republiky a Norské státní banky bydlení.

PRACOVNÍ PŘEKLAD

OBSAH

Strana

Několik slov úvodem

Předmluva

Úvod

Kapitola I Současný stav financování bydlení v transformujících se zemích

Kapitola II Hlavní prvky financování bydlení

Kapitola III Hlavní nástroje financování v regionu UNECE

Kapitola IV Tři vybrané nástroje financování soukromého bydlení

Kapitola V Hodnocení systémů financování soukromého bydlení

Závěry

Přílohy

Bibliografie

SEZNAM TABULEK

1. Role Bausparkassen v úvěrovém sektoru
2. Tarifní podmínky standardní smlouvy o stavebním spoření
3. Hypoteční úvěry rozdělené podle kategorií hypoték
4. Procentuální rozdělení nesplacených hypotečních úvěrů na bydlení v letech 1979-2001
5. Kontrolní seznam pro dlužníky
6. Kontrolní seznam pro věřitele
7. Kontrolní seznam subcílů a kritérií hodnocení systémů financování bydlení
8. Typy věřitelů
9. Tabulka kritérií pro transformaci subcíle “portfolio úvěrů na bydlení“
10. Tabulka přínosů hlavního cíle “efektivní financování bydlení“ (dvě kritéria)
11. Výpočet IRR (vnitřní míry návratnosti) čistých úvěrových nákladů na trhu bydlení Spojených států

SEZNAM OBRÁZKŮ

- I. Spektrum netransparentnosti/transparentnosti informací
- II. Financování bydlení
- III. Základní zásady smlouvy o stavebním spoření
- IV. Tržní podíl finančních institucí na hypotečních úvěrech v Německu
- V. Systém vyrovnaného účetnictví dánského hypotečního systému
- VI. Dosažitelné přínosy vlády
- VII. Rámec financování bydlení
- VIII. Kroky analýzy přínosů
- IX. Přímé přínosy Bausparkassen
- X. Přímé přínosy dánských hypotečních bank
- XI. Přímé přínosy sekundárních zprostředkovatelů Spojených států
- XII. Podíly subcíle “portfolio úvěrů na bydlení“ (příklad)
- XIII. Nominální hypoteční úrokové sazby na trhu bydlení Spojených států

Po více než patnácti letech transformace mnoho zemí dosud zažívá pouze pomalý rozvoj tržního financování bydlení, v důsledku legislativních překážek, jakož i nízkých úrovní finanční dostupnosti bydlení, zvláště pro nižší a střední příjmové skupiny.

Cílem této studie je proto pomoci vládám transformujících se zemí při navrhování fungujících trhů financování bydlení pro jejich občany. Má umožnit politickým činitelům, aby zvolili vhodná opatření zaměřená na realizaci různých plánů financování. Zároveň má ukázat politikům, orgánům, bankovnímu společenství a ostatním zainteresovaným partnerům, jak by mohly být vyvinuty a zdokonaleny politiky financování bydlení, které všeobecné systémy financování bydlení by mohly být použity, co prokázaly zkušenosti s některými konkrétními řešeními a jaká kritéria a informace by mohly být použity pro hodnocení, zpracování a volbu vhodných politických opatření.

Tato studie čerpá ze zkušeností nejvyspělejších ekonomik s různými metodami financování. Vzhledem k různorodým zkušenostem těchto zemí, jejich systémy a jejich aplikace nemohou být prostě kopírovány. Avšak pokud budou vhodně přizpůsobeny místním podmínkám, pravděpodobně napomohou při vytváření podmínek pro nová řešení, a tudíž si zaslouží bližší analýzu všech zainteresovaných stran.

Tato studie ilustruje, jak během let vzniklo velké množství různých systémů, z nichž každý odrážel historické, společenské a ekonomické zvláštnosti dané země, a proč ve většině případů neexistuje jediný typ financování bydlení. Obvykle vznikají současně různé metody, u kterých někdy dominuje typický rys. Ve velké míře je pravidlem kombinace různých nástrojů financování, přičemž žádný systém nemůže být považován za “nejlepší”. Zda je určitá metoda vhodná pro daný účel, rovněž závisí na individuálních přínosech pro dlužníky a věřitele, na úrovni ekonomického rozvoje, kapacitě domácností a jejich ochotě šetřit a na míře inflace a celkové peněžní a fiskální politice. Dalšími rozhodujícími faktory jsou právní a správní infrastruktura a absence nebo existence hlavních trhů pro hypotéky, jakož i skutečnost, že financování nájemních a vlastněných bytových jednotek může dle okolností vyžadovat různé přístupy.

Všem systémům je společná potřeba stabilních ekonomických podmínek a právního a fiskálního prostředí napomáhajícího efektivní přidělování kapitálu. To vyžaduje v první řadě, což je nejdůležitější, spolehlivý právní systém zajišťující majetková práva a smluvní svobodu, jakož i rychlé postupy zabavování majetku. Dalšími nezbytnými podmínkami jsou moderní systémy dozoru nad solventností a bezpečností bank a co nejméně překážek majetkových transakcí.

Jakmile budou tyto podmínky vytvořeny, vzniknou vhodné instituce pro financování bydlení. Zda jsou nezbytné a opodstatněné další zásahy vlády na podporu určitých osob na úkor jiných osob, je předmětem nekonečných diskusí. Jako podpůrný argument je často uváděn skutečný nebo domnělý zájem veřejnosti na nápravě deformací trhu, na poskytování nízkouročených úvěrů pro znevýhodněné domácnosti nebo na ochraně nových odvětví vůči zahraniční konkurenci, atd. Některé z těchto zájmů jsou možná oprávněné, jiné méně. V každém případě by vlády měly být opatrné a vyvarovat se nevhodných kroků vedoucích k neefektivním institucionálním opatřením a pokračujícím politickým sporům o výhody a dotace.

Jednou z možností minimalizace rizik je zhodnocení existujících politik a pečlivý výpočet jejich dopadů. Tato studie proto zahrnuje analytický nástroj, jenž ilustruje, jak mohou být strukturovány, měřeny a hodnoceny různé zájmy věřitelů, dlužníků a správních orgánů a jak mohou být vyvozeny závěry z výhod a nevýhod různých nástrojů financování týkající se jejich udržitelnosti za konkrétních okolností.

Tato hodnotící metoda je ilustrována třemi rozdílnými systémy financování, jejichž volba nesmí být vykládána jako oficiální upřednostňování kteréhokoli z nich. V regionu Hospodářské komise OSN pro Evropu existuje řada jiných a často více používaných metod. Avšak zvolené systémy svědčí o skutečnosti, že financování bydlení se vyvíjelo dlouhou řadu let a že ještě mohou vzniknout nové vývojové trendy.

Tato studie obsahuje šest kapitol. První kapitola popisuje skutečnou situaci a podmínky financování bydlení v transformujících se zemích. Objasňuje problémy a úskalí trhů bydlení a kapitálových trhů a hlavní rysy existujících bankovních systémů, přičemž shrnuje určité dosud vynaložené úsilí zaměřené na zlepšení jejich efektivnosti.

Kapitola II pojednává o hlavních prvcích, cílech a mechanismech financování bydlení. Vysvětluje vzájemné působení mezi poskytnutím, konečnou držbou a dluhovou službou hypotečních úvěrů. Uvádí hlavní zdroje a způsoby, kterými jsou poskytovány finanční prostředky, a různá rizika spojená s tímto konkrétním sektorem.

Třetí kapitola obsahuje přehled hlavních nástrojů financování používaných v regionu ECE, rozdělených na tradiční a specializované systémy založené na vkladech a systémy založené na institucích trhů s hypotekárními zástavními listy, sekuritizaci, státních fondch a úvěrech od třetích osob.

Kapitola IV popisuje tři konkrétní nástroje financování používané v současné době v různých částech regionu ECE, a to systém "Bausparkassen" představující plán smluvních úspor, dánskou metodu vydávání hypotekárních zástavních listů a americkou metodu vydávání cenných papírů podporovaných hypotékami (MBS). Je dodržován standardní obsah, zahrnující dosavadní historický vývoj systému, jeho právní rámec, jeho relativní pozici v národním prostředí, hlavní charakteristiky jeho aktiv a pasív, roli, kterou hraje stát, a krátký výhled možných vývojových trendů.

Pátá kapitola analyzuje způsoby, jakými může být hodnocena politika v oblasti financování bydlení. Činitelům přijímajícím rozhodnutí, jež mají před sebou úkol zvolit jednu z různých alternativ, je nabízen kontrolní seznam pro vytváření hodnotících kritérií, jež se vyskytují nejčastěji, odrážející různé zájmy věřitelů, dlužníků a ostatních účastníků. Navíc jsou seznamováni se základy analýzy přínosů, jež, jako mnoho podobných metod, se během let vyvíjela, aby mohla být aplikována na hodnotící postupy. Její praktická aplikace je ilustrována v Příloze IV, kde je možno nalézt přibližné hodnocení tří systémů financování, kterými se zabývá kapitola IV.

Závěrečná kapitola obsahuje závěry a všeobecné poznámky, jež znovu zdůrazňují důležitost přiměřeného právního prostředí a existence efektivních institucí a stabilní ekonomiky a jež zdůrazňují skutečnost, že žádný jediný plán financování pravděpodobně nebude odpovídat různým potřebám a požadavkům různých zemí. Vzhledem k přednostem a nedostatkům všech nástrojů, jejich vhodnost se časem vyvíjí a pro každou zemi je jiná, v souladu s jejím ekonomickým, politickým a sociálním vývojem.

A. Podmínky bydlení, politiky bydlení a privatizace

V bývalých socialistických zemích stát odpovídal za poskytování přiměřeného bydlení občanům. Ačkoli existovalo několik rozdílných typů politik bydlení, vždy byly rozhodující veřejné dotace. Role soukromého financování byla omezena na další (nebo následné) příspěvky ke státním dotacím. Ve většině případů úvěry na bydlení s nízkými pevnými úrokovými sazbami a dlouhodobou splatností byly udělovány hlavními státními spořitelny a neměly charakter zástavních úvěrů.

V mnoha zemích byl používán model centrálně plánované výstavby státního/podnikového nájemního bydlení. Úvěrové mechanismy a držba vlastního bydlení byly běžné pouze v Maďarsku, Bulharsku, Polsku a bývalé Jugoslávii, zvláště po roce 1980. Avšak i v těchto zemích byly soukromé úspory a zvýhodněné úvěry doprovázeny velkými státními hotovostními “rodinnými” dotacemi (Maďarsko) nebo značnou státní pomocí. Například v Bulharsku byly byty nejprve stavěny za použití státních dotací a později prodávány nájemcům na nízkou zůstatkovou hodnotu.

V případě veřejného nájemního bydlení se nájemci a jejich rodiny těšili mimořádné ochraně nájemců, nazývané “polovlastnická” držba. Jakmile získali byt, byl téměř určitě jejich na celý život a mohl být předáván příbuzným. Nájemná byla nízká, dosahující průměrné výše dvě až tři procenta rozpočtu domácností.¹ Ačkoli existovaly hluboké rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, na konci 80. let 20. století se bývalým socialistickým režimům často podařilo uspokojit své základní bytové potřeby vyplývající z poválečného nedostatku bytů. Avšak toho bylo dosaženo výstavbou velkých anonymních sídlišť, za použití nízkonákladových panelových stavebních technologií výstavby výškových budov anebo omezení mobility (například v Albánii). Nízká kvalita výstavby bydlení, malý průměrný obytný prostor, nedostatek sociálních a kulturních zařízení na sídlištích a nedostatečná údržba budov i společných prostor vedly k nízkým úrovním kvality života.

Po změně politického režimu bylo očekávání okamžité změny politiky bydlení z téměř zcela státem kontrolovaného a státem financovaného systému na systém založený především na soukromém vlastnictví a tržním financování nerealistické. Reformy v oblasti politiky bydlení byly často realizovány pouze částečně. Ve své první etapě byly charakterizovány liberálními i konzervativními přístupy, jež vedly ke značným škrtům v oblasti veřejných dotací; to však nevedlo k odstranění překážek bránících jejich kompenzaci dobrovolnými neziskovými aktivitami nebo soukromými investicemi. I v současné době dosud přetrvává mnoho přežitků minulosti.² Ačkoli byla v následujících letech často schválena základní legislativa pro tržní financování bydlení, jeho pomalý rozvoj vedl ke vzniku nových, i když

¹ Hegedüs, J. Housing Finance in South- Eastern Europe (Financování bydlení v jihovýchodní Evropě). Budapešť, 2002.

Diamond, D.B. The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999 (Transformace financování bydlení ve Střední Evropě a Rusku: 1989-1999). Varšava, 1999.

Lux, M. Housing Policy: An End or a New Beginning (Politika bydlení: Konec nebo nový začátek). Budapešť, 2003.

² Příklady jsou necílená regulace nájemného první generace, velká ochrana nájemců, právní překážky vystěhovávání neplatičů, pomalá soudní řízení, byrokratické překážky kapitálových investic a spolehlivé registrace právních titulů, klientelismus, potvrzení dřívějších nerovností privatizací státních domů a bytů, a tak dále.

často necílených dotací na bydlení, určených hlavně pro novou bytovou výstavbu.³ Tyto dotace v některých případech pomohly pouze skupinám obyvatelstva s vyššími příjmy, jež tuto pomoc nepotřebovaly, avšak rovněž umožnily jejich výstavbu/koupi větších bytů, než by si jinak mohly dovolit.

Ve většině zemí došlo k rozsáhlé privatizaci veřejného bytového fondu, jež v některých případech vedla k téměř úplnému zániku veřejného bytového fondu. Protože veřejný bytový fond je často jediným finančně dostupným bydlením, jež je nabízeno na trhu bydlení, snahy centrálních vlád nebo místních samospráv prodat téměř veškerý veřejný bytový fond měly značné důsledky pro chudé domácnosti. V rámci privatizace byl veřejný bytový fond nejprve převeden do vlastnictví obcí a později stávající nájemci získali právo koupit si své domy a byty se značnou slevou nebo je dokonce získat bezplatně. Pouze několik zemí neschválilo "právo koupě" pro nájemce (Česká republika a Polsko, a omezená verze byla zavedena na Slovensku), zatímco ve většině ostatních zemí jeho aplikace vedla k radikálním změnám struktury držby. V mnoha zemích vlastnické bydlení nyní představuje více než 90 procent bytového fondu; například v Albánii je to 98 procent. Kromě toho proces zakládání asociací vlastníků bydlení často postupuje pomalu, z důvodu mezer v legislativě nebo pomalého vymáhání práva. Pokud jsou založeny, asociace vlastníků bydlení často zůstávají slabými a nespolehlivými partnery bank.

Hlavními důsledky restriktivnějšího financování veřejného bydlení, privatizace bydlení a liberalizace výstavby a cen veřejných služeb bylo, že poklesla finanční dostupnost bydlení, jakož i rozsah nové bytové výstavby. Ačkoli lze všeobecně říci, že ve většině transformujících se zemí neexistuje žádný velký nedostatek bytů ani bytová krize, je jasné, že dostupnost i finanční přiměřenost bydlení pro nově vznikající domácnosti a chudé domácnosti se během 90. let 20. století zhoršila.

Na straně nabídky se pouze občas objevily veřejné dotace výhradně na novou finančně dostupnou výstavbu nájemních bytů (například systém TBS v Polsku). Málo dotací bylo určeno na rekonstrukci existujícího bydlení a vlády často spoléhaly na privatizaci jako na nejlepší nástroj převedení dluhu údržby na nové vlastníky bytů. Avšak cílení dotací se v poslední době postupně zlepšilo. Mnohé země rovněž dosáhly značného pokroku ve zlepšení makroekonomických podmínek, včetně snížení inflace, podpory růstu reálných příjmů a upevnění finančních systémů – to mělo dopad na nabídku a poptávku po tržním financování bydlení, ačkoli tento dopad byl spíše postupný než okamžitý.

B. Nabídka tržního financování bydlení

Všeobecně se tvrdí, že existují čtyři nezbytné ekonomické podmínky oživení sektoru tržního financování bydlení:⁴ *obnova ekonomického růstu, snížení inflace, zvýšení reálných mezd* a vnímání *stability zaměstnání* většinou obyvatelstva. Kromě ekonomických ukazatelů rovněž musí být zavedena *vhodná legislativa*, dopad vytěsňování vytvářený státními dotacemi musí být zmírněn a musí existovat základní stimuly pro svobodně fungující trh bydlení.

³ Strategie politik bydlení se v jednotlivých transformujících se ekonomikách značně liší. Mezi dotace, u kterých není používáno zjišťování prostředků, patří paušální dotace pro rodiny s dětmi v Maďarsku, hotovostní dotace v Rumunsku a na Slovensku, dotace na "polonájemní/polovlastnické" bydlení v České republice, různé kombinace zvýhodněných úvěrů a dotací pro domácnosti bez domova (hlavně domácností žijících v restituovaných domech) v Albánii a dotované hypotéky v Litvě. Kromě toho byly rovněž zavedeny různé formy daňových úlev na hypoteční úrok, jež mají regresivní dopad na distribuci bydlení.

⁴Renaud, B.M. Housing Finance in Transition Economies (Financování bydlení v transformujících se ekonomikách). Washington, 1996.

V téměř všech transformujících se zemích bylo velmi obtížné dosáhnout makroekonomické a cenové stability. Ačkoli inflace v několika zemích v počátečních letech transformace relativně rychle poklesla, finanční zmatky vedly k opětovnému růstu inflace v následujících letech, což naznačovalo, že dosud existovala značná nestálost, což je faktor, jenž ovlivňuje efektivnost systému financování bydlení stejně jako skutečná úroveň inflace.⁵ Relativně důsledné a značné poklesy inflace se objevily například v České republice, Maďarsku, Polsku, Estonsku, bývalé jugoslávské republice Makedonii, Lotyšsku a Litvě. Současná úroveň inflace je ve většině střeoevropských a výchoevropských zemí (CEE) nižší než 10 procent, což činí výhled do budoucna optimističtější.

Existuje mnoho transformujících se zemí, jež do konce roku 2001 nedosáhly úrovně HDP z roku 1990 (Bulharsko, Rumunsko, Rusko, Ukrajina, Srbsko a Černá Hora, Bosna-Hercegovina, Moldavská republika a jiné) a existuje rovněž několik zemí, jež zažily krátkou ekonomickou recesi po období relativně příznivého ekonomického růstu (Albánie, Česká republika). V některých zemích dosud nebylo dosaženo úrovně HDP z roku 1990.

Slabou stránkou procesu transformace v téměř všech těchto zemích je nezaměstnanost, včetně zemí, jež vykazovaly slibné výsledky na počátku transformace. Ve více než padesáti procentech těchto zemí míra nezaměstnanosti v roce 2001 přesáhla 10 procent, přičemž v Bosně-Hercegovině dosáhla 40 procent a v bývalé jugoslávské republice Makedonii 31 procent (skutečná míra nezaměstnanosti v několika zemích mohla být ještě vyšší než oficiální míra nezaměstnanosti, například na Ukrajině, v Bělorusku a v Moldavské republice). S výjimkou Maďarska a Polska, v letech 1995 až 2000 míra nezaměstnanosti ve všech uvedených zemích rostla, včetně zemí označovaných za "pokrokové reformátory" (Slovensko, Česká republika); ve Slovinsku míra nezaměstnanosti zůstala relativně stabilní. Avšak velké procento obyvatelstva pod hranicí chudoby naznačuje hluboké nerovnosti v rozdělení bohatství v několika zemích CEE.

1. Reforma bankovníctví

Státní banky byly původně neziskové, s primitivní dluhovou službou a neexistujícím zajištěním úvěrů. Neexistovalo hodnocení různých rizik a ve skutečnosti neexistovali žádní vyškolení hypoteční bankéři. Privatizace státních bank byla považována za nejefektivnější způsob zlepšení jejich výkonnosti. Avšak z různých politických důvodů byla privatizace často odkládána, což vedlo k řadě finančních a bankovních krizí v tomto regionu během 90. let 20. století. Aby bylo zabráněno růstu nezaměstnanosti, vlády často nutily nereformované státní banky, aby poskytovaly rizikové úvěry podnikům, jež měly vážné ekonomické problémy, avšak nakonec byly do bank nality obrovské veřejné dotace, aby byla zachována jejich likvidita a kryty jejich ztráty. Ačkoli načasování nebylo vždy stejné, krize bankovníctví byla jevem, jenž vznikl téměř ve všech transformujících se ekonomikách, včetně vyspělých zemí visegrádské čtyřky.

Všechny nebo téměř všechny bývalé státní banky již byly privatizovány v České republice, Albánii, na Slovensku, v Polsku, Maďarsku, Ruské federaci, Estonsku, Lotyšsku, Moldavské republice, Bulharsku, Rumunsku a Chorvatsku. Stát má značný vliv na bankovní

⁵ Osmiprocentní inflace v Albánii v roce 1995 vzrostla na 33 procent v roce 1997; 64 procentní inflace v Bělorusku v roce 1997 vzrostla na 169 procent v roce 2000; 2 procentní inflace v Bulharsku v roce 1999 vzrostla na více než 10 procent v roce 2000; 6,5 procentní inflace ve Slovinsku v roce 1999 vzrostla na 11 procent v roce 2000; a 27procentní inflace v Ruské federaci v roce 1998 vzrostla na 86 procent v roce 2000.

sektor v několika zemích bývalé Jugoslávie, v Litvě, Bělorusku, na Ukrajině, atd. Nejnižšího rozpětí úrokových sazeb (průměrná úroková sazba úvěrů minus průměrná úroková sazba vkladů) bylo dosaženo v Maďarsku (3 procenta v roce 2000), České republice (3,7 procent) a Estonsku (3,9 procent); nejvyšší rozpětí bylo zjištěno v inflačních ekonomikách: v Bělorusku (30 procent), na Ukrajině (28 procent) a v Ruské federaci (18 procent).⁶

Měřeno tržním podílem nesplacených hypoték různých bank na trhu, nejkonkurenceschopnější systém má Česká republika.⁷ Například v Bulharsku téměř všechny hypoteční úvěry byly poskytnuty na konci 90. let 20. století jedinou bývalou státní spořitelnou (DSK). V Maďarsku v roce 1998 přibližně 90 procent hypotečních úvěrů pocházelo od jedné banky (OTP). V Polsku více než 60 procent objemu hypotečních úvěrů v polovině roku 1999 rovněž měla v držbě jediná banka (PKO BP).

2. Právní rámec a registrace nemovitostí

Mnoho zemí přijalo zákony povolující hypoteční úvěry. Česká republika, Polsko a Maďarsko schválily velmi potřebnou legislativu poměrně brzy; v jiných zemích k tomu došlo teprve nedávno: v Ruské federaci v roce 1998 a v Rumunsku v roce 1999. Jiným problémem je rychlost tohoto procesu. Zabavení nemovitostí a vystěhování obvykle trvá několik let, i v zemích s vhodnou legislativou (soudní procesy jsou obvykle zdlouhavé ve všech transformujících se zemích). Kromě toho v některých zemích právní úprava týkající se vystěhování není doplněna vhodnými ustanoveními o sociální pomoci příslušným domácnostem, což je zcela nezbytné.

Bylo vykonáno mnoho práce na znovuotevření, restrukturalizaci a vytvoření katastrů nemovitostí. I v zemích, jež měly na počátku transformace vyšší procento vlastnictví domů a bytů, katastry nebyly aktualizovány a musí být ještě vynaloženo značné úsilí, aby z nich byl učiněn spolehlivý zdroj informací o vlastnických titulech k nemovitostem. Vhodná legislativa opět nezaručuje optimální výkonnost; ve většině zemí registrace vlastnických titulů nebo hypoték trvá dlouho, což zvyšuje riziko a v důsledku toho funguje jako omezení poptávky po tržním financování bydlení.

3. Hypoteční úvěry na bydlení poskytované všeobecnými bankami

Hlavními poskytovateli hypotečních úvěrů na bydlení jsou často komerční/všeobecné banky. V transformujících se zemích určitě mají nejvyšší podíl na hypotečním trhu, ačkoli jejich výkonnost je dosud v mnohých z nich v počáteční etapě. Často jsou k dispozici pouze krátkodobé úvěry na bydlení (do deseti let), s mnohem nižším poměrem úvěru k hodnotě než ve standardních vyspělých ekonomikách (ačkoli legislativa obvykle umožňuje vyšší poměr). Jsou používány pohyblivé nebo zcela variabilní úrokové sazby a uvádění hodnoty úvěru v cizích měnách, za účelem řešení problémů nejisté inflace v budoucnu. Takové produkty jsou málo přitažlivé, a úvěry na bydlení proto zůstávají méně významnou položkou majetku bank. "Nižší úroveň" (vysoké úrokové míry, krátkodobá splatnost, nízký poměr úvěru vůči hodnotě, konzervativní zajištění) a velmi nízký počet nesplacených hypotečních úvěrů na bydlení na hlavu jsou typické pro Rumunsko, Moldavskou republiku, Albánii, Bulharsko, bývalou jugoslávskou republiku Makedonii, Srbsko a Černou horu, Bosnu-Hercegovinu a Chorvatsko. Na Slovensku, v Litvě, Ruské federaci a ve Slovinsku na konci 90. let 20. století rovněž

⁶ Podle údajů Světové banky, 2002

⁷ Diamond, D. B. The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999 (Transformace financování bydlení ve střední Evropě a v Rusku: 1989-1999). Varšava, 1999.

existovala relativně nízká úroveň tržního financování hypoték.⁸ Mezi země, jež zažívají boom na trhu hypotečních úvěrů, patří Maďarsko, Estonsko, Polsko a Česká republika (částečně rovněž Lotyšsko, Slovensko a Slovinsko).⁹

Kromě uvádění hodnoty úvěrů v zahraničních měnách, v některých zemích s vyspělejším financováním hypoték byly zavedeny další zvláštní nástroje řešící problém inflace:¹⁰ hypotéky s dvojitým indexem a hypotéky s odloženými platbami. Hypotéky s dvojitým indexem (platby vypočtené jako procento příjmu žadatele a dále podléhající indexaci podle všeobecného vývoje mezd a inflace) byly široce využívány v Polsku s relativním úspěchem, kterému napomohla snižující se inflace a postupný růst reálných mezd. Hypotéky s odloženými platbami (stanovení dvou úrokových sazeb, z plateb a smluvních, s postupným snižováním doby amortizace, čímž je udržována dohodnutá doba splatnosti) jsou obvyklé v Maďarsku. Význam těchto nástrojů se s rostoucí makroekonomickou stabilitou snižuje. Ačkoli je nezbytné důkladné proškolení úvěrových pracovníků, ve shora uvedených zemích se osvědčili jako efektivní a užiteční.

V Ruské federaci, Maďarsku a v několika nově nezávislých státech banky nebo leasingové společnosti poskytovaly "leasingové" úvěry na bydlení. Jejich princip spočívá v požadavku, že vlastnické právo na kupovanou jednotku není převedeno, dokud úvěr na bydlení není zcela splacen. Kupující/dlužník má jednoduchou nájemní smlouvu s bankou (vlastníkem bytu) do splacení úvěru. Toto opatření je méně rizikové pro banky, avšak velmi rizikové pro kupující; v případě neuhrazení platby banka neprodlouží nájemní smlouvu a dlužník je vystěhován, aniž by měl šanci získat zpět částku úvěru, kterou již zaplatil, protože banka interpretuje splátky úvěru jako platby nájemného. Tento typ poskytování úvěru byl shledán právně závadným.¹¹

4. Hypoteční bankovníctví/Sekuritizace hypoték¹²

Legislativní rámec pro "exkluzivní" hypoteční bankovníctví (založení zvláštních hypotečních bank) byl schválen v Maďarsku a Polsku; od roku 1998 několik hypotečních bank v těchto zemích již úspěšně vydalo hypotekární zástavní listy.

Legislativa týkající se hypotečního bankovníctví byla rovněž zavedena v některých jiných zemích (Lotyšsko, Estonsko, Ruská federace, Česká republika, Slovensko, Bulharsko a Rumunsko), avšak v těchto zemích není právně požadováno založení zvláštní samostatné instituce. To znamená, že všeobecné banky mohou získat licenci na vydávání hypotekárních zástavních listů, pokud jsou operace a majetek hypotečního bankovníctví vedeny v samostatných právních a účetních záznamech. Hypotéky sloužící jako zástava hypotekárních zástavních listů jsou právně oddělené, aby sloužily jako záruka prvního pořadí

⁸ UNECE 1998, UNECE Country Profiles on the Housing Sector (Profily zemí UNECE týkající se sektoru bydlení), Unie německých hypotečních bank, Struyk 2000, Hegedüs 2002.

⁹ OECD 2000, OECD 2002.

¹⁰ Z důvodu vysoké inflace věřitelé účtují vysoké nominální úrokové sazby. To vytváří překážku finanční dostupnosti anuitní hypotéky (vysoké počáteční platby), avšak postupem času je splácení úvěru narušováno inflací. Vysoká reálná hodnota počátečních plateb znamená, že mnoho domácností není schopno se kvalifikovat pro hypoteční úvěr.

¹¹ N. Kosareva, A. Tkachenko, and R. Struyk: Dramatic Shift to Demand-Side Assistance (Dramatický přechod na pomoc poptávce), in R. Struyk (ed.), Homeownership and Housing Finance Policy in the Former Soviet Bloc: Costly Populism (Vlastnictví domů a bytů a politika financování bydlení v bývalém sovětském bloku: nákladný populismus). Washington, D.C., 2000.

¹² Viz rovněž kapitola III.

těchto hypotekárních zástavních listů v případě neplacení nebo konkursu. Zvláštní předpisy jsou poté aplikovány pouze na hypotéky, jež slouží jako zástava hypotekárních zástavních listů. Ve skutečnosti je hypoteční bankovníctví v těchto zemích ovládáno všeobecnými bankami a vzniklo zde pouze několik zvláštních hypotečních bank. Nejvyšší počet hypotekárních zástavních listů na hlavu je v České republice, zatímco nejnižší úrovně jsou v Rumunsku, Bulharsku a Lotyšsku.¹³

5. Smluvní úspory na bydlení (CSH)¹⁴

Smluvní úspory na bydlení (stavební spoření) jsou v transformujících se zemích oblíbené. Plány spoření jsou různé; systémy přijaté Českou republikou, Slovenskem, Maďarskem a Chorvatskem jsou podobné německému modelu (založení samostatných finančních institucí, stavebních spořitelen, zatímco v Polsku a ve Slovinsku je stavební spoření spravováno všeobecnými bankami).

Česká republika a Slovenská republika zavedly systémy stavebního spoření v roce 1992, Maďarsko v roce 1997 a Chorvatsko v roce 1998, a ačkoli zákon o stavebním spoření byl v roce 1997 rovněž schválen v Polsku, dosud nebyl aplikován v praxi. V těchto čtyřech zemích existuje mnoho rozdílů; systémy se liší v bonusu vypláceném střadatelům, minimální době spoření pro získání tohoto bonusu a minimální době spoření pro výběr úspor. Slovensko je jedinou zemí, kde o změnách bonusů z úspor může rozhodovat přímo vláda; ve všech třech ostatních zemích je tato částka stanovena zákonem a změny musí být schváleny parlamentem.

Polský systém stavebního spoření (KM), vytvořený v roce 1996, se v důležitých ohledech lišil od systému Bausparkasse; úrokové sazby z úspor a úvěrů byly variabilní (vycházející z diskontní sazby národní banky) a příslušný plán byl provozován prostřednictvím všeobecných bank. Prémie z úspor měly formu daňového úvěru, minimální doba spoření byla pouze dva roky, úspory mohly být použity pouze na úvěry na bydlení a celý plán fungoval na neziskovém základě. Z důvodu svého neziskového charakteru a pouze nepřímé fiskální podpory tento systém nebyl mezi bankami ani klienty příliš oblíbený, a proto byl zpracován nový systém kombinující rysy Bausparkasse a KM. Ve Slovinsku v roce 1999 vznikl Národní plán bydlení, podobající se kompromisnímu modelu diskutovanému v Polsku; tento plán funguje v rámci existujícího bankovního systému, úrok z úspor a úvěrů je variabilní a velmi nízká úroková marže, zaměřená na pokrytí provozních nákladů banky, jej činí neziskovým.

Rozvoj tržního financování bydlení velmi ovlivnila zahraniční pomoc od mezinárodních organizací. K nejaktivnějším organizacím patří Světová banka, Evropská banka pro rekonstrukci a rozvoj, Mezinárodní měnový fond, Agentura USA pro mezinárodní rozvoj a Evropská unie. Jejich aktivity a relativně měkké úvěry napomohly vytvoření a podpoře například hypoték s dvojím indexem a norem zajištění úvěrů v Polsku. Jinými příklady jsou návrh hypoték s odloženými platbami v Maďarsku a udělování zvýhodněných úvěrů domácnostem bez domova v Albánii. Několik dalších organizací (Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, Organizace spojených národů) nabídlo odborné know-how.

C. Poptávka po tržním financování bydlení a budoucí výzvy

¹³ Unie německých hypotečních bank.

¹⁴ Viz rovněž kapitola III.

Poptávka po hypotečních úvěrech na bydlení je v transformujících se zemích v porovnání s objemy v rozvinutých zemích nižší. Je jasné, že země s vyšší nezaměstnaností a vyšším procentem osob žijících pod hranicí chudoby, vyšší a nestálější inflací a nízkým ekonomickým růstem patří k zemím s nejnižší poptávkou po tržním financování bydlení. Klienti pocházejí většinou z domácností segmentu vyšších příjmů, ačkoli i oni si často kupují své domy a byty v hotovosti.

Ačkoli bankovní sektor a základní makroekonomická situace byly stabilizovány, růst objemů hypotečních úvěrů byl pouze postupný a opožděný. Po určitou dobu poptávka po dlouhodobých úvěrech na bydlení zůstávala nízká, ačkoli reálné (platné) úrokové sazby z hypotečních úvěrů se blížily nule, z důvodu dalších dostupných fiskálních dotací. Proto musí existovat rovněž jiné faktory ovlivňující skutečnost, že lidé jsou tak neochotní půjčovat si na volném trhu.

- Tržní financování je částečně vytěšňováno zvláštními zvýhodněnými úvěry na bydlení poskytovanými buď přímo ze státního rozpočtu nebo prostřednictvím národních fondů bydlení;
- Nejisté zhodnocení nemovitostí v některých zemích odrazuje lidi od koupě. Vlastnictví domu nebo bytu je rovněž formou investice a "investoři do domácností" chtějí mít jistotu, že jejich cena se časem zhodnotí a že se neoctnou v situaci, kdy hodnota jejich majetku poklesne (záporná hodnota majetku). Neustálené ekonomické prostředí a vysoká nestálost cen v mnoha zemích neposkytují často ani minimální záruku;
- V některých zemích se objevila nezákonná bytová výstavba (Bosna-Hercegovina, Albánie, Chorvatsko a jiné země), avšak tyto nemovitosti přirozeně nemohou být zatíženy hypotékou;
- Důležitost dědictví a spoléhání na podporu rodičů (sociální očekávání). Pokles obyvatelstva v mnoha zemích rovněž umožňuje spoléhání na zděděnou mezigenerační pomoc;
- Hotovostní ekonomika (často v zahraničních měnách) vytvářená nestálým finančním prostředím;
- Nedostatečná nabídka finančně dostupného tržního financování bydlení;
- Polovlastnická držba nájemního bydlení. Většina nájemců je často ve skutečnosti vlastníky domů a bytů, z důvodu nereformované ochrany nájemců, a neusiluje o vyšší bezpečnost držby;
- Relativně velký majetek v osobním vlastnictví (vysoká úroveň vlastnictví domů a bytů), jenž by prostě mohl být vyměněn za jiný bytový majetek. Nové bydlení je často pro většinu obyvatelstva finančně nedostupné z důvodu vysokých stavebních nákladů;
- Neochota platit vysoké procento příjmu na splátky hypotéky spojená se zvláštními spotřebitelskými preferencemi jiného zboží dlouhodobé spotřeby;
- Velmi nízká míra mobility rovněž způsobená vysokými úrovněmi ochrany nájemců a regulací nájemného (ponechání bytů za regulované nájemné znamená souhlas se značnými ztrátami, finančními i právními).

- Prudké snížení finanční dostupnosti bydlení, pomalý rozvoj tržního financování bydlení, zděděný dluh údržby domů a bytů spojený s nezdravými bytovými podmínkami v některých zemích a neefektivností politik veřejného bydlení, to vše vyžaduje rychlé nové vymezení strategií politiky bydlení. Řešení vycházející z rovnováhy mezi tržním systémem financování bydlení a efektivními veřejnými dotacemi by však vždy mělo odrážet ekonomickou situaci a tradice dané země. Ačkoli neexistuje žádné všeobecné řešení, je zřejmé, že současné často necílené veřejné dotace ani tržní financování nevedly k žádoucímu zlepšení všeobecných podmínek bydlení a finanční dostupnosti bydlení (avšak mezi zmíněnými zeměmi existují velké rozdíly). Spoléhání na privatizaci veřejného bytového fondu, externí financování z mezinárodních zdrojů, daňové pobídky pro vlastnictví bydlení a dotace na omezenou poptávku vyloučily plány finančně dostupného nájemního bydlení, družstevní bankovnictví i různé formy veřejnosoukromých partnerství v oblasti financování bydlení z perspektiv politických činitelů.

S přihlédnutím ke všem shora uvedeným problémům dále uvádíme hlavní překážky rozvoje přirozeného trhu bydlení v mnoha transformujících se zemích (avšak máme na zřeteli, že existují velké rozdíly v této oblasti mezi různými zeměmi):

- *Ekonomické překážky* jako jsou inflace a pomalý ekonomický růst v některých zemích. Poptávka po tržním financování bydlení může být opožděná i po všeobecné makroekonomické stabilizaci, z důvodu zvláštních vzorců spotřeby a jiných zvláštních faktorů ovlivňujících poptávku v transformujících se zemích;
- *Socioekonomické překážky*, jako je nestabilita zaměstnání, rostoucí nezaměstnanost a pomalé zvyšování reálných mezd. V důsledku svých nízkých příjmů si převážná většina obyvatelstva nemůže dovolit koupit dům nebo byt na volném trhu a nemůže uzavřít tržní hypoteční úvěr;
- *Legislativní překážky*, jako je špatný právní rámec pro zabavování, registraci nemovitostí, předpisy hypotečního bankovnictví a nový efektivní (vhodně cílený) systém sociálního/finančně dostupného bydlení, atd. Efektivní vymáhání práva je stejně důležité jako samotné schválení legislativy. "Ukázalo se, že vytvoření efektivních postupů vymáhání práva je obtížnější než vytvoření nových zákonů."¹⁵
- *Kulturní překážky* ovlivňující hlavně poptávku po tržním financování bydlení (hotovostní ekonomika, klientelismus, korupce, polovlastnický charakter nájemního bydlení);
- *Institucionální překážky*, jako je nízká konkurence mezi bankami (monopolizace hypotečního financování) a špatné institucionální rámce pro kapitálový trh a bankovní kontrolu.

¹⁵ Hegedüs. Housing Finance in South-Eastern Europe (Financování bydlení v jihovýchodní Evropě). Budapešť, 2002.

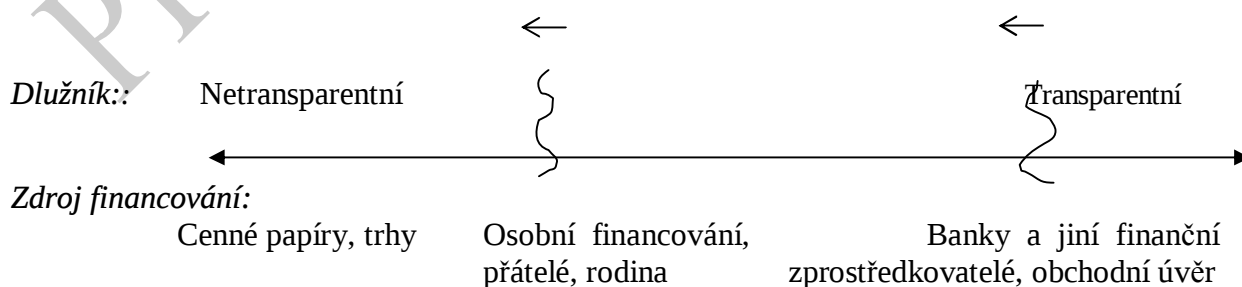
Poskytování financování na koupi rezidenčního bydlení je nebo by mělo být důležitou součástí finanční struktury kterékoli společnosti. V porovnání s průměrným příjmem domácností, koupě bytové jednotky je velká investice – v mnoha případech je to ve skutečnosti největší životní investice domácností. Otázka, jak tuto investici financovat, je proto zásadní. Efektivní financování rezidenčního bydlení může podporovat lepší vyrovnávání preferencí bydlení domácností s dostupnou potenciální nabídkou bydlení a zlepšit tak sociální péči. Kromě toho, pokud efektivní financování podporuje větší rozšíření vlastnictví stávajícími nájemci, pravděpodobně vzniknou další sociální přínosy.¹⁶

Finanční transakce, s výjimkou samofinancování, zahrnují minimálně dvě smluvní strany. Ačkoli finanční transakce mohou být velmi složité, jejich podstata může být vyjádřena jako jednoduchá úvěrová transakce: smluvní strana A půjčí peníze nebo zdroje smluvní straně B v době t a očekává, že ji tento úvěr bude splacen někdy v budoucnu $t+1$.

Na jedné úrovni se tento jednoduchý příklad může zdát triviální a nezajímavý. Avšak vyjadřuje podstatu financování: časový rozměr a očekávání věřitele, že úvěr bude splacen. Protože ke splacení dochází v budoucí datum, časově oddělené od počátečního úvěru, věřitel obvykle usiluje o záruku splacení. Před poskytnutím úvěru věřitel bude chtít mít záruku, že budoucí dlužník pravděpodobně úvěr splatí (a jakýkoli přechodný úrok, jenž bude účtován); a dokonce během doby trvání úvěru věřitel bude pravděpodobně chtít mít záruku, že aktivity dlužníka jsou v souladu s včasným splácením. Avšak věřitel čelí problémům “asymetrických informací”; dlužník pravděpodobně ví víc o svých vlastních sklonech s ohledem na splácení než věřitel. Proto je financování spojeno se značným úsilím zahrnujícím shromažďování informací před poskytnutím úvěru a hodnocení potenciálních dlužníků a monitoring skutečných dlužníků během úvěru, se vznikem institucí a metod umožňujících tyto postupy náročné na informace.

Všeobecně vzato, postupy financování mohou být popsány z hlediska transparentnosti nebo netransparentnosti informací o potenciálních dlužnících, jak znázorněno na Obrázku 1.

Obr. 1. Spektrum netransparentnosti/transparentnosti informací



¹⁶ Existuje malé, avšak přesvědčivé množství literatury týkající se sociálních přínosů vlastnictví domů a bytů. Viz například Rohe a Stegman (1994), Rohe a Stewart (1996), Rossi a Weber (1996), Green a White (1997) a DiPasquale a Glaeser (1999).

Na tomto obrázku jsou potenciální dlužníci uspořádáni v horizontální ose, podle toho, jak jsou informačně transparentní (nebo netransparentní) s ohledem na informace týkající se financování, jež by se potenciální věřitel rád dozvěděl. Na levé straně jsou například mladí dospělí lidé, jež vstupují na trh práce, aniž by měli jakékoli předchozí finanční transakce; jež nemají žádné “záznamy o pracovních poměrech“, jež by mohly poskytnout věřiteli záruku splácení, a proto jsou vysoce netransparentní. Na pravé straně jsou instituce, jejichž transakční záznamy splácení jsou transparentní a uznávané. Mezi tím jsou fyzické osoby, podniky, organizace a vlády různého stupně transparentnosti.

Tito potenciální dlužníci mohou být přiřazeni k různým věřitelům, jež mohou být seskupeni zhruba do tří kategorií. Úplně vlevo jsou vysoce netransparentní dlužníci, jež pravděpodobně budou při svém financování spoléhat na rodinu a přátele, jež mohou mít zvláštní informace o příslušné osobě nebo zvláštní prostředky pro získávání splátek nebo jež mohou být ochotni poskytnout “podmíněné financování“ přeměnou úvěru na dotaci. Úplně vpravo jsou vysoce transparentní (a spolehliví) dlužníci, jež mají přístup na trhy cenných papírů/hypotekárních zástavních listů, kde si tyto hypotekární zástavní listy kupují investoři (jež tak půjčují dlužníkovi), jež zcela spoléhají na veřejně dostupné informace o dlužnících a jejich dobrou pověst. Mezi tím jsou finanční instituce, jež jsou specialisty na shromažďování a hodnocení informací (například banky a jiní depozitáři, finanční společnosti, pojišťovny, firmy investující rizikový kapitál) a jež pravděpodobně budou zdroji financování pro dlužníky střední transparentnosti/netransparentnosti.

Právní rámec a institucionální a historický kontext, do kterých jsou vsazeny finanční transakce, pravděpodobně ovlivní konkrétní složení druhů věřitelů poskytující určité druhy financování určitým dlužníkům. Tato neurčitost je vyjádřena vlnovkami, jež oddělují tyto tři kategorie poskytovatelů financování.

Konečně šipky nad těmito vlnovkami míří doleva. To označuje směr, ve kterém technologické změny financování posunuly hranice. Hranice na pravé straně se posunula doleva, jakmile technologické změny umožnily trhům cenných papírů, aby ovládly území finančních transakcí, jež bývalo výhradní doménou poskytovatelů specializovaných finančních informací (například bank); to je proces “sekuritizace“ ve Spojených státech. Hranice na levé straně se posunula rovněž doleva, jakmile technologické změny umožnily bankám a jiným věřitelům, aby poskytovali financování (například prostřednictvím kreditních karet) osobám, jež se dříve mohly spoléhat pouze na rodinu a přátele. Existují v podstatě tři hlavní prvky kteréhokoli úvěru:

- *Poskytnutí*: počáteční udělení a financování úvěru;
- *Konečná držba a financování*: konečná držba (a tudíž financování) úvěru; a
- *Dluhová služba*: opatření umožňující včasné splácení jistiny a úroku.

Kromě toho věřitelé si mohou přát určitá dohodnutá opatření pro nepředvídané případy neplacení: postupy, jež budou dodržovány v případě, že dlužník neprovede včasné platby. Financování bydlení není žádnou výjimkou z tohoto vzorce, proto popíšeme institucionální opatření, jež vznikla pro financování bydlení.

Tři součásti financování mohou být realizovány stejným subjektem; to je často popisováno jako “vertikální integrace“. Nebo mohou být realizovány samostatně různými

“vertikálně desintegrovanými“ subjekty. Ačkoli první vzorec je tradičnější a obvyklejší, druhý vzorec se objevuje častěji se vznikem MBS (cenných papírů podporovaných hypotékou) jako alternativy financování.

Existuje minimálně osm hlavních způsobů poskytování financování na bydlení.

(i) Samofinancování vlastníka

Finanční prostředky poskytuje kupující-vlastník, prostřednictvím dřívějších osobních úspor; ostatní prvky jsou irelevantní.

(ii) Financování prodávajícího

Finanční prostředky poskytuje prodávající. V podstatě prodávající přijímá platbu za prodej domu během delšího časového období, čímž poskytuje kupujícímu implicitní úvěr. Proávající je poskytovatelem úvěru, financuje jej a platí z něj dluhovou službu. Bytová jednotka, jež je financována, téměř vždy slouží jako zástava úvěru, jenž je v této formě popisován jako hypotéka.

(iii) Financování od třetí osoby: rodina nebo přítel

Úvěr (hypotéku) vlastníku poskytuje člen rodiny nebo přítel, jenž je tak poskytovatelem úvěru, financuje jej a platí z něj dluhovou službu.

(iv) Financování od třetí osoby: banka nebo jiný depozitář

Úvěr (hypotéku) poskytuje vlastníku banka, jež je tak jeho poskytovatelem, financuje jej a platí z něj dluhovou službu. Banka ze své strany obdrží většinu ze svého financování od vkladatelů; avšak nároky vkladatelů na splacení jejich finančních prostředků jsou směřovány na banku, nikoli na dlužníky, kterým banka poskytla hypotéky.

(v) Financování od třetí osoby: pojišťovna

Většina pojišťoven, jež mají v držbě hypotéky, nejsou jejich poskytovateli. Tyto hypotéky jsou proto poskytovány hypoteční bankou (specialistou na poskytování hypotečních úvěrů), jež prodá hypotéku pojišťovně. Pojišťovna ji financuje a platí dluhovou službu.¹⁷ Pojišťovna ze své strany získá financování z pojistného placeného jejími pojištěnci a z jakýchkoli dalších úvěrů, ke kterým se zaváže.

(vi) Financování od třetí osoby: finanční společnost

Pokud finanční společnost má v držbě hypotéky, je nepravděpodobné, že je jejich poskytovatelem; jejich poskytovatelem je opět hypoteční banka, jež je prodá finanční společnosti, jež je financuje a platí dluhovou službu. Financování finanční společnosti pochází z jejích půjček na kapitálových trzích.

(vii) Financování třetí osoby: vláda

¹⁷ Pojišťovna opět může smluvně zajistit dluhovou službu, možná poskytovateli.

V zásadě by vláda mohla poskytnout hypotéku (buď jako přímý poskytovatel nebo prostřednictvím hypoteční banky), jež bude nakonec financována daňovými poplatníky nebo vládním úvěrem.

(viii) Financování od třetí osoby: MBS

Poskytovatel buď spojí hypotéku s jinými hypotékami a přemění je na cenný papír, nebo hypotéku prodá jinému subjektu, jenž provede toto spojení. Převoditelný cenný papír (takto nazývaný, protože platby úroku a jistiny dlužníka¹⁸ jsou převáděny na kupujícího) je poté prodán osobě, jež si přeje mít tento cenný papír v držbě a získat úrok a splácenou jistinu, a je tudíž financovatelem. Touto osobou může být soukromý investor, vzájemný fond, penzijní fond, banka, pojišťovna nebo kterýkoli jiný subjekt, kterého láká tento MBS jako investice. Dluhová služba může být placena poskytovatelem nebo může být prodána specializovanému poskytovateli služeb. Protože MBS jsou cenné papíry, mohou být snadno prodány jiným investorům na "sekundárním trhu".

Poskytování hypotečních úvěrů zahrnuje jistá rizika, jež musí být správně řízena, pokud toto podnikání má být úspěšné.

- Za prvé, abychom se vyhnuli právním anebo správním rizikům této aktivity, základní podmínkou je existence přiměřeného právního prostředí, jež podporuje systém financování bydlení. Existující právní ustanovení musí zajišťovat soukromé vlastnictví nemovitostí a umožňovat, že vlastnický titul na tyto nemovitosti je udělován jako zajištění hypotečních úvěrů.
- Tento systém musí být podporován fungujícím katastrem nemovitostí, do kterého je zaznamenávána historie nemovitého majetku, a systémem zabavování nemovitostí, jež umožňuje věřiteli přistoupit k nucenému prodeji v případě nesplácení úvěru.
- Zavedení příslušného systému zabavování nemovitostí musí být doprovázeno efektivními mechanismy vymáhání práva.
- Jistá makroekonomická rizika nebo tržní rizika jsou obvykle mimo kontrolu hypotečního věřitele. Vysoké riziko inflace je například často považováno za překážku dlouhodobého financování bydlení. Úvěry s variabilní úrokovou sazbou mohou být někdy pro dlužníky přitažlivější alternativou než produkty s pevnou úrokovou sazbou, a naopak.
- Jiným rizikem týkajícím se zvláště financování bydlení je nestálost cen nemovitostí, tj. nejistota jejich hodnoty jako zástavy dlouhodobého úvěru. To může vést, jako v některých transformujících se zemích, ke snížení poměrů úvěru vůči hodnotě a potřebě další zástavy. Prostředky řešícími toto riziko jsou přiměřená pravidla oceňování nemovitostí a obezřetné řízení.
- Jinými riziky, jež se přímo týkají samotných poskytovatelů úvěrů na bydlení, je auditní riziko a provozní riziko.
- Řízení auditního rizika zahrnuje požadavek přiměřeného hodnocení ochoty a kapacity zákazníka splácet úvěr během doby jeho trvání. Je nezbytné, aby věřitel používal určitá

¹⁸ Míno jakékoli servisní poplatky a jiné transakční poplatky týkající se procesu sekuritizace.

kritéria, jež berou v úvahu charakteristiky místního trhu. Kromě toho v řadě zemí byly zřízeny úřady pro auditní rizika, jež vedou údaje o maloobchodních, finančních a jiných účtech zákazníků, za účelem sledování neprovedených plateb.

- Tento důležitý podpůrný nástroj sektoru úvěrů na bydlení je však dosud ve většině transformujících zemí omezený nebo nedostupný.

- Komplikací řízení rizika jsou nevykazované příjmy, jež jsou často důležitým zdrojem výnosů, avšak je obtížné k nim přihlížet bez formalit.

- Řízení úvěrového rizika rovněž vyžaduje přiměřenou část majetku. To motivuje dlužníka, aby i nadále platil, a věřitele, aby získal náhradu škody v případě neplacení.

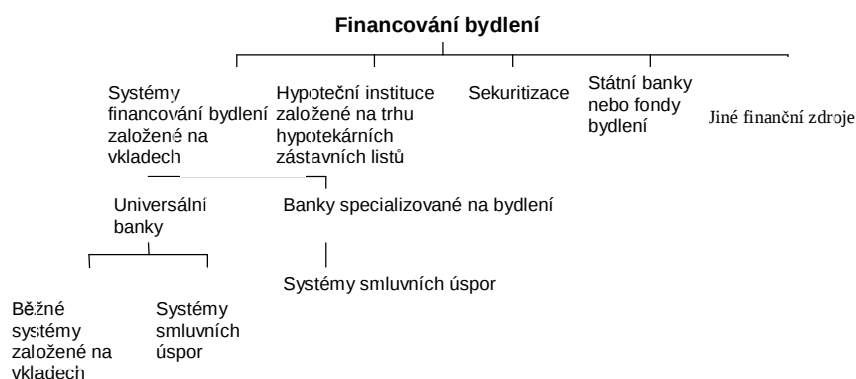
- Jiným prvkem řízení auditního rizika je dostupnost a používání jiných druhů zástav (pokud jsou nezbytné). Plán pojištění hypoték, jež vznikl v některých zemích, jakož i poskytování finančních konzultací dlužníkům, mohou napomoci snížení rizika neplacení.

Samozřejmě musí být rovněž řešena provozní rizika. Pokud vzniknou provozní chyby a podvody, provozní náklady vzrostou a toto podnikání již není ziskové. Užitečnými nástroji snížení těchto provozních rizik je vyškolení personálu za účelem zvýšení efektivnosti a snížení možností chyb, používání technologií (jež zvyšuje objem operací a umožňuje shromažďování a analýzu dat) a standardizace dokumentů a operací (jež by měla vést k nižším nákladům).

V této kapitole je popsáno pět hlavních systémů financování bydlení (viz graf). Jsou klasifikovány podle toho, jak je organizováno získávání jejich financování a jejich hlavních zdrojů kapitálu. Většina institucí může získat a samozřejmě získává financování rovněž jinými prostředky.

- A. Systémy financování bydlení založené na vkladech
- B. Hypoteční instituce založené na trhu hypotečních zástavních listů (dále jen “hypoteční banky”)
- C. Sekuritizace
- D. Úvěry na bydlení poskytované národními bytovými orgány, státními bankami bydlení a fondy bydlení
- E. Jiné finanční zdroje

Obr. II. Financování bydlení



Hlavními evropskými finančními institucemi bydlení jsou depozitní banky a hypoteční úvěrové instituce. Avšak existují značné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, neboť v některých zemích je tržní podíl depozitních bank výrazně vyšší, zatímco v jiných mají značný podíl hypoteční banky (viz Příloha 1).

A. Systémy financování bydlení založené na vkladech

Tato skupina zahrnuje běžné depozitní banky, jež získávají většinu požadovaného kapitálu prostřednictvím vkladů. Kromě depozitních aktivit tyto banky mohou získat nezbytné financování pro úvěry vydáváním hypotečních zástavních listů a sekuritizací svých úvěrových aktiv.

Systém financování bydlení založený na vkladech sestává ze všeobecných bank a bank specializovaných na bydlení.

Všeobecné banky získávají většinu svého financování prostřednictvím běžných vkladových účtů, avšak v některých zemích rovněž přijímají smluvní úspory.

Depozitní financování je tradičně hlavním nástrojem financování bydlení ve vyspělých tržních ekonomikách. Depozitní úvěrové instituce sdružují velké částky vkladů a slouží jako zprostředkovatelé přejímající nerovnováhu mezi depozitními zdroji a úvěry na bydlení, tj. částku, úvěrové riziko a dobu trvání úvěru. Tento typ finančních prostředků získaných prostřednictvím drobných vkladů může mít různé formy: vklady vyplatitelné v datum jejich splatnosti, vklady vyplatitelné po vypovězení nebo vklady přes noc. Nejrozšířenější metodou v tomto regionu je používání úložkových vkladů (vedlejších a účelových vkladů) na financování úvěrů na bydlení. Úložkové vklady jsou používány různými hypotečními věřiteli. Tato kategorie věřitelů sestává hlavně z historicky vyspělých regionálních a národních spořitelen a komerčních bank. V dnešní době, kromě různého historického vývoje a často přetrvávajícího zvláštního správního rámce pro oba typy institucí, neexistuje žádný skutečný rozdíl mezi spořitelny a komerčními bankami.¹⁹

Jiným typem depozitního financování používaného v řadě zemí jsou plány smluvních úspor, jejichž cílem je poskytování financování na koupi domů a bytů. V zásadě poskytovatel získá vklady od žadatelů, obvykle při nižší než tržní úrokové sazbě, a poskytne jim úvěr na bydlení za příznivých podmínek, jakmile se přijaté vklady akumulují do určité výše. Tento systém je nazýván smluvním, protože je založen na předchozích úsporách potenciálního dlužníka, kterého tyto úspory opravňují k získání úvěru za předem stanovených podmínek, jež jsou obvykle příznivější než tržní podmínky. Německé a rakouské Bausparkassen vycházejí z myšlenky vzájemného úvěru založeného na kolektivních úsporách. Je to "uzavřený" kolektivní systém, tj. úvěry jsou financovány pouze prostřednictvím společných úspor, a v důsledku toho datum poskytnutí úvěru není stanoveno předem.

Jinou variantou je odložený úvěr (crédit différé) francouzského typu, jenž vychází z myšlenky ekvivalentnosti úložkových vkladů a výnosu z úvěru. Datum poskytnutí úvěru musí být stanoveno předem a úvěrová instituce proto musí disponovat externími zdroji, aby mohla vyrovnat jakýkoli schodek v nových smlouvách. Kromě toho se ve Francii vyvinul systém, na základě kterého vládní dotace na jisté formy úložkových vkladů zajišťují stálý příliv kapitálu pro účely bydlení. Nedávno však tento systém byl kritizován, protože může vést k situaci nevyrovnanosti, kdy úrokové sazby na spořicí účtech jsou vyšší než úrokové sazby z úvěrů na bydlení.

Specializované smluvní spoření na bydlení na druhé straně v praxi vychází z vkladů soukromých domácností na základě předchozích smluv. Výše úvěru proto závisí na částce naspořené domácností.

Volba příslušného činitele mezi různými systémy financování založenými na vkladech by měla vycházet z aspektu přijatelnosti systémů smluvních úspor oproti běžným systémům založeným na vkladech, a rovněž z toho, zda tomuto účelu slouží použití buď všeobecných bank nebo bank specializovaných na bydlení.

Jiným systémem je systém britských a irských stavebních družstev. Tyto specializované instituce byly v těchto zemích tradičními hypotečními věřiteli a získávaly finanční prostředky prostřednictvím různých plánů úspor a udělování úvěrů na bydlení na

¹⁹ UNECE. Housing Finance: Key Concepts and Terms (Financování bydlení: Klíčové koncepty a pojmy), 1998.

základě variabilní úrokové sazby. Tato variabilita platí pro obě strany rozvahy, a proto nedochází k žádné nevyrovnanosti finančních prostředků. V dnešní době jsou stavební družstva v některých zemích bližší kategorií spořitelů, protože refinancují své úvěrové aktivity ve značné míře z úložkových vkladů. Avšak na rozdíl od koncepce plánů smluvních úspor, tyto úspory přímo nesouvisejí s určitými úvěrovými aktivitami.

B. Hypoteční instituce založené na tržních hypotečních zástavních listech (“hypoteční banky“)

Hypoteční úvěrové instituce získávají své financování prostřednictvím prodeje hypotečních zástavních listů institucionálním investorům (jako jsou penzijní fondy) i soukromým investorům. V ideálním případě hypoteční instituce získá financování nezbytné pro úvěr prodejem hypotečního zástavního listu ve stejný den, na stejné období a stejné klasifikace. To je případ dánské hypoteční banky popsané v kapitole IV.

Rovnováha mezi úvěrovými ztrátami, ostatními běžnými náklady a finančními zisky spočívá ve skutečnosti, že úrok z vydaných úvěrů je poněkud vyšší než úrok placený z vydaných hypotečních zástavních listů.

V oblasti financování bydlení všeobecně existují dva způsoby získávání finančních prostředků z kapitálových trhů: vydávání buď hypotečních zástavních listů nebo cenných papírů podporovaných hypotékami. Hypoteční zástavní listy jsou vydávány úvěrovými institucemi za účelem získání finančních prostředků jako doplňku k získání vkladů od veřejnosti nebo namísto těchto vkladů. Hypoteční zástavní listy zůstávají v rozvaze emitenta a kvalita úvěru vychází z úvěruschopnosti úvěrové instituce. Na rozdíl od rozvahového vydávání hypotečních zástavních listů, emise cenných papírů podporovaných hypotékami jsou prováděny mimo rozvahu a vycházejí z právního oddělení aktiv od věřitele. Cenné papíry a příslušné úvěry jsou proto převedeny z rozvahy emitenta. Vydávání hypotečních zástavních listů je druhou nejdůležitější metodou financování po vkladech drobných střadatelů. Vydávání hypotečních zástavních listů umožňuje věřitelům získat financování za sníženou cenu úvěru na kapitálovém trhu a je to proto úsporná metoda financování bydlení. V současné době se tři evropské země podílejí přibližně 88 procenty na celkových trzích hypotečních zástavních listů:

Je to německá “Hypotheken-Pfandbrief“ s podílem 44 procent, po které následuje Dánsko s 29 procenty a Švédsko s 15 procenty. Pokud jde o objem, hypoteční zástavní listy poskytují přibližně 20 procent financování hypotečních úvěrů v Evropské unii (EU).²⁰

Hypoteční zástavní listy jsou obvykle vydávány specializovanými hypotečními bankami a jsou regulovány právními předpisy. Vydávání hypotečních zástavních listů je opravdu vysoce regulovanou aktivitou, vyžadující zvláštní legislativní a dozorčí ustanovení. Hypoteční zástavní listy jsou cennými papíry, jež mají jako zástavu odpovídající balík hypotečních úvěrů a představují garantované nároky vůči emitentu, a proto požívají určitý stupeň zvláštní bezpečnosti. Kromě toho existují limity poměru úvěru vůči hodnotě těchto hypoték a v některých zemích rovněž existují přísně vymezené a aplikované metody oceňování nemovitostí. Navzdory jejich důležité roli na kapitálových trzích a při refinancování financování bydlení, v Evropě v současné době neexistuje žádná společná definice hypotečních zástavních listů. Nicméně hypoteční zástavní listy byly definovány

²⁰ OECD, European mortgage markets: structure, funding and future development (Evropské hypoteční trhy: struktura, financování a budoucí vývoj). Příspěvek J Hardta/D. Manninga.

pro investiční účely v rámci Direktivy Evropské komise (EK) o závazcích na kolektivní investice do převoditelných cenných papírů (UCITS) z roku 1989. Článek 22 §4 této direktivy předpokládá, že hypotekární zástavní listy mohou mít prospěch ze zvýšených investičních možností a příznivého poměru solventnosti, pokud budou splňovat následující charakteristiky:

- Hypotekární zástavní listy musí být vydávány na základě právních ustanovení o ochraně jejich držitelů.
- Musí podléhat zvláštnímu doзору veřejných orgánů.
- Částky vycházející z emise těchto hypotekárních zástavních listů musí být podle právních ustanovení zahrnuty mezi aktiva, jež poskytují dostatečné krytí pro pasíva vycházející z těchto hypotekárních zástavních listů, po celou dobu jejich trvání.
- V případě konkursu na emitenta částky vycházející z emise hypotekárních zástavních listů jsou považovány za prioritní s ohledem na splácení splatného kapitálu a úroku.

V souladu s Článkem 20 této direktivy hypotekární zástavní listy, jež splňují tyto společné požadavky, musí být oznámeny členskými státy Evropské komisi. Německo, Dánsko, Rakousko, Francie, Španělsko a Lucembursko již toto oznámení učinily. V těchto zemích a ve Finsku existuje zvláštní hypoteční zákon. Tyto zákony jsou v souladu se shora uvedeným ustanovením, avšak některé charakteristiky se svou podstatou mohou v jednotlivých zemích velmi lišit. Například zásada krytí je velmi přísně regulována německou legislativou. V souladu se zásadou krytí a zásadou vyrovnanosti celková hodnota hypotekárních zástavních listů v oběhu musí být vždy kryta nominální hodnotou hypoték stejné hodnoty, minimálně při stejné úrokové sazbě. Kromě toho ustavený svěřenský správce musí zajistit trvalé udržování zákonem stanoveného krytí.

Právní ustanovení příslušných zemí obvykle vyžadují, že v případě konkursu nárok hypotečního věřitele musí být oddělen od ostatních aktiv, tj. věřitelé hypotekárních zástavních listů obvykle mají přednostní nárok z hlavního majetku. Hypoteční věřitelé mají obvykle silná práva v zemích s rozsáhlými emisemi hypotekárních zástavních listů.²¹ A konečně existuje institucionální rámec zaručující bezpečnost hypotekárních zástavních listů. Ve většině zemí proto legislativa vymezuje zvláštní kategorii "hypotečních bank", jež jsou oprávněny vydávat hypotekární zástavní listy. Tyto instituce mohou podléhat zvláštním licencím, regulaci a doзору. Navzdory tendenci k všeobecnému bankovníctví zaznamenané v některých zemích, existovaly a dosud existují důvody vedoucí k vytvoření systému hypotekárních zástavních listů v rámci specializovaných institucí.

C. Sekuritizace

V Evropě prakticky neexistují žádné finanční instituce výlučně založené na sekuritizaci. Namísto toho tento typ financování je používán bankami nebo státními fondy bydlení pro získávání finančních prostředků.

Základem používání sekuritizace v Evropě je, že umožňuje nerozvahové pojetí, takže zvýšené půjčování nevyžaduje získání dalších finančních prostředků pro vlastní kapitál za

²¹ UNECE. Housing Finance: Key Concepts and Terms (Financování bydlení: Klíčové koncepce a pojmy), 1998.

účelem splnění požadavků kapitálové přiměřenosti, jež mohou vést k potřebě dalšího vlastního kapitálu.

Protože zdroje financování jsou při sekuritizaci do značné míry stejné nebo podobné zdrojům financování hypotekárních zástavních listů (viz shora), v evropském prostředí může být sekuritizace považována za alternativu hypotekárních zástavních listů.

Avšak v Evropě neexistují žádné národní agentury podporované vládou nebo EU pomáhající hypotečním věřitelům při financování jejich úvěrů, jak je tomu na hypotečním trhu ve Spojených státech. Opravdu, úvěry musí být financovány na základě finanční solventnosti udělujících institucí anebo kvality vydávaných cenných papírů. Avšak existují určité soukromě vlastněné centrální instituce provádějící tyto emise, například ve Švýcarsku, Francii, Rakousku a ve Švédsku, jež však někdy mají problémy při vytváření dostatečné likvidity. V některých zemích je jejich existence dokonce ohrožena, z důvodu různých ratingů udělovaných vydávajícím institucím. Je zřejmé, že vládou podporované agentury vycházející z příkladu Spojených států jsou zakázány na základě Článku 87 Smlouvy o založení Evropských společenství, protože jejich zaměření ovlivní obchod mezi členskými státy EU, což je nekompatibilní s koncepcí společného trhu. Příslušná direktiva EU (č. 98/32/EK) dosud umožňuje padesátiprocentní podíl MBS, což je méně příznivý podíl než podíl udělovaný cenným papírům vydávaným agenturami Spojených států. Proto sekuritizace v Evropě zůstává kapitálově náročná a nákladná (o 0,75 až 1 procento překračující Euribor). Nástroji financování jsou hypotekární zástavní listy. Kromě toho právní a fiskální složitost a absence norem v Evropě činí sekuritizaci obtížnější. Hlavním problémem v tomto ohledu je absence harmonizované legislativy týkající se převodu aktiv.

Vzhledem k roli MBS při podpoře financování hypoték na bydlení ve Spojených státech, někteří pozorovatelé očekávali, že tato metoda se rozšíří do mnoha evropských zemí. V různých zemích byla přijata řada opatření za účelem usnadnění sekuritizace hypotečních úvěrů. To může být považováno za součást procesu deregulace finančních trhů, jež začala na počátku 80. let 20. století a pokračovala různou rychlostí v celé EU. Sekuritizace byla zavedena ve Velké Británii (1987), Finsku (1989), Španělsku (1992) a Irsku (1995) Ve Francii byl systém sekuritizace hypotečních úvěrů reformován v roce 1999. Ve Španělsku a Francii a do určité míry rovněž v jiných zemích jsou hypoteční úvěry a MBS považovány za alternativní anebo doplňující nástroje financování.

Největší trh MBS v Evropské unii má Velká Británie, přičemž podíl hrubých domácích hypotečních úvěrů dosáhl v roce 1999 4,5 procent (hodnota emisí MBS dosáhla 8,2 miliard eur). Ve Španělsku a Francii sekuritizace hypotečních úvěrů rovněž hraje důležitou roli a v Irsku se její důležitost zvýší, jakmile další hypoteční věřitelé získají odborné zkušenosti s vydáváním MBS a uvolňováním kapitálu pro nové úvěry. Určité zkušenosti s MBS rovněž existují v Belgii, Nizozemí a Německu. V Evropě jsou MBS obvykle vydávány komerčními/všeobecnými bankami. Jejich nesplacená hodnota je odhadována na 16 miliard eur (1998).

Zatímco počet transakcí a výše získaných finančních prostředků jsou dosud relativně nízké, řada evropských zemí se již do určité míry účastní sekuritizace. Avšak v současné době je obtížné předvídat, zda tento zdroj financování v nadcházejících letech poroste, a do jaké míry. Nevýhodou je, že transakce musí být velké, aby absorbovaly vysoké náklady (včetně ratingu úvěrů), jež by mohly bránit menším věřitelům v aktivitách na trhu cenných papírů. V sekuritizovaném systému však věřitel může efektivně využívat kapitál, protože riziko

spojené s hypotečním úvěrem je prodáváno třetím osobám. Věřitel nemusí mít během doby trvání úvěru dostatečné financování, a proto má vyšší likviditu a dobré podmínky pro úspěšné půjčování.

D. Úvěry na bydlení poskytované národními agenturami bydlení, státními bankami bydlení a fondy bydlení

Příklad přímého půjčování vlády je uveden v Příloze II. Konkrétně se jedná o Norskou státní banku bydlení. Základní myšlenou je, že prostředky přirůstající z úroku a splátek předchozích úvěrů jsou vraceny do fondu a jsou používány pro poskytování nových úvěrů. Kromě toho fond může získat úvěrové financování na otevřeném trhu, buď prodejem hypotečních zástavních listů nebo sekuritizací (to činí Finský státní fond bydlení, viz Příloha III). Fondy bydlení mohou rovněž získat další financování v rámci vládních rozpočtů.

Alternativou vládních úvěrů jsou státní záruky a státní úrokové dotace na úvěry udělované bankami nebo hypotečními institucemi.

Při zvažování výhod a nevýhod těchto systémů je třeba mít na zřeteli, že úvěrové riziko státních úvěrů i státních záruk je v podstatě stejné. Pokud stát (nebo fond) může získat požadované finanční prostředky výhodněji na otevřeném trhu než prostřednictvím soukromých finančních institucí, pro poskytovatele dotace může být levnější poskytnout financování prostřednictvím vládních institucí. Jiným faktorem ve prospěch státního financování je, že na otevřeném trhu může být obtížné najít financování pro určité účely.

Úvěry státních fondů bydlení jsou obvykle zaměřeny na projekty sociálního nájemního bydlení, pro které je obtížné získat finanční prostředky na otevřených peněžních a kapitálových trzích.

E. Jiné finanční zdroje

V posledních letech se v několika zemích zvýšila konkurence na hypotečních trzích, protože se snížily překážky vstupu na tyto trhy. Řada nových poskytovatelů finančních služeb, mnohých s různými přístupy a zaměřených na různé segmenty zákazníků, vstoupila například na britský trh. Konkurence prostřednictvím inovace produktů se zvyšuje ve Velké Británii, v Nizozemí a Dánsku.

Překážky vstupu na hypoteční trhy se snížily z důvodu rostoucí důležitosti internetové distribuce, zvyšující se dostupnosti možností outsourcingu a širších možností financování. Lze předvídat, že technologický rozvoj bude i nadále snižovat překážky vstupu na hypoteční trhy, alespoň v některých zemích.

Kromě toho tradiční značka finančních služeb již není nezbytnou podmínkou nabízení finančních služeb. Zvláště ve Velké Británii nabízí finanční služby včetně hypoték řada supermarketů a jiných maloobchodních prodejců, jež využívají svých existujících vztahů se zákazníky.

Vlna privatizace stavebních družstev ve Velké Británii v 90. letech 20. století způsobila, že zbývající družstva přehodnotila své strategie, jež spočívaly hlavně ve zdůrazňování členských výhod a snižování jejich marží zisku. Provozní strategie zbývajících stavebních

družstev je rozdílná u družstev, jež si zachovala své zaměření na základní úspory a hypotéky, a družstev, jež se pokoušejí o outsourcingová řešení, aby získala konkurenční výhodu.

Důležitou kategorii hypotečních věřitelů v některých zemích představují pojišťovny. Staly se hypotečními věřiteli pojišťováním nesplaceného zůstatku a kombinací politik životního pojištění s poskytováním hypotečních úvěrů. V případě pojištění nesplaceného zůstatku hypoteční dlužník kromě plateb kapitálu a úroku hrazených věřiteli platí pojistné pojišťovně, jež může být rovněž věřitelem. Pojišťovna provede platbu pouze v případě úmrtí pojištěného dlužníka, ve výši v té době nesplaceného zůstatku. V případě smíšeného životního pojištění hypoteční dlužník kromě svých plateb úroku věřiteli platí pojistné životní pojišťovně, jež se zaváže, že splatí kapitál. Pojišťovna poté vždy provede platbu buď v případě úmrtí pojištěného dlužníka nebo po ukončení platnosti pojistné smlouvy, jež obvykle odpovídá ukončení úvěru. Role pojišťoven na hypotečním trhu se však v jednotlivých zemích značně liší a v některých zemích neexistuje.

V této kapitole jsou popsány tři zvláštní finanční nástroje používané v současné době v různých částech regionu ECE, a to systém “Bausparkassen“, představující plán smluvních úspor, dánská metoda vydávání hypotekárních zástavních listů a americký typ cenných papírů podporovaných hypotékami (MBS). Jsou to systémy, jež jsou v současné době nejčastěji zvažovány pro aplikaci v transformujících se zemích. Tyto země proto potřebují rady a praktické nástroje pro provedení své vlastní analýzy, za účelem volby nástrojů a modelů, jež jsou pro jejich zemi a pro jejich konkrétní prostředí nejvhodnější.

A. Plány smluvních úspor na bydlení: “Bausparkassen“

1. Rozvoj systému stavebního spoření v Německu po Druhé světové válce

Systém stavebního spoření nabízí jednoúčelovou formu spoření spojeného s úvěrem. Spojuje etapu smluvního spoření odměňovaného nižšími než tržními úrokovými sazbami s příslibem úvěru na bydlení, pro který je v době uzavření celkové smlouvy o stavebním spoření stanovena úroková sazba na nejnižší tržní úrovni. Stavební spořitelny, jež mají své kořeny ve Velké Británii před 300 lety, byly založeny jako vzájemné svépomocné organizace na základě špatných bytových podmínek po První světové válce (zvláště pro nižší a střední příjmové skupiny). Tato “spořitelní společenství“ umožňovala účastníkům pravidelně spořit a získat úvěr v souladu s předem stanovenými čekacími pravidly.

Brzy po svém vzniku se stavební spořitelny specializovaly na úvěry zajištěné hypotékami druhého pořadí a vytvořily “dělbu práce“ mezi stavebními spořitelny a komerčními bankami nebo hypotečními bankami nabízejícími financování domů a bytů zajištěné hypotékami prvního pořadí. Po Druhé světové válce vláda Německa silně podporovala systém stavebního spoření, za účelem stimulace bydlení v době, kdy v důsledku války chybělo více než šest miliónů domů a bytů. Hlavní strategie vlády v její podpoře systému stavebního spoření byla zaměřena na podporu akumulace vlastních finančních prostředků určených na bydlení, za účelem zajištění bezpečné a příznivé struktury financování bydlení. V současné době má Německo 27 stavebních spořitelen spravujících více než 32 miliónů smluv o hodnotě 670 miliard eur.

2. Podmínky právního rámce používání metody stavebního spoření

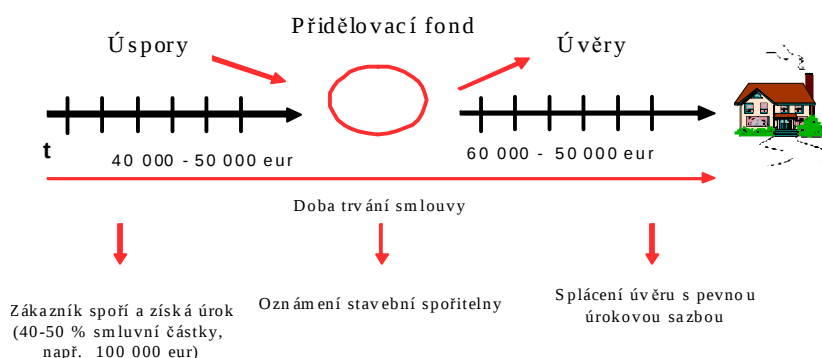
(a) Právní základ této aktivity a normativní základní zásady

Bausparkassen, stejně jako banky, podléhají platné bankovní legislativě Německa, kterou musí plně dodržovat. Protože jsou specializované na financování bydlení pro fyzické osoby, kromě toho podléhají Zákonu o smluvních spořitelnách (“Bausparkassengesetz“). Hlavním cílem tohoto zákona je stanovit obchodní aktivity Bausparkassen a zabezpečit úspory zákazníků uložené ve stavební spořitelně.

Hlavní normativní zásadou systému stavebního spoření je smlouva o stavebním spoření, jež určuje vztah mezi bankou a zákazníkem. Sestává ze čtyř prvků (viz níže uvedený graf):

- (i) Uzavření samotné smlouvy, jež stanovuje takové položky jako je částka smlouvy o stavebním spoření (např. 100 000,00 eur), výše úspor, výše splátek a úroková sazba úspor a úvěru. Podmínky smluv o stavebním spoření jsou stanoveny v tarifech, tj. každý tarif nabízí určitou kombinaci úrokových sazeb z úspor a vkladů s výší úspor a splátek úvěru placených zákazníkem.
- (ii) Doba trvání spoření, ve které zákazník ušetří maximálně 40-50% částky podle smlouvy o stavebním spoření (např. 40 000-50 000 eur).
- (iii) Doba přidělení: Protože systém stavebního spoření je řízen jako uzavřený systém, banky mohou přidělit formou úvěrů zákazníkům pouze naspořené finanční prostředky, jež předtím inkasovaly. Proto zákazníci podléhají čekací lhůtě, jejíž délka závisí na dostupnosti finančních prostředků. Pořadí výplaty úvěrů zákazníkům určují zvláštní pravidla. Úspory jsou vypláceny do přidělovacího fondu, jenž slouží pro výplaty úvěrů stavebního spoření. Přidělovací fond je rovněž doplňován splátkami úvěrů stavebního spoření.
- (iv) Doba splácení úvěru: Zákazník splácí svůj úvěr na základě dohodnuté úrokové sazby.

Obr. III. Základní zásady smlouvy o stavebním spoření



(b) Všeobecné podmínky a obchodní zásady

Obvykle Zákon o smluvních spořitelnách (CSB) Německa vymezuje roli stavebních spořitelen na trhu financování bydlení: přijímání vkladů stavebního spoření a poskytování úvěrů stavebního spoření. Tento druh podnikatelských aktivit jsou oprávněny provádět pouze Bausparkassen. Úvěry udělené stavebními spořitelnami mohou být použity pouze na financování bydlení, tj. výstavbu nebo koupi domu nebo bytu, koupi pozemku, rekonstrukci, modernizaci a splácení jiných hypotečních úvěrů poskytnutých různými finančními institucemi.

Zákon o smluvních spořitelnách stanovuje, že každá stavební spořitelna je povinna provádět své operace na základě Všeobecných obchodních zásad (GBP) a Standardních podmínek smluv o stavebním spoření (STCB). GBP určují čekací lhůty, složení přidělovacího fondu, finanční aktivity stavebních spořitelen, výpočet ocenění nemovitosti a postupy, kterými se řídí splácení vkladů. V rámci smlouvy o stavebním spoření STCB vymezují právní

vztah mezi zákazníkem a stavební spořitelnou. STCB obsahují předpisy týkající se například úrokových sazeb pro vklady a úvěry stavebního spoření, pořadí smluvních stran nárokových si úvěry stavebního spoření a požadovaného zajištění úvěrů a záruk, jakož i specifikace týkající se zvyšování objemů úvěrů a převoditelnosti a ukončení platnosti smluv o stavebním spoření.

(c) Požadavky a zvláštnosti obezřetnosti

Dozor nad Bausparkassen provádí Německá spolková finanční dozorčí agentura (BAFIN) a centrální banka. BAFIN vydává licence povolující Bausparkasse provádění obchodních aktivit. Rovněž schvaluje tarify smluv o stavebním spoření. Centrální banka monitoruje likviditu každé stavební spořitelny. Všeobecně jsou dozorčí aktivity centrální banky prováděny v souladu s existující legislativou týkající se monitoringu německého bankovníctví a dozoru nad ním.

V této souvislosti dozorčí orgány monitorují správné využívání přidělovacích fondů. Od stavebních spořitelen se očekává, že budou udržovat krátké a nepřetržité čekací lhůty (= dobu, kdy zákazník musí čekat, než mu bude poskytnut úvěr), aby bylo zamezeno velkým výkyvům v jejich věřitelských aktivitách.

Kromě toho jsou Bausparkassen povinny zamezit rizikům směnných kursů. V případě, že nabízejí smlouvy o stavebním spoření v zahraniční měně, musí vytvořit samostatné přidělovací fondy pro tyto smlouvy a zajistit jejich správné využívání (v souladu se Zákonem o stavebních spořitelkách).

3. Důležitost smluvních úspor na bydlení a stavebních spořitelen v Německu

(a) Jejich role v úvěrovém sektoru

Tabulka 1. Role Bausparkassen v úvěrovém sektoru (2000 - 2002). Všechna čísla jsou uváděna v miliónech eur

	2000	2001	2002
Výplaty úvěrů finančních institucí (včetně životních pojišťoven)	104 226	100 130	94 068
Výplaty úvěrů Bausparkassen	38 048	36 784	34 623
Prodej nových smluv			
§ Nové smlouvy o stavebním spoření	3 615 853	3 719 312	3 842 760
§ Úhrnná částka smluv	73 558,7	75 620,4	80 422,3
Příliv finančních prostředků do Bausparkassen	36 654,6	36 557,1	37 379,9
Úhrnný objem rozvah všech Bausparkassen	153 881,5	158 764,5	163 493,3

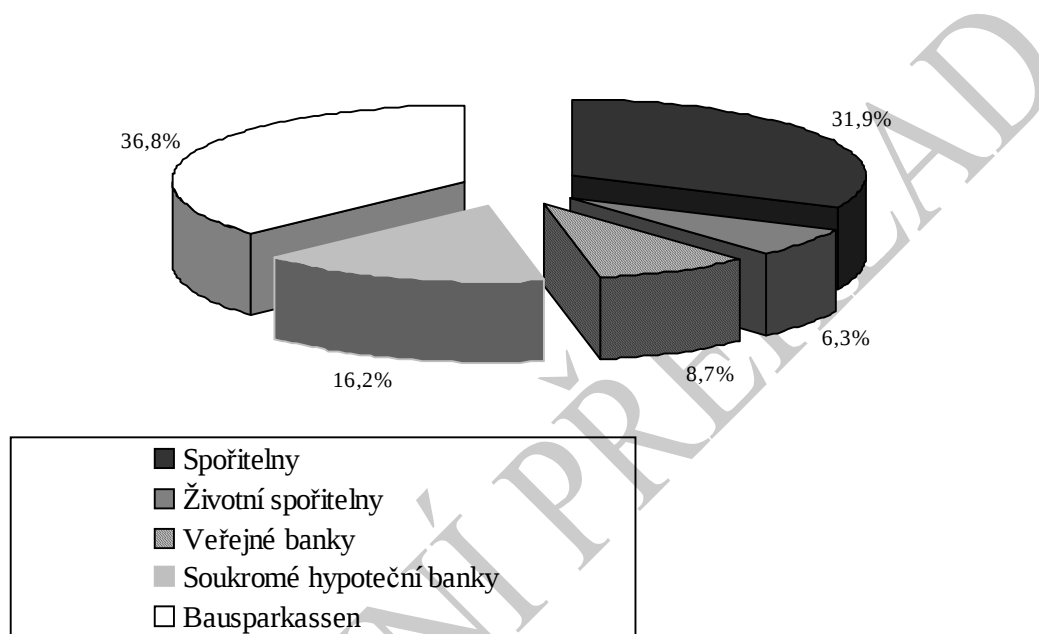
Pramen: Asociace soukromých stavebních spořitel, veřejné stavební spořitelny, Německá centrální banka

Shora uvedená tabulka ukazuje, že v roce 2002 výplaty úvěrů všech finančních institucí dosahovaly 94 miliard eur. Z této částky Bausparkassen vyplatily 34,6 miliard eur. Stavební spořitelny jsou proto jedním z nejdůležitějších poskytovatelů úvěrů na financování bydlení v Německu. Ačkoli čerpání úvěrů se snížilo, podíl úvěrů stavebních spořitelen zůstal nezměněn. Na financování těchto úvěrů stavební spořitelny v roce 2002 inkasovaly 37,4 miliard eur; tj. příliv finančních prostředků přesáhl odliv finančních prostředků.

(b) Důležitost Bausparkassen v sektoru financování bydlení

V roce 2002 tržní podíl Bausparkassen dosáhl 36,8 procent. Po nich následovaly spořitelny s tržním podílem 31,9 procent, což představuje objem úvěrů ve výši přibližně 30 miliard eur. Na třetím místě je tržní podíl soukromých hypotečních bank, jenž dosáhl 16,2 procent, přičemž objem úvěrů dosáhl výše 15,2 miliard eur. Veřejné banky vyplatily 8,2 miliard eur a životní pojišťovny vyplatily 6 miliard eur.

Obr. IV. Tržní podíl finančních institucí na hypotečních úvěrech v Německu (2002)



V Německu se objevila kombinace úvěru stavebního spoření a hypotečního úvěru, jako standardní nástroj financování bydlení. Finanční prostředky stavebního spoření obvykle představují zhruba 30 procent kupní ceny domu nebo bytu, zatímco hypoteční úvěry poskytované hypotečními bankami nebo jinými bankami pokrývají až 50 procent kupní ceny. Zálohy v hotovosti představují minimálně 20 procent kupní ceny. V důsledku toho systém stavebního spoření má doplňující funkci.

Za těchto okolností lidé používali finanční prostředky ze stavebního spoření na financování nové výstavby nebo koupě domu nebo bytu. Stavební spoření hraje klíčovou roli u kupujících prvního bydlení, zvláště mladých rodin, jež nemají dostatek vlastních finančních prostředků. Finanční prostředky stavebního spoření se rovněž osvědčily jako oblíbený nástroj financování projektů rekonstrukce nebo modernizace, jež obvykle vyžadují nižší objemy financování (tj. 10 000 až 20 000 eur). Hypoteční banky obvykle poskytují úvěry od 50 000 eur, protože nižší částky úvěrů pro ně nejsou ziskové. Jinou alternativou jsou spotřebitelské úvěry. Avšak úrokové sazby z těchto úvěrů jsou vždy podstatně vyšší než úrokové sazby z hypotečních úvěrů. Úvěry stavebního spoření jsou nabízeny s úrokovými sazbami v rozmezí 4 až 5 procent ročně, zatímco cena spotřebitelských úvěrů je o 600 až 800 bazálních bodů (BP) vyšší než úrokové sazby stavebního spoření.

4. Aktiva těchto podnikatelských aktivit

Systém stavebního spoření spojuje proces spoření s procesem poskytování úvěru. Oba procesy jsou úzce spojeny. Tento zvláštní závazek Bausparkasse je třeba brát v úvahu při hodnocení systému stavebního spoření. V následujícím odstavci analyzujeme nejprve úvěrovou část systému stavebního spoření a poté spořicí aktivity.

(a) Standardní produkty pro financování bydlení

Jakmile zákazník splní své smluvní závazky stanovené ve smlouvě o stavebním spoření, stavební spořitelna je povinna poskytnout úvěr (= rozdíl mezi částkou smlouvy o stavebním spoření a zaplacenými úsporami). Podmínky úvěru stavebního spoření jsou stanoveny v době uzavření smlouvy o stavebním spoření; zákazník a Bausparkasse se dohodnou na určitém tarifu, jenž vymezuje podmínky doby trvání spoření i doby trvání úvěru.

Tabulka 2. Tarifní podmínky standardní smlouvy o stavebním spoření

Počáteční poplatek	1 procento smluvní částky
Měsíční splátky během doby trvání spoření	0,4 nebo 0,5 procent smluvní částky
Minimální doba trvání spoření	18 měsíců
Minimální výše úspor	40 procent smluvní částky
Měsíční splátka	0,6 procent smluvní částky
Průměrná doba splácení	maximálně 11 let

Pramen: Asociace soukromých stavebních spořitel, veřejné stavební spořitelny

Ve shora uvedené tabulce jsou uvedeny standardní podmínky smlouvy o stavebním spoření. Zákazník určí částku úvěru prostřednictvím smluvní částky. Kvalifikace pro přidělení úvěru je podmíněna ukončením doby spoření (= minimální částka úspor a minimální doba spoření).

Úvěry stavebního spoření jsou nabízeny do maximálního poměru LTV 80 procent, zatímco všeobecné banky a hypoteční banky poskytují hypoteční úvěry do maximálního poměru LTV 60 procent. Tyto rozdílné poměry LTV odrážejí dělbu práce mezi bankami a stavebními spořitelny.

Úvěr stavebního spoření je splácen prostřednictvím pravidelných splátek, jež sestávají ze splácení jistiny a plateb úroku. Zákazník má kdykoli právo provést předčasné splátky, jež jsou bezplatné.

Aby byla překlenuta doba přidělení (= doba, do které bude zákazníkovi přidělen úvěr), Bausparkassen nabízejí zákazníkovi přechodné financování podle tržních podmínek. Výše a doba trvání tohoto překlenovacího úvěru je určována výší úvěru stavebního spoření a dobou jeho přidělení. Překlenovací úvěr je splácen prostřednictvím úvěru stavebního spoření.

(b) Podmínky smluvního vztahu s dlužníkem

V systému stavebního spoření čekací lhůta vyrovnává nabídku finančních prostředků a poptávku po nich (systém určovaný časem a částkou). Aby bylo určeno pořadí přidělení jednotlivých úvěrů, Bausparkassen odkazují na číselné hodnocení, jehož cílem je měření

spořicí výkonnosti každého střadatele. Výpočet tohoto čísla bere v úvahu částku finančních prostředků a dobu, kdy střadatel smlouvy o stavebním spoření dával své úspory k dispozici společenství stavebního spoření s ohledem na celkové závazky Bausparkasse. Čím vyšší je hodnota tohoto hodnocení, tím dříve se zákazník bude kvalifikovat pro přidělení úvěru stavebního spoření.

Střadatel může snížit dobu přidělení vyššími úsporami. Avšak konečné načasování přidělení úvěru závisí na celkovém objemu finančních prostředků, jež jsou k dispozici Bausparkasse formou úspor plus plateb splátek a úroku. Proto Zákon o CSB brání Bausparkassen v uzavírání jakýchkoli závazků výplaty jednotlivých smluv o stavebním spoření v předem stanovené datum, protože Bausparkassen nejsou schopny určit budoucí příliv finančních prostředků v době uzavírání smluv.

Úvěry stavebního spoření jsou obvykle zajištěny podřízenou hypotékou. Zákazník je rovněž dovoleno předložit náhradní zajištění formou úspor, obchodovatelných cenných papírů nebo bankovní záruky, atd. U úvěrů do výše 15 000 eur Bausparkassen nevyžadují hypotéku. Namísto toho přijímají ustanovení o negativní záruce, tj. prohlášení předloženém dlužníkem, že nezastaví nemovitost nezatíženou hypotékou jiným věřitelům, dříve než bude konzultovat Bausparkasse. V souladu se Zákonem o CSB, podíl úvěrů stavebního spoření bez zástavy je omezen.

(c) Doplnkové produkty a distribuční kanály

Produkty stavebního spoření jsou prodávány prostřednictvím prodejní sítě Bausparkassen (zástupců, poboček) nebo partnerských sítí poboček (bank nebo pojišťoven) nebo kombinace obojího, protože Bausparkassen jsou často součástí finanční skupiny. V této souvislosti produkty stavebního spoření patří k širokému sortimentu produktů financování bydlení. Jsou často prodávány jako nezbytná podmínka získání běžného hypotečního úvěru.

Protože produkty stavebního spoření jsou kolektivními produkty, pro životaschopnost tohoto systému je důležité hluboké proniknutí na trh. Proto je nejdůležitějším prodejním kanálem Bausparkasse síť zástupců. Zástupci Bausparkasse jsou zaměstnanci na plný úvazek, zaměstnanci na částečný úvazek nebo dokonce zaměstnanci na volné noze. Všechny tyto skupiny jsou pravidelně školeny, za účelem udržování přiměřeně kvalifikovaného personálu. Dalším prodejním kanálem je Web, jenž je používán ve větší míře v posledních pěti letech.

5. Pasíva těchto podnikatelských aktivit

(a) Základní zásady refinancování

Refinancování úvěrů stavebního spoření je prováděno výhradně z úspor a splátek již přidělených úvěrů. V souladu se Zákonem o CSB Bausparkassen mají rovněž právo vydávat hypotekární zástavní listy. Tyto hypotekární zástavní listy nepodléhají určitým dobám splatnosti. Obvykle jsou tyto finanční prostředky vytvářené prostřednictvím emisí hypotekárních zástavních listů používány pro refinancování překlenovacích úvěrů.

Kromě toho Bausparkassen jsou oprávněny prodávat nebo zastavovat nároky vznikající na základě úvěrů stavebního spoření na sekundárním trhu. K dnešnímu dni Bausparkassen odkazovaly na syntetické transakce s MBS.

Aby čekací lhůty byly krátké a důsledné a aby byly vyloučeny velké výkyvy úvěrových aktivit, Bausparkassen nesmí převádět všechny příchozí finanční prostředky na úvěry. Tyto volné finanční prostředky mohou být investovány pouze v souladu s přísnými pravidly. Bausparkassen například nesmí kupovat akcie ani provádět sekundární transakce (termínové obchody, opce, zajišťovací investiční fondy), ani transakce s nástroji v zahraničních měnách (swapy). Formami investic jsou mimo jiné vklady v bankách a bankovní obligace nebo vládní obligace jakož i pokladniční poukázky vlády Německa nebo srovnatelné nástroje Evropské unie a jejích členských států.

Kromě toho Bausparkassen je dovoleno používat tyto volné finanční prostředky k poskytování překlenovacích úvěrů. Avšak podíl překlenovacích úvěrů nesmí přesáhnout 70 procent finančních prostředků přidělených zákazníkům stavebního spoření na úvěry stavebního spoření, avšak dosud jimi nepřevzatých. Maximální doba trvání těchto úvěrů je 48 měsíců. Úvěry, jež přesahují dobu trvání 36 měsíců, nesmí přesáhnout 25 procent finančních prostředků přidělených zákazníkům stavebního spoření na úvěry stavebního spoření, avšak dosud jimi nepřevzatých.

Dalším nástrojem stabilizace systému stavebního spoření je rezervní fond. Na Bausparkassen je požadováno, aby odváděly do tohoto rezervního fondu určité procento svých nepřidělených finančních prostředků. Rezervy jsou používány v dobách poklesu nových podnikatelských aktivit stavebního spoření, za účelem udržení stejné, co nejkratší délky čekacích lhůt. Proto lze vyloučit podstatné prodloužení čekacích lhůt.

(b) Rizika převzatá institucí při přidělení úvěru

Řízení rizik Bausparkasse se soustředí na následující rizika portfolia úvěrů:

- Úvěrové riziko: Protože střadatel prokázal během doby trvání spoření svou schopnost zahrnout do svého rozpočtu a rezervovat část svého příjmu na úspory během delšího období (minimálně čtyři nebo pět let), toto chování pravděpodobně svědčí o spolehlivosti dlužníka. V důsledku toho úvěr zákazníkovi stavebního spoření je považován za méně rizikový než úvěr průměrnému dlužníkovi. Tento předpoklad může být potvrzen nízkými úroky z prodlení Bausparkassen, jež se pohybují v rozmezí 0,02 procent jejich celého úvěrového portfolia.
- Riziko likvidity může být způsobeno nedostatečnými finančními prostředky pro splnění budoucích úvěrových požadavků. Možnost schodku hotovosti vzniká, jakmile hotovost z nových vkladů a existujících splátek úvěru je nedostatečná pro financování úvěrových závazků (tj. úvěrů střadatelům, jež ukončili dobu trvání svého spoření). Rozsah rizika likvidity je určován třemi faktory. Za první dobou trvání úvěrů a úložkových vkladů: čím delší jsou doby splatnosti úspor a doba trvání úvěru, tím nižší je riziko likvidity. Za druhé, násobkem poměru úvěru vůči úsporám: čím vyšší je tento násobek, tím vyšší je riziko likvidity. Za třetí povahou úvěrového závazku: riziko likvidity je nižší, pokud banka určí financování úvěrového závazku.
- Riziko úrokové sazby je v uzavřeném systému stavebního spoření omezeno návrhem smlouvy. Úrokové sazby z úspor a úvěru jsou pevné po celou dobu trvání smlouvy a nemění se s měnícími se tržními podmínkami.

6. Role státu související s metodou stavebního spoření

(a) Pomoc zákazníkům

Zákazník Bausparkasse má právo na státní podporu formou bonusu z jeho úspor. Avšak výplata tohoto bonusu podléhá limitům příjmů (zdanitelný roční příjem do výše 25 600 eur pro jednu osobu a do výše 51 200 eur pro manželský pár) a je spojena s minimální dobou spoření sedm let. Pokud zákazník použije své finanční prostředky ze stavebního spoření pro účely bydlení během tohoto období sedmi let, není povinen vrátit bonus. Pokud střadatel splní tato kritéria, získá bonus ve výši 8,8 procent svých ročních úspor, do maximální výše 45,06 eur (pro jednu osobu) nebo 90,11 eur (pro manželský pár). Vláda neuděluje žádné daňové výjimky na smlouvy stavebního spoření.

Výplata bonusu není upravena Zákonem o stavebních spořitelnách, nýbrž jiným zákonem nazývaným Zákon o bonusech z úspor určených na bydlení (*Wohnungsbauprämienengesetz*). Cílem tohoto zákona je rovněž podpora jiných modelů spoření s bonusem určeného na bydlení. K dnešnímu dni byly jedinými finančními institucemi nabízejícími tyto produkty Bausparkassen.

(b) Pomoc institucím

Neexistuje žádná institucionální pomoc stavebním spořitelnám v Německu.

7. Trendy dalšího vývoje této metody

Zintenzivňování konkurence, větší transparentnost trhu a vysoké požadavky zákazníků v posledních letech vedly k poklesu marží a poplatků a ke zvýšení tlaku na racionalizaci, jež ze své strany způsobila značné změny na trhu financování bydlení. Dřívější ostře vymezené rozdíly mezi bankovními a pojistnými produkty se stále více stírají. Zatímco v minulosti byla hlavní pozornost soustředěna na vytváření nových distribučních sítí, v posledních letech se zvýšila konkurence na straně produktů, zvláště prostřednictvím rostoucí důležitosti soukromých penzijních plánů.

Bausparkassen čelí tvrdé konkurenci z důvodu nízkých stabilních úrokových sazeb na kapitálových trzích, jež přiměly ostatní finanční instituce (zvláště pojišťovny), aby vstoupily na trh financování bydlení, protože jsou schopny nabízet úvěry s úrokovými sazbami, jež jsou často jen mírně vyšší než úrokové sazby úvěrů stavebního spoření.

Bausparkassen reagovaly na tento vývoj zavedením tarifů s nižšími úrokovými sazbami z úvěrů a delšími dobami splatnosti, za účelem znovuzískání své výhody oproti úrokovým sazbám kapitálových trhů. Kromě toho zlepšily flexibilitu smluv o stavebním spoření rozšířením možností účastníků stavebního spoření přizpůsobit smluvní podmínky jejich individuálním potřebám. V dnešní době jsou nabízeny tarify maximalizující úrokovou návratnost úspor a tarify s velmi nízkými úrokovými sazbami z úvěrů stavebního spoření. Zákazníci mohou dokonce měnit podmínky svých smluv po uzavření počáteční smlouvy, pokud se jejich preference změní.

Během posledních dvou let Bausparkassen měly prospěch z hlubokého poklesu cen akcií. Kromě toho rostoucí problémy státních penzijních plánů nutí lidi hledat bezpečné investice, za účelem zajištění vypočitatelných penzijních opatření, za jejichž důležitou součást

je považováno bydlení. V důsledku toho příliv úspor do Bausparkassen se v roce 2003 zvýšil o 9,9% na 27,8 miliard eur.

Kromě Německa je systém stavebního spoření nedílnou součástí národního systému financování bydlení v Rakousku, České republice, na Slovensku, v Maďarsku a Chorvatsku a dle očekávání bude v roce 2004 zaveden v Rumunsku. Mimo Evropu systémy stavebního spoření rovněž zavedly Indie a Čína (od roku 2004).

V Rakousku objem prodaných smluv na stavební spoření vzrostl z 5,05 miliónů v roce 2002 na 5,14 miliónů v roce 2003. Bausparkassen poskytly úvěry ve výši 2,07 miliard eur, což představuje přibližně jednu čtvrtinu celkového objemu úvěrů na bydlení v této zemi. Stejně jako v Německu zákazníci mají právo na bonus z úspor, jenž je spojen se vznikem výnosu na sekundárním kapitálovém trhu. V roce 2002 tento bonus dosáhl výše 4,5 procent. Maximální výše úspor kvalifikujících se pro státní podporu je 1 000 eur ročně na jednu osobu. Tudíž maximální bonus dosáhl výše 45 eur. Zákazníci obdrželi od vlády celkem 145 miliónů eur.

V roce 1999 rakouské stavební spořitelny zavedly pohyblivé úrokové sazby, z důvodu rostoucí konkurence úvěrů v zahraničních měnách (zvláště švýcarských francích a japonských jenech), jež se v oblasti financování bydlení staly velmi populárními. Riziko úrokové sazby pro zákazníka se snížilo zavedením limitu úvěrů stavebního spoření a úspor stavebního spoření.

B. Hypotekární zástavní listy (Dánsko)

1. Vývoj této metody v Dánsku po Druhé světové válce

Hypoteční úvěrový systém, převzatý z Německa přibližně před 200 lety, byl zaveden v Dánsku z důvodu nedostatku kapitálu pro dlouhodobé úvěry na bydlení; přeměna nemovitostí na likvidní finanční prostředky byla omezována slabou legislativou a regionálně roztržitými kapitálovými trhy. Kromě toho finanční prostředky centrální vlády a místních samospráv nebyly schopny podporovat bydlení.

Hypoteční úvěrový systém zavedl zprostředkovatele mezi jednotlivé dlužníky (nebo vlastníky nemovitostí) a věřitele (nebo investory). Tímto zprostředkovatelem byla asociace dlužníků, jež všichni přijali společnou právní odpovědnost za své úvěry. Tato vzájemná solidarita zvýšila úvěruschopnost každého dlužníka. Asociace dlužníků mohla sdružovat úvěrové požadavky jednotlivých dlužníků a vydávat hypotekární zástavní listy pro investory, za účelem refinancování úvěrů. Tyto hypotekární zástavní listy byly kryty hypotékami jednotlivých dlužníků a závazkem vzájemné solidarity všech dlužníků. Kromě toho tyto asociace byly schopny akumulovat své vlastní finanční prostředky, jež sloužily jako krytí jejich emisí hypotekárních zástavních listů. Postupně se transformovaly na hypoteční banky.

2. Podmínky právního rámce používání metody hypotekárních zástavních listů hypotečními bankami

Tento systém vychází z přesných právních definic každého kroku tohoto procesu, jež jsou stanoveny Zákonem o hypotečním úvěru:

(i) Hypoteční listina, jež je vydávána dlužníkem pro hypoteční banku po zápisu do veřejného registru. Tento registr zajišťuje jasné vymezení každé nemovitosti a úplnou transparentnost existujících břemen na každé nemovitosti. Hypoteční banka přijme tuto soukromou listinu, pouze pokud je klasifikována dostatečně vysoko v porovnání s ostatními registrovanými nároky.

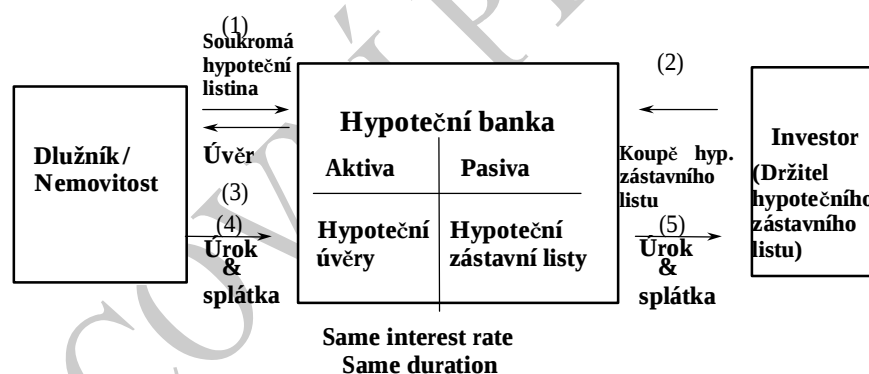
(ii) Hypotekární zástavní list má zvláštní právní status, protože právo jej vydávat mají pouze hypoteční banky. Hypoteční banky podléhají zvláštní legislativě a doзору. Legislativa omezuje jejich aktivity na poskytování hypotečních úvěrů. Tato zvláštní legislativa rovněž stanovuje limit velikosti úvěru v porovnání s hodnotou nemovitosti. U úvěrů na bydlení je poměr LTV 80 procent.

(iii) Ocenění zastavené nemovitosti musí vycházet z přísných pokynů, jež jsou součástí předpisů vydaných dozorčím orgánem, jenž monitoruje aktivity hypotečních bank (*Finanstilsynet*).

(a) Všeobecné podmínky a zásady podnikatelských aktivit

Níže uvedený graf znázorňuje zásadu vyváženého účetnictví dánského hypotečního systému.

Obr. V. Zásada vyváženého účetnictví dánského hypotečního systému



Aby bylo možno financovat koupi nebo výstavbu domu nebo bytu, vlastník nemovitosti vydá standardní soukromou hypoteční listinu (1) pro hypoteční banku. V této listině je vymezena částka úvěru, doba trvání úvěru, velikost splátek a úroku, jež budou placeny dlužníkem hypoteční bance. Hypoteční banka sečte všechny jednotlivé žádosti se stejnou úrokovou sazbou a stejnou dobou splatnosti a vydá na základě těchto žádostí hypotekární zástavní listy, jejichž podmínky budou totožné s podmínkami uvedenými v jednotlivých hypotečních listinách.

Teoreticky hypotekární zástavní list může být vrácen dlužníku. Avšak dlužník obvykle požádá banku, aby tento hypotekární zástavní list (2) prodala na kapitálovém trhu jeho jménem. Dlužník získá zpět výnos z prodeje hypotekárního zástavního listu prostřednictvím hypoteční banky (3).

Dlužník splácí úvěr v pravidelných časových intervalech (například každé tři měsíce). Každá měsíční splátka sestává z tří částí: úroku, jistiny a poplatku hypoteční bance na pokrytí jejích administrativních nákladů, výdajů na poskytování úvěrů, atd. (4). Hypoteční banka

převede platby úroku a jistiny na držitele hypotečních zástavních listů (5). Současně akumuluje splátky dlužníků, jež byli kryti stejnou emisí hypotečních zástavních listů, a čerpá příslušný objem hypotečních zástavních listů. Hypoteční banka udržuje přesnou rovnováhu mezi svými zbývajícími nároky vůči dlužníkům (na straně svých aktiv) a svými zbývajícími dluhy vůči držitelům jejích hypotečních zástavních listů (na straně svých pasív), prostřednictvím neustálého snižování hodnoty nesplacených hypotečních zástavních listů.

Závěrem lze říci, že tento systém vychází ze zásady vyrovnaného účetnictví; každý úvěr od hypoteční banky je vyrovnán hypotečními zástavními listy ve stejné výši, stejné doby splatnosti, při stejné úrokové sazbě, ve stejné měně. Tato rovnováha je udržována během doby trvání úvěru, protože splátky na straně aktiv jsou vyrovnávány snižováním hodnoty hypotečních zástavních listů v oběhu na straně pasív. Tento systém tak zajišťuje 100procentní financování prostřednictvím vydávání hypotečních zástavních listů a snižuje riziko nerovnováhy aktiv a pasív.

(b) Požadavky a zvláštnosti obezřetnosti

Hypoteční banky podléhají direktivám Evropských společenství týkajícím se obezřetného dozoru. Tyto direktivy vymezují prvky vlastních finančních prostředků pro úvěrové instituce, solventnost požadovanou pro vyrovnávání úvěrového rizika, obchodních rizik a provozních rizik.

Jako další ochrana inspirovaná EU byl zaveden Garanční fond pro vkladatele a investory. Chrání zákazníky úvěrových institucí před ztrátami v případě, kdy úvěrová instituce není schopna vrátit cenné papíry (vlastněné zákazníkem), jež jsou v její bezpečné úschově nebo podléhají jejím postupům řízení nebo spravování. Zvláštní dánský předpis týkající se obezřetnosti hypotečních bank stanovuje, že minimálně 60 procent vlastních finančních prostředků hypoteční banky musí být investováno do hypotečních zástavních listů kótovaných na burze.

3. Důležitost hypotečních zástavních listů a hypotečních bank v zemi původu

(a) Jejich důležitost v úvěrovém sektoru (role úvěrové nabídky)

Čísla za září 2002 ukazují celkové nesplacené úvěry od všech úvěrových institucí (komerčních bank, spořitelén a hypotečních bank) pro domácnosti a nefinanční společnosti, jež dosahují výše 2 009 miliard dánských korun (270 miliard eur), což odpovídá 145 procentům hrubého národního produktu (HDP). Přibližně 63 procent všech nesplacených hypotečních úvěrů je poskytováno hypotečními bankami.

(b) Jejich důležitost v sektoru financování bydlení

V níže uvedené tabulce jsou uvedeny hrubé nové úvěry (tj. nové úvěry před odečtením splátek ve stejném období) a nesplacené úvěry rozdělené podle kategorií hypoték:

Tabulka 3. Hypoteční úvěry rozdělené podle kategorií hypoték
(v miliardách DKr)

	1999		2000		2001	
	Nové úvěry	Nesplacené úvěry	Nové úvěry	Nesplacené úvěry	Nové úvěry	Nesplacené úvěry
Bytové jednotky						
Obývané vlastníky	189	614	111	647	215	705
Nájemní bydlení	29	218	30	228	34	237
Komerční prostory						
Zemědělství	48	130	24	134	46	134
Výroba, řemesla	15	38	5	38	10	39
Kanceláře, obchody	33	76	12	77	24	82
Jiné kategorie	5	18	2	18	5	21
Celkem	319	1 094	184	1 142	334	1 218

Pramen: Realkreditrådet

Vyjádřeno v eurech, čísla za rok 2001 odpovídají 45 miliardám eur za nové úvěry a 164 miliardám eur za nesplacené úvěry na konci tohoto roku.

Hypoteční banky pokrývají více než 90 procent všech úvěrů sektoru bydlení v Dánsku. Komerční banky a spořitelny poskytují překlenovací financování na koupi bydlení a na projekty výstavby, avšak jakmile je nový vlastník zapsán do veřejného registru a jakmile je odhadnuta hodnota nového projektu, vlastník se obrátí na hypoteční banku, aby mu poskytla trvalé financování, protože náklady hypotečních úvěrů jsou nižší než náklady bankovních úvěrů.

Hypoteční banky rovněž hrají důležitou roli jako zdroj financování pro fixní investice podniků. Jejich pozice na trhu je podporována skutečností, že ve struktuře soukromých podniků v Dánsku převládají malé a střední podniky. Na rozdíl od větších společností nemohou vydávat firemní obligace a namísto toho spoléhají na financování svých základních prostředků prostřednictvím hypotečních úvěrů.

4. Aktiva těchto podnikatelských aktivit

(a) Standardní produkty pro financování bydlení

Hypoteční banky nabízejí následující úvěrové produkty:

- Tradičním hypotečním úvěrem je anuitní úvěr na 30 let s pevnou úrokovou sazbou, s právem dřívějšího splacení nominální hodnoty bez postihu. Jsou k dispozici rovněž úvěry na kratší dobu (například 10, 15 nebo 20 let). Hypoteční úvěry jsou financovány a vyrovnávány vypověditelnými anuitními hypotekárními zástavními listy.

- Hypoteční úvěr s pohyblivou úrokovou sazbou je anuitní úvěr na 30 let, s úpravou úrokové sazby každý rok (nebo každé 2 nebo 3 roky, maximálně však 10 let). Tyto úvěry jsou k dispozici s jakoukoli dobou splatnosti do 30 let. Banka upraví úrokové sazby podle svých nákladů na finanční prostředky v době stanovení úrokové sazby na příští období. Tyto úvěry jsou financovány a vyrovnávány prostřednictvím nevypověditelných hypotekárních zástavních listů s konečnou splátkou jistiny. V případě předčasného splacení dlužník musí odkoupit vydaný hypotekární zástavní list za tržní cenu.

- Pouze úročená hypotéka je úvěr s pevnou úrokovou sazbou na 30 let. Dlužník však platí pouze úrok. Jistina bude splacena na konci doby trvání úvěru.
- Úvěr podléhající indexaci již není nabízen. Platby a částka úvěru podléhaly Indexu spotřebitelských cen (CPI). Tyto úvěry byly financovány a vyrovnávány prostřednictvím hypotekárních zástavních listů podléhajících indexaci.
- Euro úvěr: hypoteční banky nabízejí stejný typ úvěrů. Avšak jejich hodnota je stanovena v eurech, namísto dánských korun.

Kromě manipulačního poplatku, jenž je přičten k úrokové sazbě úvěru, hypoteční banky účtují vysoký počáteční poplatek přibližně 200,00 eur. Kromě toho místní správní orgány nebo soudy účtují poplatek ve výši 1,5 procent jistiny za zápis listiny do veřejného registru.

(b) Podmínky smluvního vztahu s dlužníkem

Ačkoli hypoteční úvěry jsou přidělovány hypotečními bankami neodvolatelně, dlužníci mají právo kdykoli splatit svůj úvěr. Postupy předčasného splácení se řídí zásadou vyrovnaného účetnictví, jež vyžaduje, aby dlužníkova splátka úvěru byla vyrovnána stejným snížením nesplacených hypotekárních zástavních listů, jež zpočátku financovaly tento úvěr.

V této souvislosti dlužník může uplatnit své právo předčasného splácení koupí hypotekárního zástavního listu na trhu (nebo požádáním hypoteční banky, aby tak učinila). Zdá se, že tento přístup je pro něj vhodný, pokud je cena tohoto hypotekárního zástavního listu nižší než nominální hodnota. Pokud cena financujícího hypotekárního zástavního listu vzroste nad nominální hodnotu, dlužník může splatit jistinu v její nominální hodnotě v hotovosti. Hypoteční banka poté čerpá (nebo vypoví) příslušný objem hypotekárních zástavních listů na trhu, a tak "přinutí" investora hypotekárních zástavních listů, aby je odprodal zpět za nominální hodnotu. Snadný přístup k předčasnému splácení úvěrů kombinovaný s rychlým poklesem úrokových sazeb v nedávných letech vedl k velké vlně předčasných splátek.

(c) Doplnkové produkty a distribuční kanály

Hypotekární zástavní listy jsou distribuovány prostřednictvím následujících kanálů:

- Vlastními kanály hypotečních bank jako jsou pobočky a přidružené realitní agentury: V tomto případě je úvěr poskytován v prodejních místech, zatímco dluhovou službu spravují hypoteční banky.
- Prostřednictvím sítě poboček komerčních bank: Ocenění úvěru je externě zadáno poskytující bance, avšak dozírá na ně hypoteční banka. Dluhová služba úvěru je rozdělena mezi banku a hypoteční banku.

Protože konkurence se během posledních 15 let zvýšila, přístup k distribučním sítím se stal hlavním parametrem volné soutěže. Zatímco hypoteční banky jsou omezovány menšími distribučními sítěmi, komerční banky mají konkurenční výhodu, díky jejich širokým sítím poboček. Proto hypoteční banky vytvořily svazy se skupinami realitních makléřů, aby zlepšily svou pozici na trhu.

5. Pasíva těchto podnikatelských aktivit

(a) Podmínky smluvního vztahu s dlužníkem

Jakmile hypoteční banky obdrží splátky (obvykle každé tři měsíce), příslušný objem hypotečních zástavních listů je stažen z trhu, aby vyrovnal tyto splátky, za účelem dodržení zásady vyrovnaného účetnictví (tj. obnovy požadované rovnosti nesplacených úvěrů dlužníků a objemu hypotečních zástavních listů v oběhu).

Tato pravidelná čerpání nutí investory (nebo kupující hypotečních zástavních listů), aby reinvestovali splacené finanční prostředky po každém čerpání, za účelem udržení svého portfolia. V této souvislosti jsou vypověditelné hypoteční zástavní listy obchodovány při mírně nižších cenách na trhu než nevypověditelné hypoteční zástavní listy, což poskytuje investoru marginálně vyšší úrokový výnos, zatímco dlužníci budou pravděpodobně hradit vyšší úrokové platby.

(b) Rizika přijatá institucí při udělení úvěru

Zásada vyrovnaného účetnictví slouží jako nástroj snížení rizika likvidity hypotečních bank. Kromě toho regulace neumožňuje žádnou nevyrovnanost způsobenou předčasnými splátkami. Protože banky jsou povinny vyrovnávat úrokové sazby úvěrů a hypotečních zástavních listů, riziko úrokové sazby se zdá být minimálním.

Jako zajištění úvěrového rizika funguje maximální poměr LTV ve výši 80 procent. Monitoring splácení úvěru je usnadňován skutečností, že splátky jsou placeny každé čtvrtletí a přibližně 80 procent všech splátek je prováděno jako přímé debetní platby. To znamená, že může být rychle zjištěn nedoplatek, protože banka dlužníka zruší dohodu o přímých debetních platbách. V tomto případě hypoteční banka kontaktuje dlužného zákazníka, aby s ním projednala možná řešení.

6. Role státu související s touto metodou

Dánský hypoteční systém je založen na tržním systému bez veřejných dotací. Byly však realizovány zvláštní plány úvěrů na úzce vymezené "sociální bydlení", jež umožňovaly vyšší limit poměru úvěru vůči hodnotě nebo pomalejší splácení, často kombinované s vládní zárukou.

Placení a splácení hypotečních úvěrů a úrokových plateb dlužníkem hypoteční bance a hypoteční bankou držiteli hypotečního zástavního listu podléhají běžným daňovým předpisům.

7. Trendy dalšího vývoje metody hypotečního zástavního listu

Hypoteční úvěry dosáhly tržního podílu 63 procent dánského úvěrového trhu. Tento důležitý tržní podíl je výsledkem nízkých úrokových marží a pokračujícího vývoje nových úvěrových produktů, jež umožňují dlužníku mít prospěch ze změn krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb vyvolaných trhem.

Na dánském trhu bydlení se projevují dva trendy. Za prvé staré hypoteční banky ztrácejí tržní podíl oproti novým činitelům, jež mají přístup k síti poboček přidružených bank.

Za druhé rychlý růst předčasného splácení v posledních letech vyžaduje úzký kontakt se zákazníky, aby byly zachovány tyto podnikatelské aktivity. V roce 2003 předčasné splátky představovaly přibližně 45 miliard USD neboli 35 procent vypověditelných hypotečních úvěrů.

V důsledku toho se rychlost splácení stala důležitým prvkem získávání zákazníků. Kromě toho pro přístup na trh je považována za rozhodující široká síť. V této souvislosti zákazníci rovněž očekávají vysokou úroveň finančního poradenství, jež vedla ke značným investicím do IT, za účelem spravování všech produktů, jež se kdykoli objeví na trhu.

V roce 1985 dánským hypotečním bankám bylo dovoleno zahájit aktivity v zahraničí v prostoru OECD. Dánské hypoteční banky se rozšířily do Německa a Velké Británie, často v souvislosti s dánskými exportními stavebními projekty.

Internacionalizace hypotečních bank byla bržděna financováním úvěrů, protože dánské orgány požadovaly na bankách, aby získaly finanční prostředky v zemi dlužníka. V Německu i ve Velké Británii se ukázalo, že je obtížné vydávat relativně malé emise hypotekárních zástavních listů. Avšak mezinárodní poskytování úvěrů bylo usnadněno prostřednictvím finanční deregulace provedené EU. V důsledku této deregulace bankám je dovoleno vydávat hypotekární zástavní listy, jejichž hodnota je uváděna v eurech na Kodaňské burze.

C. Sekundární zprostředkování (Spojené státy americké)

1. Vývoj této metody ve Spojených státech amerických po Druhé světové válce

Sekundární hypoteční trh se původně vyvíjel ve Spojených státech v 70. letech 20. století jako metoda prodeje hypotečních úvěrů (tj. dosažení mimorozvahového financování), za účelem snížení rizik (jak úrokové sazby, tak likvidity) spojených s poskytováním hypotečních úvěrů s pevnou úrokovou sazbou. Sekundární trh zahrnuje prodej hypotečních úvěrů (nebo portfolií úvěrů) nebo MBS podporovaných zvláštními fondy hypoték.²² Jako takový představuje převod rizik a vlastnictví hypotečních úvěrů na třetí osobu. Úvěry mohou být prodány specializovaným institucím nazývaným "conduits" nebo prostřednictvím nástrojů pro zvláštní účel (SPV), jež jsou samostatně kapitalizovány. Tyto subjekty získávají finanční prostředky prostřednictvím vydávání cenných papírů podporovaných nebo zajištěných úvěry.

Ve Spojených státech poskytování záruk na platby prostřednictvím cenných papírů vydávaných vládou sponzorovanými podniky (GSE) usnadnilo přijetí těchto cenných papírů investory. Tyto instituce jsou buď explicitně nebo implicitně garantovány federální vládou. Na sekundárním hypotečním trhu jsou aktivní následující GSE:

- Vládní hypotekární sdružení (GNMA) zvané Ginnie Mae zaručuje sdružování úvěrů poskytovaných hypotečními bankami. Tyto úvěry, jež jsou zaměřeny na kupující s nižšími/středními příjmy, jsou pojištěny Federální správou pro bytovou politiku (FHA). Ginnie Mae je vládou sponzorovaná agentura, jež garantuje včasné obdržení jistiny a úroku. MBS vydávané Ginnie Mae mají prospěch z nulové hodnoty rizika solventnosti, stejně jako pokladniční poukázky Spojených států. Investoři kupující tyto MBS proto nemusí přidělovat kapitál na podporu těchto nákupů.

²² MBS je převoditelný cenný papír, na základě kterého jsou měsíční platby jistiny a úroku a výnosy z úvěru dlužníka převáděny přímo na investora, s odečtením poplatků za dluhovou službu a záruku.

- Dále existují dvě federální agentury, jež hrají vedoucí roli na trhu: Federální korporace pro poskytování hypotečních úvěrů na bytovou výstavbu (FHLMC) neboli Freddie Mac, a Federální hypotekární sdružení (FNMA) neboli Fannie Mae. Emise MBS prováděné těmito agenturami jsou hodnoceny pouze 20procentním poměrem rizika solventnosti pro investory, v porovnání s mezinárodně dohodnutým 50procentním poměrem běžných hypoték na bydlení (Basilejská dohoda – BIS).

V důsledku implicitních vládních záruk jsou tyto agentury schopny poskytovat levnější zdroje financování než jiné zdroje (přibližně 50 procent bazálních bodů s ohledem na náklady na financování) a provozovat své aktivity s mnohem nižšími poměry kapitálu vůči aktivům než banky.

Během 80. a na počátku 90. let 20. století se Fannie Mae a Freddie Mac významně podílely na rozvoji sekundárních hypotečních trhů a na diversifikaci zdrojů financování pro depozitní instituce a jiné poskytovatele hypoték. V současné době tyto dvě instituce ovládají financování rezidenčního bydlení. Představují hypotéky o hodnotě více než 4 miliardy USD – neboli více než tři čtvrtiny hypoték na bydlení pro jednu rodinu ve Spojených státech – buď držbou majetku souvisejícího s hypotékami přímo nebo přijetím jejich úvěrového rizika.

2. Podmínky právního rámce pro používání této metody

(a) Právní základ této aktivity a hlavní normativní zásady

Sekundární zprostředkování vyžaduje následující rámec:

- Institucionální rozvoj specializovaných poskytovatelů úvěru, poskytovatelů služeb a poskytovatelů balíků cenných papírů;
- Právní a institucionální rámec, jenž poskytuje pobídky a postihy za účelem motivace těchto osob, aby plnily své povinnosti čestně a efektivně, což nebrání standardizaci hypotečních smluv, včetně podmínek a dokumentace;
- Právní a daňový rámec, jenž nebrání konkrétním krokům nezbytným pro vytváření cenných papírů a pro strukturaci cenných papírů tak, aby řešily úvěrové riziko a riziko předčasného splácení, a jenž neodrazuje investory jakéhokoli druhu – fyzické osoby, banky a jiné depozitní instituce, pojišťovny, penzijní fondy, vzájemné fondy, finanční společnosti, zámořské investory atd. od kupování a držby MBS; a
- Institucionální rámec trhů cenných papírů (makléři, obchodníci, tvůrci trhu, analytici, atd.), jenž umožňuje koupi a prodej cenných papírů.

(b) Všeobecné podmínky a zásady podnikatelských aktivit

Nyní jsou patrné výhody MBS. Přeměnou dosud (všeobecně) neobchodovaných a neobchodovatelných hypoték na likvidní cenné papíry²³ proces MBS rozšiřuje potenciální trh financování hypoték nad rámec financování stimulovaného vkladateli, jež je základem bankovního hypotečního systému. Proto zvyšuje nabídku financování na bydlení; koneční

²³ Z technického hlediska MBS není hypotéka, nýbrž nárok na převod cash flows hypotéky, s odečtením jakýchkoli poplatků účtovaných poskytovateli služeb, balíků služeb, atd.

poskytovatelé finančních prostředků mají volbu přímých investic do financování bydlení prostřednictvím koupě MBS (nebo prostřednictvím koupě akcií zprostředkovatelů, jež investují do MBS, jako jsou vzájemné fondy) nebo nepřímých investic do financování bydlení prostřednictvím vkladů v bankách. Na druhé straně zvýšení nabídky finančních prostředků by mělo snížit úrokové sazby. Kromě toho přidání hloubky trhů cenných papírů by měla učinit nabídku všeobecně pružnější, což by mělo umožňovat větší flexibilitu celého systému financování hypoték, jeho lepší přizpůsobení výkyvům poptávky po financování a menší tendenci k tlakům na likviditu stimulovaným nabídkou.²⁴

Existují však výhody rozšíření nabídky financování bydlení nad rámec bankovního systému, protože zavedení sekundárního zprostředkování znamená, že úrokové sazby v sektoru financování bydlení jsou nyní spojeny s širšími trhy cenných papírů a jejich výkyvy, jež tyto trhy ovlivňují, a nejsou výlučně určovány specializovanými věřiteli.

Stejně důležité je, že vytváření cenných papírů na základě hypotečních cash flows umožňuje rozdělení těchto toků na jemněji strukturované cenné papíry, jež mohou více odpovídat preferencím a toleranci investorů s ohledem na úvěrové riziko, dobu splatnosti a riziko předčasného splacení. Existují dvě metody rozdělení těchto toků: struktura prioritních/podřízených cenných papírů za účelem řešení úvěrového rizika a struktura více tranší zajištěného hypotečního závazku (CMO)²⁵ za účelem řešení rizika předčasného splacení. Jiným přímým způsobem rozdělení cash flows je jejich rozdělení na splátky jistiny (pouze jistina neboli PO) a platby úroku (pouze úrok neboli IO) a samostatný prodej cenných papírů PO a IO.

(c) Požadavky a zvláštnosti obezřetnosti

Dozor nad GSE je prováděn prostřednictvím Úřadu pro dozor nad federálními bytovými podniky (OFHEO). Tyto podniky nepodléhají standardnímu finančnímu dozoru a regulaci. Úkolem OFHEO je zajistit, aby oba podniky byly přiměřeně kapitalizovány a aby byly provozovány bezpečně. Regulační pravomoc tohoto Úřadu je podobná pravomoci ostatních finančních regulátorů Spojených států. Aby mohl plnit svůj úkol, OFHEO požaduje, aby tyto podniky splňovaly normy přiměřenosti kapitálu, a provádí kontroly. Úřad každé čtvrtletí klasifikuje kapitál podniků za použití ukazatele minimální výše kapitálu. Cílem minimální výše kapitálu není řešit zvláštní úvěrová rizika ani rizika úrokové sazby. Na GSE (vládou sponzorovaných podnicích) je však požadováno, aby měly v držbě dostatečný kapitál, aby odolaly 10letému období tlaku.

Kromě monitoringu přiměřenosti kapitálu OFHEO kontroluje finanční bezpečnost a solventnost GSE. Tyto kontroly zahrnují finanční analýzu na místě a mimo místo a kontrolní monitoring. Měly by identifikovat rizika spojená s aktivitami a produkty těchto podniků.

²⁴ Zůstává otevřenou otázkou, zda sekundární zprostředkování je inherentně efektivnější než systém zaměřený na vklady, bez zvláštních vládních a správních výhod, jež jsou spojovány s Ginnie Mae, Fannie Mae a Freddie Mac. Různé názory na toto téma viz Van Order (2000a, 2000b, 2000c, 2001) a White (2003).

²⁵ Zajištěný hypoteční závazek (CMO) je metoda placení cenných papírů, kde toky hotovosti SPV jsou rozděleny na několik tranší, přičemž každá tranše má jinou dobu splatnosti a prioritu. Tyto tranše, jež jsou často označovány jako kusy nebo cenné papíry A až Z, mají obvykle formu obligací. Různé tranše mohou být strukturovány podle cílů investorů týkajících se doby splatnosti a inherentních rizik. Obvyklé struktury CMO jsou následující: pouze úrok, pouze jistina, prvotřídní cenné papíry, inverzní cenné papíry, plánovaná třída amortizace, třída amortizace s určitým pořadím a cíli a obligace Z neboli přírůstková obligace. Mnohé z těchto cenných papírů často obsahují charakteristiky opcí. Souvisejícími strukturami jsou zajištěné závazky obligací a zajištěné závazky úvěrů.

Doplňují čtvrtletní odhad kapitálu těchto podniků. Lze si povšimnout, že metodologie a výsledné požadavky na kapitál se velmi liší od současných mezinárodních bankovních předpisů.

Fannie Mae a Freddie Mac jsou GSE a zároveň soukromými firmami vlastněnými akcionáři. Podle jejich stanov je úkolem obou podniků zajišťovat stabilitu sekundárního trhu hypoték na bydlení a podporovat celonárodní přístup k hypotečním úvěrům. V této souvislosti Kongres rovněž požadoval, aby tyto podniky podporovaly aktivity finančně dostupného bydlení pomocí nízkopříjmovým rodinám, aby získaly financování hypoték. To je důvodem, proč jim Kongres udělil zvláštní výhody, jež nejsou k dispozici ostatním soukromým společnostem aktivním v této oblasti. Tyto výhody zahrnují zproštění státních a místních daní z příjmů, přístup k úvěrové lince Ministerstva financí Spojených států ve výši 2,25 miliard USD a výjimku z registračních požadavků Komise pro burzy a cenné papíry (SEC).

3. Důležitost metody MBS a vydávání MBS ve Spojených státech amerických

(a) Jejich důležitost v úvěrovém sektoru (role nabídky úvěru)

Národní a mezinárodní banky jsou významnými držiteli cenných papírů agentur, jež zahrnují MBS Ginnie Mae, Fannie Mae a Freddie Mac, avšak rovněž přímé poskytování úvěrů Fannie Mae, Freddie Mac a systému Federálních bank pro poskytování úvěrů na bydlení. Druhou nejdůležitější skupinou jsou neameričtí investoři. Dalšími dvěma největšími držiteli těchto cenných papírů jsou vzájemné fondy a vzájemné fondy peněžního trhu, přičemž tyto čtyři největší skupiny představují celkem více než 50 procent držby těchto cenných papírů. Velkou změnou oproti předchozímu desetiletí je zvýšení držby těchto cenných papírů neamerickými investory. V roce 1991 tyto skupiny měly v držbě pouze 3,7 procent celkových cenných papírů, v porovnání se 14 procenty v roce 2001.

(b) Jejich důležitost v sektoru financování bydlení (tržní podíl, místo určení úvěrů)

V níže uvedené tabulce jsou uvedeny údaje pro jednotlivá léta týkající se celkové velikosti hypotečního trhu bydlení, měřené podle stavu nesplacených hypoték, a procenta hypoték vykazovaná držiteli různých druhů hypoték, včetně hypoték, jež jsou přeměněny na MBS. Jak můžeme vidět, procento hypoték, jež byly přeměněny na MBS, stále stoupalo; v roce 2001 MBS všech druhů představovaly více než polovinu hypoték na bydlení pro jednu rodinu a téměř třetinu hypoték na bydlení pro více rodin.²⁶ Kromě toho tyto údaje naznačují, že nevládní MBS, jejichž vydávání bylo zahájeno později než vydávání vládních MBS, rostly rychleji, zvláště v oblasti hypotečních úvěrů na bydlení pro více rodin.²⁷ Nicméně tyto údaje zřetelně naznačují, že celková účast vlády na hypotékách – vládních MBS a MBS “federálních a souvisejících agentur” – je značná: více než 50 procent u hypoték na bydlení pro jednu rodinu a téměř třetina hypoték na bydlení pro více rodin.

²⁶ Tato procenta poněkud nadhodnocují přítomnost MBS na trhu, protože zahrnují MBS, jež jsou součástí portfolií Fannie Mae a Freddie Mac. Avšak trendy jsou zcela zřetelné.

²⁷ Je pochopitelné, že existuje rychlejší růst nevládních MBS v oblasti úvěrů na bydlení pro více rodin. To je oblast s větší různorodostí, jež méně podléhá přístupu “kráječe koláče” značné části trhu upravených úvěrů pro jednu rodinu, jenž je základem MBS vydávaných Fannie Mae a Freddie Mac, což by mělo poskytovat ostatním emitentům MBS větší relativní výhodu.

Tabulka 4. Procentuální rozdělení nesplacených hypotečních úvěrů na bydlení v letech 1970 - 2001

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001
Hypotéky na domy a byty pro jednu rodinu (celková výše v miliardách USD) ^a	\$280	\$491	\$987	\$1 537	\$2 616	\$3 510	\$5 201	\$5 733
Komerční banky	15,0%	15,7%	16,2%	14,0%	17,4%	18,4%	18,6%	17,9%
Spořitelny	57,9%	55,8%	49,3%	36,0%	22,9%	13,7%	11,4%	10,8%
Životní pojišťovny	9,6%	3,7%	1,8%	0,8%	0,5%	0,3%	0,1%	0,1%
Federální a související agentury ^b	7,9%	7,7%	6,2%	7,2%	5,9%	6,5%	4,0%	3,8%
Fyzické a jiné osoby ^c	9,6%	11,4%	14,0%	15,5%	13,3%	10,6%	9,4%	8,7%
Vládní MBS ^d	0,2%	5,7%	12,3%	24,9%	37,8%	44,0%	47,0%	47,9%
Nevládní MBS	0,0%	0,0%	0,4%	1,6%	2,0%	6,5%	9,6%	10,3%
Hypotéky na domy a byty pro více rodin	\$60	\$101	\$141	\$205	\$287	\$277	\$418	\$455
Komerční banky	5,0%	5,9%	9,2%	11,2%	12,9%	15,5%	18,7%	18,7%
Spořitelny	36,7%	38,6%	38,3%	43,9%	32,1%	22,4%	14,6%	14,3%
Životní pojišťovny	26,7%	19,8%	14,2%	9,8%	10,1%	10,5%	8,1%	7,9%
Federální a související agentury ^b	5,0%	11,9%	10,6%	5,9%	12,2%	13,0%	9,8%	11,2%
Fyzické a jiné osoby ^c	26,7%	21,8%	22,0%	22,9%	30,0%	23,5%	21,5%	17,6%
Vládní MBS ^d	0,0%	1,0%	5,7%	6,3%	10,1%	9,4%	15,8%	18,0%
Nevládní MBS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	5,8%	12,0%	12,5%

Pramen: Federální rezervní systém

Poznámka: procenta pro každou kategorii, například komerční banky, představují “celé úvěry“, jež jsou v držbě a jež nebyly sekuritizovány. Součty nemusí tvořit přesně 100 procent, z důvodu zaokrouhlování.

^a Zahrnuje 1-4 bytových jednotek

^b Zahrnuje portfolio majetku Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, FHA, VA, Správy farmářských usedlostí, Federálních pozemkových bank a jiných federálních institucí.

^c Ostatní držitelé zahrnují hypoteční společnosti, trustové společnosti investující do nemovitostí, státní a místní úvěrové agentury, státní a místní penzijní fondy, úvěrové svazy a finanční společnosti.

^d Zahrnuje MBS, jež jsou součástí portfolia Fannie Mae a Freddie Mac.

Připojení MBS k již zavedenému systému zaměřenému na vklady, ke kterému došlo ve Spojených státech, dle očekávání rozšíří nabídku a sníží úrokové sazby, v porovnání s tím, co by jinak nastalo při absenci tohoto připojení. Bylo vynaloženo značné úsilí o analýzu důsledků zavedení a rozšíření MBS ve Spojených státech²⁸; tyto analýzy vykazují nejednoznačné výsledky. Ačkoli naznačují, že další sekuritizace vedla k nižším hypotečním úrokovým sazbám, je třeba se zmínit, že MBS neoddělily dopady explicitní ani implicitní vládní podpory od čistého dopadu vzniku MBS (i nevládních) na hypoteční úrokové sazby.²⁹

²⁸ Shrnutí jsou uvedena v Kolari et al. (1998) a USCBO (2001b).

²⁹ Bylo vynaloženo úsilí o identifikaci konkrétních dopadů, jež existence Fannie Mae a Freddie Mac má na úrokové sazby hypoték na bydlení, jež odpovídají jejich normám zajištění a limitu částky hypotéky (300 700 USD v roce 2002), které tyto agentury musí dodržovat. Nedávné odhady (USCBO 2001 a, 2001b) odhadují

Proto můžeme pouze vyvodit závěr, že dopady zavedení MBS na systém financování rezidenčního bydlení ve Spojených státech byly rozhodně značné, zvláště pokud zahrneme prvky vládní podpory, a proto přesná kvantifikace těchto dopadů teprve musí být provedena.

4. Aktiva těchto podnikatelských aktivit

Existuje potenciální nevýhoda systému, který používá MBS pro financování rezidenčního bydlení. V porovnání s bankovním systémem, vertikální desintegrace procesu financování, jež doprovází koncepci MBS, může vést k dalším problémům asymetrických informací. Při sekundárním zprostředkování poskytovatel balíku cenných papírů musí spoléhat na poskytovatele hypotečního úvěru, že poskytne dobré hypotéky, a kupující cenných papírů musí spoléhat na poskytovatele balíku cenných papírů, že poskytne dobré cenné papíry, a rovněž na poskytovatele služeb, že převede cash flows čestně a bude důsledně sledovat neplaticí dlužníky. Pokud jsou pobídkové mechanismy pro dobré plnění, pověst příslušných smluvních stran anebo penále za neplnění nedostatečné, sekundární zprostředkování může zaniknout, což povede ke ztrátám postižených investorů a nákladům na sociální přizpůsobení spojeným s nahrazením sekundárního zprostředkování něčím jiným.

5. Pasíva těchto podnikatelských aktivit

(a) Základní zásady refinancování

Fannie Mae a Freddie Mac se účastní dvou základních typů aktivit: koupě hypoték a vydávání MBS. Oba podniky kupují hypotéky na bydlení od poskytovatelů hypoték nebo věřitelů a buď tyto hypotéky zahrnují do balíku MBS za účelem jejich opětovného prodeje investorům na kapitálových trzích nebo ponechají tyto hypotéky ve svých vlastních portfoliích. Aby mohly financovat svá portfolia, tyto podniky vydávají kombinaci přímých a vypověditelných úvěrů na kapitálových trzích. Fannie Mae a Freddie Mac kupují hlavně běžné hypotéky na bydlení. Jejich stanovy stanovují maximální výši hypotéky na bydlení, kterou mohou koupit. Kromě velikosti úvěru hypotéky na bydlení musí splňovat pokyny těchto podniků týkající se poskytování záruk, aby byly vhodné ke koupi.

Ostatní instituce sekundárního hypotečního trhu podporují segmenty trhu, ve kterých tyto podniky nekupují nebo nemohou kupovat hypotéky na bydlení. Vládní hypotekární sdružení (Ginnie Mae) podporuje vládou zajištěný trh hypotečních úvěrů.

(b) Rizika přijatá těmito institucemi při poskytnutí úvěru

Vzhledem k růstu a rozsahu portfolií hypoték GSE Federální rezervní systém v současné době řeší problém implicitní úrokové sazby a rizik předčasného splácení těchto dvou institucí. Na rozdíl od mnoha vhodně kapitalizovaných úspor a úvěrů a komerčních bank, Fannie Mae a Freddie Mac se rozhodly, že nebudou řešit tato rizika držbou většího kapitálu. Namísto toho zvolily zvýšenou spekulaci, jež zvyšuje riziko úrokové sazby, avšak umožňuje jim zvýšit ziskovost dotovaných úvěrů v přímé návaznosti na míru jejich spekulace.

snížení o přibližně 25 bazálních bodů. Rozdíl má tendenci se během času měnit se změnou podmínek úvěrových trhů. Odhady v polovině 90. let 20. století stanovily tento rozdíl v rozmezí 25-35 bazálních bodů. Viz Hendershott a Shilling (1989) a Cotterman a Pearce (1996). Avšak tyto studie opět neizolují čisté dopady MBS na hypoteční úrokové sazby a neposkytují celkový kvantitativní odhad.

Bez očekávání vládní podpory v případě krize, tato spekulace by nebyla možná bez podstatně vyšších nákladů na finanční prostředky.

Investoři (tj. držitelé hypotekárních zástavních listů) musí brát v úvahu následující rizika:

- Úvěrové riziko, tj. riziko, že dlužník nesplatí úvěr. Tento problém převládá v případě MBS, kde dlužníky jsou domácnosti, jež nejsou známy investorům, jež kupují MBS.³⁰ Byla zavedena řada opatření zajišťujících investorům, že obdrží včasnou platbu úroku a jistiny. Těmito opatřeními jsou například maximální poměry LTV (80 procent), zdokonalení úvěru zajištěná emitentem hypotekárních zástavních listů, demografická a geografická diversifikace dlužníků a další záruky poskytovatele hypotečního úvěru.

- Riziko úrokové sazby spojené s hypotékami s pevnou úrokovou sazbou, pokud nejsou podporovány značným kapitálem, může představovat ještě větší problém než úvěrové riziko. Nestálost úrokové sazby spolu se schopností vlastníků domů a bytů předčasně splatit své hypotéky bez postihu znamená, že cash flows spojená s držbou hypotečního úvěru přímo nebo prostřednictvím MBS jsou velmi nejistá, i když pravděpodobnost neplacení je nízká. GSE obvykle řídí riziko úrokové sazby úpravou dob splatnosti aktiv a pasív.

- Riziko předčasného splacení: Charakteristiky hypoték týkající se pevné úrokové sazby spolu s absencí postihu v případě předčasného splacení znamenají, že držitelé těchto hypoték nebo MBS založených na těchto hypotékách jsou vystaveni značným rizikům předčasného splacení, protože pevná úroková sazba představuje pro dlužníky pobídku k refinancování jejich hypoték, jakmile úrokové sazby klesnou pod jejich původní smluvní výši o částku dostatečnou pro krytí transakčních nákladů refinancování.

- Co je pro MBS s pevnou úrokovou sazbou ještě důležitější, je, že protože předčasné splátky motivované refinancováním pravděpodobně vzrostou, jakmile poklesnou úrokové sazby, tyto předčasné splátky znamenají, že investor je nucen "předčasně" reinvestovat při nižší úrokové sazbě, než na kterou byly vydány MBS, jež jsou předčasně spláceny.³¹ Naopak předčasné splátky se pravděpodobně sníží, jakmile tržní úrokové sazby vzrostou nad původní smluvní úrokovou sazbu hypotéky, přesně v době, kdy si investor přeje, aby dlužník předčasně splatil hypoteční úvěr, tak aby investor mohl reinvestovat při vyšších tržních úrokových sazbách.

Kromě toho zajištění před rizikem předčasného splacení je složitým problémem, jenž vyžaduje koncepčně sofistikovaný rámec zajištění, zvláště v případě malého kapitálu. Opatření zaměřená na zmírnění rizika předčasného splacení zahrnují například strukturu emise MBS nebo použití modelů, jež umožňují předvídat preferenci určitých sdružení MBS.

6. Role státu související s touto metodou

³⁰ Tento přístup se liší od bankovní metody financování bydlení, kde banka jako poskytovatel úvěru, služeb a financování hypotečního úvěru získá značné znalosti o dlužníku; a vkladatelé (koneční financovatelé) spoléhají na solventnost banky, její dobrou pověst a bezpečnost a přiměřenost vládní úpravy týkající se bezpečnosti jejich investic.

³¹ Možnost předčasného splacení (vypovězení), jež je zahrnuta do hypotéky na bydlení, značně přispívá k riziku úrokové sazby, jež je obvykle spojeno s jakýmkoli dlouhodobým úvěrovým nástrojem s pevnou úrokovou sazbou.

Sekundární zprostředkování Spojených států silně spoléhalo na vládní a polovládní subjekty vydávající MBS. Není náhodou, že vládní a polovládní subjekty byly v procesu vydávání MBS důležité. Jak jsme se zmínili již dříve, MBS představují cenné papíry, jež jsou podporovány hypotékami vydávanými pro vlastníky domů a bytů, jež držitelé těchto cenných papírů neznají. Starost ohledně úvěrového rizika spojeného s těmito cennými papíry je pochopitelná. Okamžitým řešením tohoto problému jsou důvěryhodné záruky vládních a polovládních emitentů. Avšak tyto záruky nejsou bezplatné. Programy Ginnie Mae, Fannie Mae a Freddie Mac týkající se MBS představují potenciální závazek vlády Spojených států. Hrubá hodnota této dotace je odhadována na 119 až 164 miliard USD. Výpočty naznačují, že přibližně 42 až 81 procent tržní hodnoty GSE je důsledkem jejich implicitní dotace.³²

Zavedení sekundárního zprostředkování do již bankovně zaměřeného systému financování bydlení nevyhnutelně povede k určitému politickému a ekonomickému napětí vůči stávajícím poskytovatelům financování. Ačkoli tento typ napětí je nevyhnutelný, kdykoli jakákoli nová technologie vede ke vstupu nových účastníků do průmyslového odvětví, bankovní sektor mu podléhá zvláště často, z důvodu vysoké míry spekulace, jeho rozsáhlé regulace a zvláštní povahy bankovních rozvah. Hlavními pasívy jsou vklady, jež pravděpodobně budou mít explicitní nebo implicitní vládní záruku v případě nesolventnosti banky.³³ Tato potenciální napětí nejsou argumentem proti zavedení sekundárního zprostředkování, jež by jinak bylo rozumné, avšak jsou argumentem pro zvláštní regulační péči o bezpečnost a solventnost bank během jakéhokoli přechodného období.

7. Trendy dalšího vývoje této metody

Zavedení sekundárních hypotečních trhů napomohlo překonání geografického rizika, protože toto riziko mohlo být diversifikováno prostřednictvím regionů. Kromě toho tyto trhy napomohly překonání roztržetosti bankovního sektoru, jehož důsledkem byl lepší přístup k úvěru, protože dlužník již není závislý na místní bance, aby mu poskytla úvěr.

Růst portfolia úvěrů GSE způsobil starost regulátorům, zvláště Federálním rezervním bankám, jež je důsledkem předpokládané zvláštní výhody, jež brání úplné efektivnosti běžných omezení. Navzdory explicitnímu prohlášení o prospektu o obligacích GSE, jež nejsou podporovány úplnou důvěrou vlády Spojených států, většina investorů zřejmě dospěla k závěru, že v případě krize federální vláda zabrání GSE v neplacení jejich dluhů. Tato implicitní záruka nebyla vytvořena Kongresem, nýbrž ochotou investorů (přijmout nižší úrokovou sazbu z úvěrů GSE, než by jinak požadovali v případě absence podpory federální vlády).

Protože Fannie Mae a Freddie Mac si mohou půjčovat při dotovaných úrokových sazbách, jsou schopny platit vyšší ceny poskytovatelům hypoték za jejich hypotéky než jejich potenciální konkurenti. V důsledku toho postupně převzaly trh přizpůsobených hypoték. Tento proces poskytl oběma institucím účinný nástroj a pobídku pro dosažení velmi vysokého růstu jejich rozvah.

Průzkumy ukazují, že hodnota této implicitní záruky představuje více než polovinu kapitalizace cenných papírů těchto institucí. Kromě toho se zdá, že předávají málo ze svých výhod vlastníkům domů a bytů formou nižších hypotečních úrokových sazeb. Dotace GSE

³² Další podrobnosti viz Passmore (2004).

³³ Viz například White (1991, 2002).

podstatným způsobem nezvýšila vlastnictví domů a bytů, protože odhadovaný dopad hypotečních úrokových sazeb GSE je malý.³⁴

Nedávno Federální rezervní banky navrhly určité změny, za účelem lepšího monitoringu a regulace aktivit GSE; na jedné straně požadují vytvoření orgánu se stejnými pravomocemi jako bankovní regulátoři, s právem stanovovat vhodné kapitálové normy a s transparentním postupem uvalení konkursní správy na GSE, schváleným Kongresem. Na druhé straně Federální rezervní banky vyžadují limit vydávání úvěrů GSE a nákupu aktiv, hypoték i jiných nároků, jež mají ve své držbě.

³⁴ Průzkumem Feldmana (2001) bylo zjištěno, že hypoteční úrokové sazby se budou muset změnit o minimálně 200 bazálních bodů, aby měly více než nepatrný dopad na vlastnictví domů a bytů. Kromě toho, pokud jde o zajištění rizika poskytování financování na hypotéky nízkopříjmovým a středněpříjmovým domácnostem, bylo často prokázáno, že GSE zaostávají za FHA a jinými typy věřitelů (Bunce, 2002; Bunce a Scheessele, 1996).

A. Úvod

Aby byly konkurenceschopné, národní systémy financování bydlení musí mobilizovat a přidělovat kapitál efektivně.³⁵ Pokud finanční systémy získávají finanční prostředky – někdy za použití několika úrovní zprostředkování – prostřednictvím dobrovolných úspor, je třeba se zmínit minimálně o třech smluvních stranách účastnících se procesu finančního zprostředkování: dlužnících, věřitelích a vládě. Na druhé straně skupina věřitelů sestává z akcionářů a investorů finančních institucí, jež kupují své hypotekární zástavní listy nebo v nich mají úspory.

Následující analýza vychází s předpokladu, že hodnota každého systému financování bydlení musí být soustředěna na jeho potenciál zlepšení existujícího systému financování soukromých investic do nového bydlení, jakož i investic do rekonstrukce a hlavní údržby existujícího bydlení. Bez udržitelné soukromé poptávky po investicích a úvěrových produktech žádný soukromý finanční zprostředkovatel nezvolí dlouhodobou investici do budování institucí. V této souvislosti národní vlády mohou pouze usnadnit a stimulovat proces finančního zprostředkování, nikoli jej nahradit.

V centru zájmu dlužníka je stálá nabídka úvěru, rozsáhlá dostupnost úvěru a jeho finanční přiměřenost (viz kapitola C). Pokud je tato aktivita zároveň zisková, její přitažlivost pro investory a akcionáře finanční instituce se rovněž zvýší. Pro kapitálové věřitele musí být přitažlivost investic spojena s vysokou bezpečností (mobilizovaných) finančních prostředků, jakož i dostatečnou ziskovostí pro akcionáře finančních zprostředkovatelů (viz odst. D).

Pokud jde o realizaci systémů financování bydlení, vláda musí najít životaschopný způsob umožňující finančním institucím provádět podnikatelské aktivity, zatímco vláda může rozvíjet sektor bydlení a tak ovlivňovat ekonomiku. Tyto faktory určují realizační náklady systému financování bydlení (viz odst. E).

Na základě cílů vlády týkajících se politiky bydlení a potřeby investic do bydlení soukromých domácností vláda musí vyhodnotit různé systémy financování bydlení a rozhodnout, který systém nebo kombinaci systémů by měla podporovat.

Za účelem pomoci při volbě mezi různými systémy financování, doporučujeme, aby bylo provedeno vyhodnocení různých možností a vysvětleny argumenty pro a proti každému systému. Přehled tohoto vyhodnocení je uveden v této kapitole studie.

B. Analytický rámec hodnocení

Hodnocení různých systémů financování musí zahrnovat důsledky pro hlavní účastníky, dlužníky, věřitele a vládu. Všichni účastníci mají své vlastní cíle, často protichůdné, a proto je nezbytné shromáždit a systematicky utřídit argumenty pro a proti alternativním systémům a prezentovat je transparentním a komplexním způsobem činitelům přijímajícím rozhodnutí, za účelem zjednodušení jejich rozhodování. Komplexní hodnocení

³⁵ Srovnání systémů financování – zvláště bankou řízeného systému oproti trhem řízenému systému – je ústřední výzkumnou otázkou v řadě empirických studií, např. Allen a Gale, 2000 nebo Levine, 2002. Globální porovnání institucí soukromého financování bydlení lze nalézt v Nadlerovi, 2001.

finančních systémů sestává z dvou kroků. Cílem prvního kroku je vymezení cílů tří účastníků procesu finančního zprostředkování. V druhém kroku je vymezena řada ukazatelů za účelem měření výkonnosti finančních institucí s ohledem na jejich stanovené cíle.

Pokud to bylo možné, ukazatele byly vyjádřeny kvantitativně, jako příklady způsobů jejich měření. V některých případech však kvantitativní měření nejsou možná; v těchto případech jsou používány kvalitativní popisy.

Konečný výsledek hodnocení sestává z tří kontrolních seznamů, jež identifikují všechny aspekty analyzovaných systémů financování, jež jsou důležité pro tři strany účastníci se procesu financování. Politický činitel by mohl využít svého komplexního hodnocení při přijímání svého konečného rozhodnutí.

Pokud činitelé přijímající rozhodnutí chtějí používat jediné kritérium rozhodnutí ('celkový prospěch') pro každou z alternativ systému financování bydlení, musí být přijaty dva další hodnotící kroky, transformace a vyhodnocení cílových hodnot. Abychom ilustrovali praktickou aplikaci této metody, vyhodnotili jsme případové studie uvedené v kapitole IV v souladu s těmito postupy (viz Příloha IV).

Avšak pro politické činitele je nejdůležitější pochopit klady a zápory různých systémů financování bydlení. Další kroky, transformace do jednotného měřítka, a zvláště vyhodnocení různých zájmů, zahrnují subjektivní prvky, a měly by proto být tradičně ponechány činitelům přijímajícím rozhodnutí v rámci procesu jejich politického rozhodování. Volba záleží na nich.

Ústředním bodem následujícího hodnocení systémů financování soukromého bydlení proto je vymezení cílů tří stran účastnících se procesu financování a měření cílové výkonnosti prostřednictvím určitých ukazatelů a kontrolních seznamů (odstavce C-E).

Tento přístup byl aplikován na systémy prezentované v kapitole IV jako příklady. Avšak jiné existující systémy financování, prezentované v kapitole III a široce aplikované v celém regionu ECE, mohou být hodnoceny stejným způsobem.

V následujícím odstavci jsou popsány různé kroky, jež musí být přijaty v rámci navrhované koncepce hodnocení prostřednictvím tří případových studií.³⁶

C. Dlužníci

Při zvažování soukromých domácností jako dlužníků byly identifikovány tři hlavní aspekty financování soukromého bydlení: nabídka úvěrových produktů pro financování jejich investic do bydlení, dostupnost úvěrů a jejich finanční přiměřenost.

1. Nabídka úvěrů

Ukazateli pro hodnocení nabídky úvěrů pro dlužníky jsou existující portfolio úvěrů na bydlení věřitelů, kontinuita nových úvěrů, tržní podíly ve finančním sektoru a výše úvěrů s jejich dobami splácení.

(a) Portfolio úvěrů na bydlení

³⁶ Je třeba si uvědomit, že analýza přínosů je pouze jedním z mnoha hodnotících nástrojů

Částky jednotlivých úvěrů pro dlužníky v konečné etapě závisí na objemu jednotlivých investic do bydlení a tudíž na tom, zda se například financování týká rekonstrukce/modernizace nebo nové výstavby. Všechny tři metody financování popsané v kapitole IV jsou prezentovány s ohledem na soukromě vlastněné a specializované věřitele. V této souvislosti 'portfolio úvěrů na bydlení' měří nesplacené úvěry na bydlení jako procento portfolia nesplacených úvěrů (nebo celkových aktiv finanční instituce).

Bausparkassen nabízejí úvěr pro všechny druhy soukromých investic do bydlení, a proto mají portfolio úvěrů na bydlení téměř 100 procent. Zaměření sekundárních zprostředkovatelů Spojených států je jedinečné; v roce 2002 93 procent portfolia byly úvěry na vlastnické bydlení, a nikoli na hypotéky na bydlení pro více rodin ani úvěry na druhé domy a byty a pro kondominia. Dánské hypoteční banky udělovaly úvěry nejen na vlastnické bydlení (v roce 2001 představovalo 58 procent), nýbrž rovněž na obchodní nemovitosti (v roce 2001 představovaly 22,6 procent).

(b) Kontinuita nových úvěrů

Ačkoli diversifikace Bausparkassen i podnikatelské aktivity sekundárních zprostředkovatelů jsou nízké, existuje implicitní přínos pro dlužníky. U financování soukromého bydlení nové úvěry pro dlužníky pokračují i za obtížných makroekonomických podmínek. Z pohledu dlužníka úvěrové politiky byly vždy zkoumány s ohledem na půjčování 'za dobrého počasí'. Důvěra a příznivé přijetí dlužníky jsou upevňovány pouze pokud věřitelé dobrovolně a trvale poskytují úvěry i v dobách recese.

Bausparkassen jsou nuceny trvale půjčovat své inkasované úspory soukromým domácnostem. Proto empirická analýza ukazuje, že objem jejich financování v letech 1997 až 2001 zůstal mezi 35 až 36 miliardami eur, což vedlo k velmi malým změnám čistých nových úvěrů (přibližně 1,5 procenta). Na druhé straně objem financování německých spořitelien a hypotečních a komerčních bank poklesl z 122 miliard eur (1997/1998) na 84,7 miliard eur v roce 2001.

To podporuje ekonomické pravidlo, že věřitelé závislí na ekonomických trendech zvyšují ceny v dobách prosperity zdokonalováním nabídky kapitálu, což vede ke zvýšení poptávky po nemovitostech. S klesajícími cenami nemovitostí nebo zvyšujícími se sazbami kapitálových trhů je snižování nových úvěrů doprovázeno rostoucími úroky z prodlení pro existující dlužníky. V tomto ohledu finanční systémy mohou ohrozit dlouhodobou stabilitu trhů nemovitostí.³⁷ Poměrně nezávislé systémy jako je systém stavebního spoření mohou snížit cenové riziko v dobách ekonomického růstu, i riziko dostupnosti úvěru v dobách recese.

To platí rovněž pro nové úvěrové aktivity v Dánsku a Spojených státech, kdy obě země vykazují vyšší změny (u dánské nejvýznamnější společnosti na trhu například 69,42 procent v letech 1997 až 2001, z důvodu silné závislosti na vývoji úrokových a ekonomických trendů).

(c) Tržní podíly

³⁷ Llewellyn, D. The financial system and economic development: efficiency and stability (Finanční systém a ekonomický rozvoj: efektivnost a stabilita). Bangkok, 1997.

Z hlediska dlužníků vysoké tržní podíly mohou být za jistých okolností ukazatelem omezené nabídky a konkurence. Čím vyšší je úvěrová nabídka, tím vyšší může být finanční flexibilita dlužníků.

V důsledku trvalého poskytování úvěrů tržní podíl německých stavebních spořitelén na financování bydlení v letech 1997 až 2001 výrazně vzrostl, z 22,8 procent na 28,8 procent.

V Dánsku sedm hypotečních bank poskytuje 90 procent veškerého financování bydlení. Dvě největší instituce mají tržní podíl ve výši 78 procent, což, jak se zdá, nesnížilo intenzitu konkurence, s ohledem na ceny i nové produkty.

Portfolio hypoték nakoupených Fannie Mae a Freddie Mac, jakož i jejich nesplacených MBS, představovalo 39 procent hypoték na bydlení a 40 procent hypotečních úvěrů na bydlení pro jednu rodinu – bytových jednotek jedna plus čtyři – do konce roku 2000.

(d) Výše úvěru a doba splácení

Výše úvěru a požadovaná doba splácení mají rozhodující dopad na úrokovou sazbu a další poplatky, jež musí být placeny, protože zahrnují spekulativní dopad pro dlužníka: čím vyšší je výše úvěru a delší doba splácení, tím vyšší je podíl úrokové sazby na finanční dostupnosti úvěru.

Průměrný úvěr na základě smlouvy o stavebním spoření představuje 19 600 až 20 300 eur, což odpovídá nákladům na rekonstrukci a modernizaci průměrného domu nebo bytu pro jednu rodinu. Podle dostupných čísel téměř 70 procent finančních smluv o stavebním spoření je uzavíráno za tímto účelem. Avšak značná část finančních prostředků stavebního spoření je rovněž používána jako příspěvek na financování koupě nebo nové výstavby domu nebo bytu, protože německé banky obvykle půjčují maximálně 60 procent. Pokud takto získaný úvěr není dostatečný pro krytí celé potřeby financování, potom chybějící částka je poskytována prostřednictvím finančních prostředků stavebního spoření.

Průměrná výše úvěru od Fannie Mae přesahuje 100 000 USD. V roce 2002 průměrný objem nově udělovaných úvěrů vzrostl na 145 000 USD, což odpovídá průměrné ceně domu pro jednu rodinu ve Spojených státech.

Dánské hypoteční banky vykazují dokonce vyšší čísla; na konci roku 2002 43 procent všech hypoték udělených významnou společností na trhu dosáhlo v průměru výše 270 000 eur.

Vyšší částky úvěrů obvykle vedou k delším dobám splácení. V Dánsku a ve Spojených státech jsou tyto doby v rozmezí 25 až 30 let. Naopak úvěry stavebního spoření jsou spláceny během 6 až 11 let.

2. Dostupnost úvěru

Přístup k finančním prostředkům (dostupnost úvěru) určují normy poskytování záruk, například požadavky na zástavy nebo poměry příjmů, a distribuční a prodejní politika.

(a) Požadavky na zástavu

Proces stanovení hodnoty úvěru se u tří systémů financování bydlení liší; u věřitelů kapitálového trhu úvěruschopnost tradičně závisí na majetku, jenž má být zajištěn. Obvykle odečtou jisté procento od tržní hodnoty zástavy, aby vznikla bezpečnostní marže. Oba systémy kapitálových trhů vyžadují, aby první hypotéka byla zapsána ve výši individuální částky úvěru do národního systému registrace pozemků a vlastnických titulů.

Do roku 1981 dánští dlužníci společně odpovídali za všechny závazky své série hypotekárních zástavních listů. Kromě toho dánské hypoteční banky mají limit půjčování (LTV) ve výši 80 procent hodnoty úvěru. Při půjčování pro komerční a zemědělské účely dosahuje maximální LTV 60 procent. V roce 2002 80 procent celkového portfolia hypotečních úvěrů v Dánsku vykazovalo hodnoty LTV nižší než 50 procent.

Ačkoli ve Spojených státech neexistují žádné takové požadavky na zástavu, přibližně tři čtvrtiny všech hypoték od Fannie Mae vykazovalo v roce 2002 LTV nižší než 80 procent. Průměrný LTV se během posledních deseti let pohyboval v rozmezí 60 až 62 procent. U úvěrů přesahujících LTV 80 procent dlužníci musí předložit zdokonalení úvěru formou pojištění neplacení hypotéky. V letech 2000 až 2002 Fannie Mae a Freddie Mac snížily počet zdokonalených úvěrů z 38 procent na 27 procent.

Bausparkassen dodržují jiné úvěrové politiky. Nevyžadují zdokonalení úvěru. Namísto toho potenciální dlužník musí splnit svůj závazek předběžného spoření, tj. 40-50 procent smluvní částky, než se kvalifikuje pro úvěr stavebního spoření. Obvykle jsou úvěry stavebního spoření zajištěny prostřednictvím hypotéky druhého pořadí. V této souvislosti etapa povinného spoření může nahradit absenci úvěrové historie nebo špatně fungující vykazování příjmů. Tato funkce může být cenná na trzích, kde neexistuje úvěrový úřad nebo kde je právní rámec neúplný.

(b) Poměry příjmů: poměr plateb vůči příjmu (PTI) a poměr úvěru vůči příjmu (LTI)

Ve Spojených státech podrobná a standardizovaná úvěrová dokumentace spočívá v prokázání kvality zástav, jakož i úvěruschopnosti dlužníků.³⁸ Věřitelé vyžadují úvěrové výkazy o jejich hypotečních úvěrech, jež jsou vytvářeny za pomoci úvěrového úřadu. Tyto úřady provádějí bodování úvěrů, jež vyjadřuje schopnost dlužníků splácet své dluhy. Poskytovatelé hypotečních úvěrů používají tyto informace vedle svých vlastních výpočtů. Jejich normy poskytování záruk obvykle vyžadují poměr PTI přibližně 30:70, tj. míra splácení nesmí přesáhnout 30 procent čistého měsíčního příjmu.

V důsledku těchto vysokých norem se počet dlužníků v letech 1993 (úvěry Fannie Mae o hodnotě 2,82 miliónů USD/úvěry Freddie Mac o hodnotě 2,23 miliónů USD) a 2000 (úvěry Fannie Mae o hodnotě 1,73 miliónů USD/úvěry Freddie Mac o hodnotě 1,37 miliónů USD) prudce snížil (o 40 procent), navzdory rostoucímu celkovému objemu jejich portfolií hypoték.

Ačkoli oba sekundární zprostředkovatelé jsou povinni kupovat hypotéky o maximální velikosti spojené s ročním indexem cen domů a bytů ('upravené úvěry'), toto pravidlo neomezuje jejich úvěrové aktivity, protože ceny se v posledních letech neustále zvyšovaly. Proto se rovněž zvyšovaly poměry LTI. Poměry LTI ukazují, do jaké míry celková výše úvěru přesahuje roční příjem. V roce 2000 přibližně 60 procent jejich hypoték bylo udělováno

³⁸ Mahoney, P.E. and Zorn, P.M. The promise of automated underwriting: Freddie Mac's loan prospector (Příslib automatického udělení záruky: žadatel o úvěr od Freddie Mac), 1997.

dlužníkům s příjmy rovnajícími se národně odhadovanému průměrnému metropolitnímu příjmu nebo vyššími, což vedlo k průměrnému poměru LTI 2:7.

Poměry LTI pro zákazníky německého stavebního spoření mohou být vypočteny nepřímou; u 37-38 procent všech nesplacených smluv byl požadován bonus z úspor, jenž je udělován pouze soukromým domácnostem s čistým příjmem nižším než 51 200 eur. Vzhledem k průměrné smluvní částce (20 000 eur) a průměrným předběžným úsporám 50 procent jsou poměry LTI pro tyto zákazníky nižší než 0,2.

(c) Počet zákazníků

Pro soukromé domácnosti je hypoteční úvěr často největší investicí v jejich životě. Proto potřebují radu. Velké sítě poboček nejen zlepšují přístup k finančním prostředkům, nýbrž rovněž rozšiřují rozsah poradenských služeb. V této souvislosti kvalita a dosah metod financování mohou být měřeny počtem zákazníků (dlužníků).

V roce 2000 Fannie Mae a Freddie Mac společně dosáhly na jedno procento obyvatelstva země. Kromě toho 87 procent jimi koupených hypoték bylo uděleno dlužníkům v metropolitních oblastech s vyššími úrovněmi příjmů.

Dánským hypotečním bankám i německým stavebním spořitelnám se podařilo vstoupit na širší trh. V Dánsku hypoteční banky poskytly v roce 2002 hypoteční úvěry 35 procentům obyvatelstva. V roce 2001 více než 30 procent německého obyvatelstva uzavřelo smlouvu o stavebním spoření. Z důvodu rozsáhlé prodejní sítě stavební spořitelny dosáhly velmi rozšířené regionální distribuce.

(d) Půjčování od třetích osob

Pro potenciální dlužníky jsou často nejdůležitější distribuční a prodejní sítě. Jejich kvalita může být odhadnuta na základě míry půjčování prostřednictvím institucí třetích osob (partnerů).

Fannie Mae a Freddie Mac není dovoleno poskytovat hypotéky; zcela závisí na hlavních věřitelích jako jsou hypoteční společnosti a makléři, spořitelny a komerční banky. Hypoteční banky v Dánsku a Německu rovněž využívají především sítě poboček svých mateřských bank. Zatímco německé hypoteční banky obvykle volí své vlastní distribuční sítě a úřady, některé dánské hypoteční banky se snaží vybudovat svou vlastní distribuční síť za použití spolupráce nebo dokonce akvizic bank a zvláště realitních agentur, jež následuje za distribucí prostřednictvím Internetu nebo telefonického bankovníctví.

Tato dvousměrná distribuce je realizována podobně u stavebních spořitelen. Smlouvy o financování jsou buď uzavírány partnerskými institucemi (komerčními bankami nebo spořitelnami) v rámci finanční skupiny nebo jejich vlastním prodejním personálem a zákaznickými centry.

3. Finanční přiměřenost úvěru

Náklady na úvěry určují finanční přiměřenost úvěrů. Zahrnují nominální hypoteční úrokové sazby, provize a administrativní poplatky, ocenění nemovitostí a pojištění. Nominální úrokové sazby musí být porovnány s nejlepšími úrokovými sazbami (rozpětí) a inflačními

úrokovými sazbami (reálné úrokové sazby) a musí být vyhodnoceny s ohledem na možná rizika (likvidity a úrokové sazby), jež mohou nastat poté, co dlužníci získají své úvěry.

(a) Hypoteční úrokové sazby a poplatky

Ačkoli v každém systému financování bydlení existuje zřetelná převaha hypoték s pevnou úrokovou sazbou (FRM), nominální hypoteční úrokové sazby vykazují značné rozdíly. Bausparkassen v posledních 40 letech vykazovaly nominální úrokové sazby přibližně 6 procent ročně. Kromě toho účtují administrativní a servisní poplatky (přibližně 1,5 procent částky úvěru).

Náklady na úvěry ve Spojených státech zůstaly v posledních 20 letech na vyšší úrovni. Protože sekundární zprostředkovatelé ve Spojených státech nemohou poskytovat hypoteční úvěry, úrokové sazby těchto úvěrů určují hlavní věřitelé. Sekundární zprostředkovatelé pouze zvyšují poptávku po hypotékách, a proto způsobují, že ceny hypotečních úvěrů na sekundárním trhu rostou. Výsledný nižší výnos z MBS může způsobit klesající výnosy z hlavních hypotečních úvěrů na primárním trhu. Tímto způsobem jsou hypoteční úrokové sazby pro dlužníky na primárním trhu sníženy přibližně o 25 bazálních bodů³⁹ další poptávkou po hypotékách a MBS. Průměrné úrokové sazby FRM na trhu bydlení Spojených států začaly v 80. letech 20. století vysokými dvoumístnými čísly a dosáhly přibližně 6 procent ročně (viz rovněž Příloha V).

Kromě toho dlužníci musí nést další náklady na pojištění neplacení hypotéky. Na základě vládního pojištění neplacení hypoték (FHA) dlužníci musí provést předčasnou splátku 2,25 procent úvěru. Dále je jim účtován roční poplatek 0,5 procent vypočtený z nesplaceného úvěru (Sirota, 1998). U soukromého pojištění neplacení hypoték (PMI) jsou nabízeny nižší poplatky. Dokud dlužník nesplatí úvěr do hodnoty LTV 80 procent, bude mu účtován poplatek, přičemž první rok bude činit 0,8 procent z 90 procent LTV úvěru a v následujících letech splácení tento poplatek bude snížen na 0,35 nesplacené částky úvěru. Hrubé náklady na úvěr jsou proto podstatně vyšší než nominální úroková sazba (v posledních 30 letech dosáhly výše 10,46 procent; podrobný výpočet viz Příloha V).

V Dánsku (podobně jako na kapitálových trzích Spojených států) úrokové sazby klesly na 6 procent ročně. Kromě plateb úrokových sazeb dlužník musí platit hypoteční bance rizikový a administrativní poplatek. Tento poplatek pokrývá náklady na administrativu, ztráty, daňové platby a příspěvky do rezervních fondů věřitele. Svou výší 0,5 procent nesplaceného úvěru je poměrně nízký, v porovnání s výší úvěru. Kromě toho je účtován poplatek za akvizici, jež dosahuje výše jednoho procenta jistiny. Hypoteční banky rovněž účtují provizi za zvláštní služby, jako je převod úvěru na jinou banku.

(b) Rozpětí a reálné úrokové sazby

Pokud chceme zhodnotit výši nominální úrokové sazby, můžeme odečíst skutečnou míru inflace, za účelem výpočtu reálné hypoteční úrokové sazby. Kromě toho lze aplikovat porovnání nominálních hypotečních úrokových sazeb s nejlepší úrokovou sazbou, jež je udělována pouze prvotřídním dlužníkům. Oba systémy kapitálových trhů závisí na ekonomických trendech, jakož i na inflaci, jež vždy vede ke kladným reálným úrokovým

³⁹ USCBO. Federal subsidies and the housing GSEs (Federální dotace a GSE poskytující bydlení). Washington, 2001.

sazbám (přibližně tři procenta) a kladným rozpětím (nedávno ve Spojených státech přibližně 1,5 procent), v porovnání s nejlepší úrokovou sazbou.

Protože u metody stavebního spoření podíl FRM představuje 100 procent při průměrné úvěrové úrokové sazbě nezávislé na vývoji na kapitálových trzích ani na mírách inflace, docházíme k závěru, že v tomto systému změna reálných úvěrových úrokových sazeb jakož i rozpětí vůči nejlepším úrokovým sazbám musí být poměrně velká. Zatímco skutečná situace je u stavebních spořitelů a systémů kapitálových trhů podobná z důvodu téměř stejných nominálních podmínek, pro Bausparkassen byly v 80. a částečně 90. letech 20. století vykazovány negativní reálné úrokové sazby a negativní rozpětí. To není důsledkem právních omezení úrokových sazeb, nýbrž skutečnosti, že v tomto systému jsou dlužníci zcela zbaveni rizika úrokových sazeb.

(c) Riziko likvidity

V podnikatelských aktivitách spojených s poskytováním úvěru jsou nejdůležitější tři kategorie rizika (viz rovněž kapitola II): riziko neplacení/úvěrové riziko, riziko úrokové sazby a riziko likvidity. Na finančních trzích jsou tato rizika převedena na účastníky trhu, jež jsou schopni a ochotni je absorbovat. Zatímco ve všech třech systémech riziko neplacení musí převzít kapitáloví věřitelé, přijetí rizika u zbývajících dvou kategorií je jiné.

Dlužníci Bausparkassen musí nést riziko likvidity, protože nevědí předem, kdy bude úvěr vyplacen. Musí vzít v úvahu čekací lhůtu před získáním úvěru.

Proces udělování úvěru je transparentnější ve Spojených státech a v Dánsku, kde si zákazníci mohou vypočítat výši svého úvěru přímo na Internetu. Zákazníci dánských hypotečních bank a kapitáloví věřitelé Spojených států nenesou riziko likvidity, jež je charakteristické pro systém stavebního spoření.

(d) Riziko úrokové sazby

Zatímco riziko úrokové sazby v systému stavebního spoření je omezeno návrhem smlouvy, dlužníci v Dánsku a ve Spojených státech nesou riziko úrokové sazby, zvláště v případě hypoték s pohyblivou úrokovou sazbou. V obou zemích v posledních několika letech nabyly na významu hypotéky s pohyblivou úrokovou sazbou.

V roce 2001 nové úvěry prostřednictvím hypoték s pohyblivými úrokovými sazbami od dánských hypotečních bank přesáhly úvěry s pevnou úrokovou sazbou. Ve Spojených státech Fannie Mae v roce 2002 již koupila více než 10 procent hypoték s pohyblivou úrokovou sazbou.

Dánské hypoteční banky přijímají předčasné splátky bez jakýchkoli penále, protože zákazník má právo kdykoli předčasně splatit svůj hypoteční úvěr koupí svých hypotekárních zástavních listů na trhu, nebo splatit hypoteční úvěr zaplacením nominální hodnoty v hotovosti, pokud pro financování hypotečního úvěru byl použit vypověditelný hypotekární zástavní list. Ve Spojených státech jsou náklady volitelné předčasné splátky již zahrnuty do výpočtů rozpětí primárních věřitelů a jsou proto placeny dlužníky.

(e) Shrnutí kontrolního seznamu; subcíle, kritéria a hodnocení

V Tabulce 5 je uvedeno shrnutí subcílů a hodnocení dlužníků tří shora uvedených systémů financování. Očíslovaná záhlaví jsou subcíli a záhlaví s písmeny představují různé navrhované ukazatele. Pro tyto ukazatele existují rovněž navrhované hodnoty, jakož i informace o hodnotách nebo jiné typy příslušných informací. Některá hodnocení chybí, z důvodu chybějících dat nebo informací.

Tabulka 5. Kontrolní seznam pro dlužníky

DLUŽNÍCI	Systémy smluvních úspor na bydlení 'Bausparkassen' (Německo)	Sekundární zprostředkovatelé (USA)	Hypoteční zástavní listy (Dánsko)
1. Poskytnutí úvěru			
a) Portfolio úvěrů na bydlení; nesplacené úvěry na bydlení/portfolio nesplacených úvěrů, %	100	96	58
b) Kontinuita nových úvěrů; změny v nových úvěrech	1,5 (-97 to -01) 1997-2001		69,42 (-97 to -01) 1997-2001
c) Tržní podíly, %	28,8	39	90
d1) Částky úvěrů; LTV %	10 000/Max 80	100 000/Žádný požadavek	270 000/Max 80
d2) Doby splacení, v rocích	6-11	25-30	25-30
2. Dostupnost úvěru			
a) Požadavky na zástavu; LTV %	předběžné spoření; hypotéka druhého pořadí (není možná žádná zástava)	první hypotéka; 60-62 (posledních 10 let) (+ zdokonalení úvěrů; 27)	první hypotéka; 80% celkového portfolia hypotečních úvěrů <50
b1) PTI %		30	
b2) LTI %	< 0,2	2,7	
d) Počet zákazníků: % obyvatelstva	30	1	35
e) Úvěry od třetích osob; míra půjčování prostřednictvím institucí - třetích osob (partneři), %	45	100	
3. Finanční dostupnost úvěru			
a) Hypoteční úrokové sazby a poplatky, %	6 (administrativa a poplatky +1,5)	10,46 (včetně pojištění)	6 (rizika a administrativa +0,5)
b) Rozpětí (i) a reálné úrokové sazby (ii)	vysoké rozdíly (i); negativní (ii) (1973 až 1995)	1,5 (i); pozitivní 3,0 (ii)	pozitivní 3.0 (ii)
c) Rizika likvidity	Ano	Ne	Ne
d) Rizika úrokové sazby	Omezená návrhem smlouvy	Ano, u pohyblivých úrokových sazeb	Ano, u pohyblivých úrokových sazeb

D. Věřitelé

U kapitálových věřitelů jsou identifikovány tři hlavní aspekty: přitažlivost investic, bezpečnost finančních prostředků a ziskovost poskytování úvěrů pro akcionáře finanční instituce.

1. Přitažlivost investic

U refinancujících investorů finančních zprostředkovatelů, jež mohou být rozděleni na soukromé a institucionální investory, jsou pro hodnocení přitažlivosti investic důležité doby splatnosti, výnosy, rozpětí a reálné úrokové sazby (v porovnání s existující inflací).

(a) Doba splatnosti investic

Aby bylo možno zhodnotit spořicí a investiční produkty nabízené finančními institucemi, je třeba zhodnotit dobu splatnosti.

Dánské hypoteční banky, jakož i sekundární zprostředkovatelé Spojených států, nepřijímají žádné vklady. Refinancují své úvěry prostřednictvím zajištěných a nezajištěných hypotečních zástavních listů (více než 90 procent). V roce 2002 45 procent financování Fannie Mae tvořily krátkodobé prioritní úvěry (splacené během jednoho roku). Příslušné procento dánských hypotečních bank je mnohem nižší, avšak v posledních několika letech vzrostlo, jak lze vidět ve výroční zprávě nejvýznamnější společnosti na trhu pro rok 2002 (2001: 22 procent, 2002: 32 procent). Bausparkassen však refinancují více než 70 procent svých úvěrů prostřednictvím úspor.

(b) Podíl institucionálních investorů

Hlavními investory MBS ve Spojených státech (přibližně 85 procent) jsou pojišťovny, penzijní fondy, investiční fondy a centrální banky. Důležitou roli hrají zahraniční investoři, protože mají v držbě přibližně 34 procent všech hypotečních zástavních listů vydaných Fannie Mae a Freddie Mac. Banky Spojených států rovněž mají v držbě značné podíly těchto hypotečních zástavních listů (17,4 procent v roce 2002). Soukromé domácnosti hrají jen malou roli jako investoři (méně než 10 procent).

Držba hypotečních zástavních listů od Fannie Mae a Freddie Mac je výhodná pro americké banky a spořitelny, protože kapitálové požadavky na tyto hypoteční zástavní listy představují 1,6 procent, v porovnání s běžným kapitálovým požadavkem čtyři procenta v případě běžných bankovních hypotečních zástavních listů. Tato příznivá úprava úvěrů Fannie Mae a Freddie Mac obsahuje pobídku pro komerční banky, aby poskytovaly hypotéky a odkupovaly je zpět jako MBS, protože mohou vytvářet více likvidních hypotečních aktiv s nižšími kapitálovými požadavky.

V Dánsku počet zahraničních držitelů hypotečních zástavních listů rovněž vzrostl. Jejich podíl tvoří 12 procent (všichni institucionální investoři: 92 procent). Důvodem tohoto vývoje je, že hypoteční zástavní listy se těší zvláštním legislativním výhodám, jež jsou stanoveny v předpisech EU. Protože jsou uznávány jako zajištění vysoké kvality (stupeň 1), pojišťovny (v Dánsku 30 procent všech investorů do hypotečních zástavních listů) mohou umístit maximálně 40 procent svých aktiv do hypotečních zástavních listů vydaných jednou hypoteční bankou.

Ačkoli jim je to dovoleno, Bausparkassen zřídka vydávají hypotekární zástavní listy. Jejich hlavními základy financování jsou úspory od soukromých domácností (přibližně 80 procent všech dostupných finančních prostředků).

(c) Výnosy

Výnosy z hypotekárních zástavních listů a MBS se mění s vývojem trhu. Během posledních let se výnosy z dánských a amerických hypotekárních zástavních listů snížily z dvoumístných čísel na 5 procent ročně.

Úspory stavebního spoření nabízejí svým vkladatelům nízké výnosy (v posledních 20 letech průměrně 2,8 procent). Avšak nižší úrokovou sazbu z úspor vyrovnává volba získání úvěru s nižší úrokovou sazbou.

(d) Rozpětí a reálné úrokové sazby

Protože vládní úvěry mají obvykle dobrý rating, jejich výnosy jsou považovány za měřítko srovnání pro všechny ostatní úvěry. Z důvodu skutečnosti, že hypotekární zástavní listy jsou považovány za rizikovější než vládní úvěry, jejich rozpětí musí být pozitivní. Upravené rozpětí dánských hypotekárních zástavních listů v porovnání s vládními hypotekárními zástavními listy dosahuje přibližně 0,35 procent.

Rozpětí mezi MBS od Fannie Mae/Freddie Mac a pokladničními poukázkami Spojených států jsou velmi nízká, protože investoři do MBS berou v úvahu implicitní federální záruku. Proto mají nižší očekávání výnosů. Nedávné odhady ukazují výhodu financování těchto agentur ve výši 40 bazálních bodů v případě jimi vydaných úvěrů a 30 bazálních bodů v případě jejich MBS.⁴⁰ V současné době rozpětí přesahují o 30-120 bazálních bodů srovnatelné pokladniční poukázky Spojených států.

Reálné úrokové sazby z úspor stavebního spoření se mění podle měr inflace. Empirické údaje dokazují, že úrokové míry vkladů u Bausparkassen vedly u německých investorů v letech 1970 až 1997⁴¹ k negativní reálné úrokové sazbě z vkladů ve výši -0,5 procenta. Protože inflace v Německu během posledních pěti let byla nízká, stádatelé získali pozitivní reálnou návratnost. V této souvislosti vyplácený bonus dále zvyšuje reálnou úrokovou sazbu.

Na rozdíl od této skutečnosti investice do hypotekárních zástavních listů jakož i MBS ukazují v reálných hodnotách pozitivní návratnost přibližně 3 procenta (související s národními mírami inflace).

2. Bezpečnost finančních prostředků

Jiným klíčovým faktorem udržitelné mobilizace kapitálu je bezpečnost finančních prostředků. V této souvislosti investoři přihlížejí k inflaci a riziku reinvestic, riziku solventnosti a úvěrovému riziku a kapitálové přiměřenosti zvolené metody financování bydlení.

⁴⁰ USCBO. Federal subsidies and the housing GSEs (Federální dotace a GSEs poskytující bydlení). Washington, 2001.

⁴¹ Nadler, M. Internationale Wohnungsfinanzierung (Mezinárodní financování bydlení). Mnichov, Vídeň, 2001.

(a) Inflace a riziko reinvestic

Vzhledem k produktům s pevnou úrokovou sazbou, buď vypověditelným hypotekárním zástavním listům nebo vkladům, v každém z těchto tří systémů je riziko inflace (odkazující na reálné úrokové sazby) převedeno na investory.

V situaci rostoucích úrokových sazeb investoři, jež mají v držbě hypotekární zástavní listy a MBS, musí přímo nést riziko klesajících cen hypotekárních zástavních listů. Zákazníci stavebních spořitelen jsou postiženi, pouze pokud je růst úrokových sazeb způsoben inflací. Potom inflace pohltí hodnotu jejich úspor. V důsledku toho vznikne rozdíl mezi uspořenou částkou a plánovanou investicí do bydlení.

Tento problém by mohl být vyřešen pouze zavedením cenové indexace⁴²; zatím je toto řešení aplikováno dánskými hypotečními bankami pouze v omezené míře. Fannie Mae plánuje vydávání hypotekárních zástavních listů s vyšší ceny podléhající indexaci v polovině roku 2004.

V situaci klesajících úrokových sazeb, jež v současné době platí pro téměř každou zemi na světě, u investorů hypotekárních zástavních listů a MBS vzniká zvláštní riziko reinvestic, jež může být měřeno úrokovou sazbou vypověditelných dlužních úpisů v každém systému.

Zvláště u dánských investorů je hodnota tohoto rizika vždy vysoká, protože dlužníci mohou kdykoli předčasně splatit hypoteční úvěr koupí hypotekárních zástavních listů na trhu, nebo předčasně splatit hypoteční úvěr zaplacením nominální hodnoty v hotovosti. Z důvodu rostoucího počtu úvěrů s pohyblivými úrokovými sazbami, u kterých nesou riziko úrokové sazby dlužníci – nikoli investoři, výše vypověditelných anuitních úvěrů dánských hypotečních bank se v roce 2001 snížila přibližně na 70 procent (přičemž dřívější výše přesahovala 85 procent).

Na rozdíl od dánských investorů, investoři MBS ve Spojených státech čelí podstatně nižším rizikům klesajících úrokových sazeb. Jejich kapitálová mobilizace obvykle vychází pouze z vypověditelných úvěrů (nejdříve tři roky po jejich vydání) dosahujících výše maximálně 30 procent. Čtyřicet procent je financováno nevypověditelnými úvěry s pevnou úrokovou sazbou a zbývajících 30 procent úvěry s variabilní úrokovou sazbou.

(b) Solventnost

Protože někteří zákazníci Bausparkassen si nevezmou úvěr, stavební spořitelny mají určité likvidní rezervy, jež jsou používány pro uspokojování žádostí o úvěry. V posledních 25 letech likvidní rezervy dosahovaly výše 10 procent portfolia úvěrů (neboli 8 procent celkových aktiv).

Zatímco likvidní rezervy pro Fannie Mae, dosahující přibližně 0,2 procent celkových aktiv, jsou podstatně nižší, dánské hypoteční banky mají v průměru ve své rozvaze rezervy ve výši 7-8% (celková aktiva).

⁴² Nadler, M. Internationale Wohnungsfinanzierung, Mnichov, Vídeň, 2001.

V systému Spojených států a dánském systému určuje celkovou likviditu pro investora trh hypotečních zástavních listů. Může být kvantifikována podle objemu hypotečních zástavních listů, jež jsou v oběhu, nebo podle obratu hypotečních zástavních listů na základě jejich nominální nebo tržní hodnoty.

Americký i dánský trh hypotečních zástavních listů se zdají být vysoce likvidní. Například nesplacená nominální hodnota dánských hypotečních zástavních listů v roce 2001 dosáhla 199 miliard eur. Avšak nominální objem obchodování dosáhl přibližně 400 miliard eur.

(c) Úvěrové riziko

Z hlediska investorů hraje hlavní roli neplacení neboli úvěrové riziko. Nedoplatky a míry neplacení slouží jako ukazatel rostoucího úvěrového rizika. Bausparkassen vykazují velmi nízké míry neplacení, v rozmezí 0,02-0,05 procent celkových úvěrových podnikatelských aktivit. Bez předběžného a přechodného financování toto číslo klesá na 0,01 procent nesplacených úvěrů stavebního spoření. Systém stavebního spoření tudíž může být považován za nástroj snížení úvěrového rizika banky.

Nejnovější čísla týkající se neplacení úvěrů na bydlení od dánských hypotečních bank rovněž vykazují poměr nesplacených úvěrů 0,01. Toto číslo se zvýší na 0,2 procenta, pokud je zahrnuto poskytování komerčních úvěrů.

Systém Spojených států vykazuje podobná čísla u úvěrů s maximálním LTV 80 procent. Na druhé straně, míra neplacení v sektoru úvěrů se zdokonalením úvěru se zvyšuje na 1,3 procent všech nesplacených úvěrů. V důsledku toho se sekundární zprostředkovatelé ve Spojených státech v posledních dvou letech vzdali tohoto druhu půjčování.

Pro investory není důležitá jen míra neplacení, nýbrž rovněž pravidelné zveřejňování informací nezbytných pro hodnocení kvality hlavních hypoték. V této souvislosti oba systémy kapitálových trhů napomáhají šíření informací o kvalitě jejich emisí hypotečních zástavních listů (míry LTV, míry neplacení, typ hlavních aktiv, úvěrové bodové hodnocení dlužníků, atd.) Zvláště v systému Spojených států jsou tyto informace rozhodující, protože sekundární zprostředkovatelé ani neposkytují ani nespravují úvěry na financování bydlení. Proto jsou rozhodujícím prvkem tohoto systému ratingové agentury, jež hodnotí základní kvalitu každé emise MBS.

(d) Přiměřenost kapitálu

Pro investory je rozhodující stabilita finančních zprostředkovatelů. Proto ratingy těchto institucí rovněž berou v úvahu čísla týkající se vlastního kapitálu neboli přiměřenosti kapitálu.

Dánské hypoteční banky vykazují vysoká procenta vlastního kapitálu. Míry vlastního kapitálu do výše 6 procent celkových aktiv nebo 10 procent rizikově hodnoceného celkového kapitálu jsou rovněž výsledkem právních požadavků. Předpisy stanovují, že základní kapitál hypotečních bank musí dosahovat minimálně 8 procent jejich rizikově hodnocených aktiv.

Během posledních 30 let Bausparkassen vykazovaly míry vlastního kapitálu ve výši 4,8 procent.

Míry vlastního kapitálu sekundárních zprostředkovatelů Spojených států klesly z 3,3 procent v roce 1998 na 2,1 procent v roce 2002. Protože záruky na neplacení pro MBS jsou často vydávány mimo rozvahu, toto číslo je nízké, avšak přesto je dle příslušných předpisů dostatečné.⁴³ Tyto předpisy stanovují, že sekundární zprostředkovatelé jsou povinni mít v držbě minimální vlastní kapitál ve výši 2,5 procent, zahrnutý do aktiv rozvahy, 0,45 procent nesplacených garantovaných MBS a 0,45 procent ostatních mimorozvahových závazků.

Navzdory nízkým mírám vlastního kapitálu investoři považují riziko neplacení úvěrů Fannie Mae a Freddie Mac za nízké ze dvou důvodů. Zaprvé, oběma institucím se podařilo udržet své míry neplacení úvěrů na nízké úrovni, protože neustále převáděly riziko neplacení na primární věřitele nebo soukromé pojišťovny pojišťující riziko neplacení hypoték. V důsledku toho tyto společnosti vykazují v posledních letech zvyšující se hodnoty neplacení. Za druhé, investoři spoléhají na implicitní federální záruku na úvěry Fannie Mae a Freddie Mac.

(3) Ziskovost pro akcionáře

Ziskovosti finančních institucí pro akcionáře může být dosaženo vysokou efektivností nákladů, jakož i vysokými čistými příjmy a maržemi příslušné instituce. Oba tyto faktory mohou vést k přiměřené návratnosti vlastního kapitálu/aktiv a přiměřeným poměrům nákladů vůči výnosům.

(a) Efektivnost nákladů

Efektivnost je obvykle měřena prostřednictvím provozních nákladů s ohledem na portfolio úvěrů nebo celková aktiva finanční instituce.

U dánských hypotečních bank obvyklá marže úvěrů na bydlení dosahuje přibližně 0,5 procent. Toto číslo zahrnuje všechny náklady, počínaje náklady na poskytnutí úvěru a konče náklady na spravování hypotečních úvěrů. V roce 2001 se provozní náklady různých dánských hypotečních bank pohybovaly v rozmezí 0,1 až 0,4 procent celkových aktiv.

Fannie Mae vykazuje téměř nezměněné provozní náklady, jež představují 0,2 procent celkových aktiv (v rozvaze). Z důvodu absence poskytování hypoték a dluhové služby, administrativní náklady se snížily na 11,5 procent provozních výnosů.

Průměrné náklady Bausparkassen v posledních 30 letech dosahovaly 2 procent jejich celkových aktiv. Vyšší administrativní náklady jsou způsobeny značnými mzdovými náklady, protože prodej smluv stavebního spoření vyžaduje velké množství personálu. Další náklady jsou vynakládány na správu mnoha malých účtů.

(b) Čistý výnos a marže

Čisté úrokové marže dánských hypotečních bank se pohybovaly v rozmezí 0,3 až 0,6 procent. U sekundárních zprostředkovatelů Spojených států se toto číslo pohybuje v rozmezí 1,0 až 1,2 procent. Dánské hypoteční banky i sekundární zprostředkovatelé Spojených států dosáhli průměrného čistého výnosu z provizí přibližně 0,5 procent.

⁴³ Zákon o podnicích sponzorovaných vládou (Zákon o GSE z roku 1992) byl vydán jako součást Zákona o bydlení a rozvoji obcí z roku 1992, jenž obsahuje hlavní pravidla týkající se sekundárních zprostředkovatelů Spojených států.

V posledních 30 letech Bausparkassen získaly v průměru čistou úrokovou marži ve výši 3 procenta a čistý výnos z poplatků a provizí ve výši přibližně 1,5 procent částky nesplaceného úvěru.

(c) Návratnost vlastního kapitálu a aktiv

Během posledních 30 let Bausparkassen dosáhly ROE (návratnosti kapitálu) 7,3 procent a ROA (návratnosti aktiv) 0,3 procent. V Roce 2001 se ROE dánských hypotečních bank pohybovala v rozmezí 5,6 až 8,3 procent a ROA v rozmezí 0,2 až 0,38 procent.

ROE Fannie Mae, dosahující výše 26-29 procent, byla vyšší než ROE ostatních dvou systémů financování bydlení. ROA dosáhla během posledních 10 let výše 0,7.

Návratnost akcií sekundárních zprostředkovatelů Spojených států je více než dvakrát vyšší než návratnost akcií dánských hypotečních bank a německých stavebních spořitelů. Jedním z důvodů tohoto rozdílu je, že požadavky na kapitál a likvidní rezervu jsou ve Spojených státech nižší. Kromě toho američtí sekundární zprostředkovatelé jsou zproštěni státních a místních daní a poplatků Komise pro burzy a cenné papíry (SEC).⁴⁴

(d) Poměry nákladů a výnosů

Bausparkassen v posledních 30 letech vykazovaly provozní náklady téměř 95 procent. Dánské hypoteční banky vykazují poměry nákladů a výnosů v rozmezí 47 až 66 procent. Sekundární zprostředkovatelé Spojených států mají dokonce nižší poměry, pouze 17-21 procent výnosů.

(e) Shrnutí kontrolního seznamu; subcíle, kritéria a hodnocení

V Tabulce 6 je uvedeno shrnutí subcílů a hodnocení tří systémů financování pro věřitele. Některá z těchto hodnocení chybí, z důvodu chybějících údajů nebo informací.

Tabulka 6. Kontrolní seznam pro věřitele

VĚŘITELÉ	Systémy smluvních úspor na bydlení Bausparkassen (Německo)	Sekundární zprostředkovatelé (USA)	Hypoteční zástavní listy (Dánsko)
1) Přitažlivost investic			
(a) Doba splatnosti investic: krátkodobé/vypověditelné úvěry, %	70 (úložkové vklady; 3měsíční výpovědní lhůta)	45 (prioritní úvěry, splatné <1 rok)	32 (prioritní úvěry, splatné <1 rok)
(b) Podíl institucionálních investorů; %	0; (80 podíl soukromých domácností)	85; (34 podíl zahraničních investorů)	92; (12 podíl zahraničních investorů)
(c) Výnosy, %	2,8 (1970 až 1997)	5 (2001)	5 (2001)
(d1) Rozpětí; bazální body, %		30-120 BP	0,35 %

⁴⁴ Fannie Mae je kótována na Newyorské burze, a proto musí platit provizi a poplatky SEC.

(d2) Reálné úrokové sazby, %	-0,5 (1973až 1997)	3	3
2) Bezpečnost finančních prostředků			
(a) Riziko inflace a reinvestic;	předběžná podmínka = cenová stabilita; nulové riziko reinvestic	klesající úrokové sazby vedou k předčasnému splácení hypotečních úvěrů dlužníky	klesající úrokové sazby vedou k předčasnému splácení hypotečních úvěrů dlužníky
(b) Solventnost: likvidní rezervy/celková aktiva, %; objem hypotečních zástavních listů/obrat	10	0,2; vysoce likvidní	7-8; vysoce likvidní 199 miliard €/400 miliard €
(c) Úvěrové riziko: poměry neplacení úvěrů, %	0,02-0,05 (0,01, pokud je vyloučeno předběžné a přechodné financování)	0,01 (nezdokonalené úvěry); 1,3 (zdokonalené úvěry)	0,01 (soukromé bydlení) 0,2 (komerční prostory)
(d) Přiměřenost kapitálu: poměr vlastního kapitálu, %	4,8	2,1	6 (celkových aktiv) 10 (celkového kapitálu, jehož rizika jsou hodnocena)
3) Ziskovost pro akcionáře			
(a) Efektivnost nákladů: provozní náklady/celková aktiva, %	2,6	0,2	0,1-0,4
(b) Čistý výnos a marže; čistá úroková marže; čistý výnos z provizí/ poplatků, %	3; 1,5	1,0-1,2; 0,5	0,3-0,6; 0,5
(c) Návratnost kapitálu (RoE); Návratnost aktiv (RoA), %	7,3/0,3	26-29/0,7	5,6-8,3/0,2-0,38
(d) Náklady jako procento výnosů	95	17-21	47-66

E. Vláda

1. Vládní vyhodnocení systémů financování soukromého bydlení

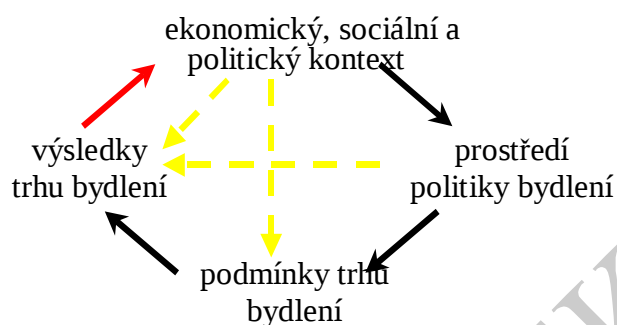
Vláda musí vyhodnotit politiky financování bydlení a rozhodnout, která politika spolu s vývojem financování soukromého sektoru bydlení nejefektivněji a nejúčinněji podporuje poptávku po bydlení a stimuluje nabídku a rekonstrukci, tj. zlepšuje národní situaci bydlení. V odstavcích C a D jsou uvedeny kontrolní seznamy a hodnoty subcílů, jež mohou být použity pro prokazování výhod a nevýhod různých systémů financování pro dlužníky a věřitele. Tyto kontrolní seznamy byly aplikovány na tyto tři systémy jako příklady.

Kromě tohoto typu systematických, komplexních informací vláda musí znát přímé a nepřímé dopady různých systémů financování na trh bydlení všeobecně, na situaci bydlení různých skupin domácností a na národní hospodářství, aby měla přiměřený základ pro rozhodování o vývoji financování soukromého bydlení.

Konečně rozhodnutí musí vycházet z ekonomických a institucionálních podmínek, ze zvláštních podmínek finančního sektoru a sektoru bydlení, jakož i z vládních nákladů i jiných důsledků pro vládu.

Politici činitelé musí zajistit, aby zřejmé přímé přínosy životaschopného a udržitelného systému financování soukromého bydlení pro soukromé dlužníky a věřitele rovněž zahrnovaly dosažitelné přímé a nepřímé přínosy pro národní vládu. Podle Angelova modelu⁴⁵ efektivní systém financování bydlení – jako součást ‘podmínek trhu bydlení’ a ‘prostředí politiky bydlení’ – může zlepšit výsledky národního hospodářství v oblasti trhu bydlení.

Obr. VI. Dosažitelné přínosy pro vládu



Angel zahrnuje do výsledků trhu bydlení ceny domů a nájemná, jakož i množství a kvalitu bydlení. Důsledky efektivního systému financování bydlení mohou měřit známé mezinárodní ukazatele⁴⁶. Kromě toho empirické práce Oswalda, Janßena-Timmena et al.⁴⁷ a mnoha dalších ekonomů⁴⁸ dokazují pozitivní vztah mezi těmito výsledky bydlení a ‘ekonomickým, sociálním a politickým kontextem’ dané země (viz shora uvedená čísla), jako jsou národní příjmy a zaměstnanost nebo finanční hloubka národního hospodářství.

Ačkoli není snadné dokázat příčinnou souvislost mezi přínosy a systémem financování bydlení, existují empirické studie⁴⁹, jež dokazují pozitivní korelaci mezi takovými kritérii jako jsou ‘portfolio úvěrů na bydlení’ a ‘HDP na hlavu’ nebo ‘finanční hloubka’ (= M2/HDP).

Nicméně metody financování bydlení jsou pouze jednou součástí ‘ekonomického, sociálního a politického kontextu’ (ve finanční a peněžní oblasti), ‘prostředí politiky bydlení’ a ‘podmínek trhu bydlení’ (viz shora uvedená čísla). Výsledky dosažitelných přímých a

⁴⁵ Angel, S. Housing Policy Matters – a Global Analysis (Problémy politiky bydlení – globální analýza). Oxford, 2000.

⁴⁶ Globální přehled výsledků týkajících se těchto ukazatelů (například výstavba bydlení, počet domácností na obývaný dům nebo byt, podlahová plocha na osobu, průměrná velikost domu, růst bytového fondu nebo čísla týkající se vlastnictví domů a bytů) lze nalézt v ‘městských ukazatelích’ (‘city and urban indicators’) UNCHS (viz např. Angel, 2000 nebo Flood, 1997).

⁴⁷ Janßen-Timmen, R. a Loeffelholz, H.D. a Moss, W. Gesamtwirtschaftliche und sektorale Auswirkungen des Eigenheimbaus (Celkové hospodářské a sektorální dopady výstavby vlastního bydlení). Essen, 2001; Oswald, A. A Conjecture on the Explanation for High Unemployment in the Industrialized Nations (Domněnky ohledně vysvětlení vysoké nezaměstnanosti v průmyslově vyspělých zemích). Warwick, 1996.

⁴⁸ Analýza vstupů a výstupů již dokázala dopady investic do bydlení na HDP/HNP mnoha zemí. Zároveň roste bohatství městského bydlení, protože hodnota jednotlivých domů a bytů v důsledku investic do bydlení roste, i když celkový počet domů a bytů zůstává stejný. Proto investoři do bydlení obvykle mohou zvyšovat svá nájemná, což vede k vyšší návratnosti investic. Pokud tomu tak je, vlády mohou privatizovat (další) veřejný bytový fond, čímž sníží veřejné náklady na jeho údržbu.

⁴⁹ Empirické studie nepřímých přínosů jsou popsány Demirgücem-Kuntem a Levinem (2001, 81-140), Angelem (2000, 220-231), Arimahem (2000), Buckleym a Tsenkovou (2001) a vycházejícím Schirmeisterem a Nadlerem (2004). Používají dostupné údaje o globálních ukazatelích měst a příměstských oblastí UNCHS.

nepřímých přínosů proto závisí na převládajících podmínkách konkrétní země. Jiné prostředí může změnit dosažitelné přínosy všech skupin účastníků procesu finančního zprostředkování.

Z tohoto tvrzení vyplývají dva důsledky: na jedné straně političtí činitelé musí vědět, jaké ekonomické, institucionální a zvláštní sektorové podmínky jsou požadovány pro odvozené přínosy. Možná, že potom bude nezbytné zahrnout výsledné náklady do realizace finančního systému.⁵⁰

2. Výsledná opatření a náklady na jejich realizaci

(a) Ekonomické podmínky

Na makroekonomické úrovni všechny systémy financování bydlení vyžadují volné utváření úrokových sazeb, nájemných, cen domů, nákladů na výstavbu, atd. Kromě toho je nezbytným předpokladem stabilních toků úrokových sazeb z hypotečních úvěrů a předvídatelnosti úrokových sazeb makroekonomická stabilita. Rysy této stability jsou silné veřejné finance (nízké rozpočtové schodky a dluhy) a míry inflace nižší než 10 až 15 procent.

Na mikroekonomické úrovni musí být vyhodnocena finanční situace potenciálního investora do bydlení. V této souvislosti jsou důležitými kritérii schopnost spoření (měřená disponibilním příjmem domácností a ochota spoření (měřená hrubou nebo čistou mírou osobních úspor). Financování bydlení prostřednictvím hypotekárních zástavních listů nebo MBS vyžaduje dostatečně vysoký disponibilní příjem pro placení splátek. Kromě toho jsou vyžadována likvidní finanční aktiva minimálně 20 procent hodnoty nemovitosti, jakož i nízké úrovně zadluženosti domácnosti (v porovnání s disponibilním příjmem).

(b) Institucionální podmínky

Nezbytnou podmínkou všech systémů financování jsou stabilní instituce. Budování institucí proto musí splňovat požadavky legislativy a dozoru.

Fungující legislativa, jež zaručuje majetková práva, smluvní svobodu, rychlé zabavování majetku v případě dluhu, atd., zlepší důvěru dlužníků i věřitelů. Dlouhé postupy zabavování majetku a neúplné systémy registrace pozemků a úvěrové registry mohou zvýšit úvěrové riziko věřitelů. Jejich kvalita na národní úrovni může být měřena indexy nebo ukazateli individuální kvality (např. zpoždění při zabavování majetku) nebo odvozena z průzkumů (transformovaných na běžný bodovací systém).

Fungující finanční systémy rovněž vyžadují stabilní instituce, jež provádějí dozor nad bankovními aktivitami a zaručují volnou a poctivou soutěž. Jak ukázal proces transformace ve střední a východní Evropě, účinným nástrojem podpory solventního bankovního sektoru je nezávislá centrální banka. Dozor je možný, pokud jsou zavedeny příslušné systémy účetnictví a externího auditu (IAS nebo US-GAAP), zvláštní bankovní legislativa, jasně vymezené právní předpisy a kodexy týkající se konkursu, proaktivní a ochranné požadavky a pravidla dozorčích orgánů (například požadavky týkající se kapitálu a likvidity na základě Basilejské dohody).

⁵⁰ To je možný výsledek empirických studií (viz např. Stephens, 2003). Tyto studie dokazují, že v transformujících se ekonomikách vlády mají poněkud větší kontrolu nad systémy financování bydlení, než navrhuje teorie konvergence (Mabett a Bolderson, 1999), z důvodu jejich odpovědnosti za zavedení systémů financování bydlení.

(c) Zvláštní podmínky finančního sektoru

Založení hypotečních bank a sekundárních zprostředkovatelů vyžaduje vyspělé a sofistikované právní podmínky a vysoce rozvinuté instituce. To zahrnuje přiměřené odborníky na oceňování nemovitostí, úvěrové registry, autorizované veřejné účetní, úvěrové úřady, ratingové agentury s finančními analytiky, automatizované systémy poskytování záruk a řízení rizik, pojišťovny pojišťující neplacení hypoték, penzijní fondy a životní pojišťovny. Kromě toho systémy kapitálových trhů vyžadují trhy cenných papírů a peněžní trhy, makléře cenných papírů, elektronické systémy obchodování, vzájemné fondy, podílové fondy, distribuční kanály, primární komerční věřitele nebo hypoteční makléře se standardizovanými bodově ohodnocenými úvěrovými portfolii.

(d) Zvláštní podmínky sektoru bydlení

Jakýkoli systém financování bydlení vyžaduje přiměřenou městskou infrastrukturu, tj. dostatečné zásobování vodou, elektřinou, telekomunikace, veřejnou dopravu, školy, přiměřené vzdálenosti na pracoviště, atd. V této souvislosti by obce měly poskytovat pozemky připravené pro výstavbu.

Protože poměr národních cen bydlení vůči příjmům o vyšší hodnotě než 5 omezuje finanční dostupnost úvěru pro soukromé domácnosti, je třeba zamezit vysokým nákladům na výstavbu, jakož i průmyslovým koncentracím na trhu investorů a závislosti na dovozu stavebních materiálů. V důsledku regulace nájemného a množství veřejného bytového fondu je pronájem často levnější než koupě domu. Kromě toho výstavba nájemního bydlení často požívá daňové výhody, jež udržují nájemná na nízké úrovni (s ohledem na ceny domů). Proto zrušení regulace nájemného a daňových výhod a podpora aktivní nabídky pozemků a politika využívání pozemků zvýší likviditu trhu a sníží lhostejnost rozhodování domácností mezi pronájmem a koupí.

Důležitost těchto kritérií se liší podle metody financování; zatímco Bausparkassen závisí hlavně na vysoké hustotě privatizovaných domů a bytů (pro financování rekonstrukcí a modernizací), hypoteční zástavní listy a MBS vyžadují, aby byly k dispozici pozemky s inženýrskými sítěmi pro novou výstavbu. Ve střední a východní Evropě například rostoucí privatizace sektoru bydlení vedla k rostoucím počtům vlastníků domů a bytů (80-85 procent). Proto občané požadují produkty financování bydlení, jež nabízejí malé částky úvěrů pro krytí nákladů na rekonstrukci a modernizaci.

Kromě toho financování kapitálového trhu je v tomto regionu omezené, protože mnoho nástrojů nezbytných pro jeho rozvoj dosud chybí. Za těchto okolností systémy stavebního spoření vyžadují méně předběžných podmínek sektoru bydlení a mohou rovněž umožnit postupné zavádění ostatních metod financování bydlení.

(e) Dotace na bydlení

Musí být přezkoumáno, do jaké míry jsou nezbytné dotace na bydlení jako nezbytná podmínka, pokud jsou rozhodující pro metodu financování. Pokud jsou dotace nezbytné pro podporu (a nikoli nahrazení) systému financování bydlení, musí být – stejně jako shora uvedená kritéria měření výkonnosti systému financování soukromého bydlení – úsporné, vhodně cílené a transparentní. Kromě toho musí zlepšit přístup k financování a jejich spravování musí být pro vládu jednoduché.

Zatímco v posledním desetiletí vlády v západní Evropě snížily dotace, spolu s globálním snížením hypotečních úrokových sazeb, každý z tří námi vybraných systémů dosud získává zvláštní podporu.⁵¹

Zákazníci německých stavebních spořitelen získávají bonus z úspor, v závislosti na výši jejich příjmů. Kromě toho německá vláda poskytuje jednorázovou paušální zálohu v hotovosti v době investice soukromých domácností do bydlení rozložené na osm let. Tato dotace na bydlení není spojena s určitou metodou financování bydlení.

Protože reálné náklady na úvěry v Dánsku a zvláště ve Spojených státech jsou vyšší než náklady německých stavebních spořitelen (viz odst. C a Příloha V), vlády obou zemí poskytují daňové výhody, aby zamezily vysokému zatížení mnoha dlužníků daní z příjmů ovlivňujícím dostupnost úvěru formou maximálního daného PTI (viz odst. C.2.b). V obou zemích hypoteční úrok může být v téměř neomezené míře odčítán (do výše úvěru 1 milión USD ve Spojených státech) od zdanitelných příjmů z úspor. Kromě toho ve Spojených státech se pojistná pojišťující neplacení úvěrů mohou brzy rovněž stát daňově odčitatelnými náklady. Za předpokladu nominální úrokové sazby 9,82 procent (historický průměr v letech 1973-2002 na trhu bydlení Spojených států) a daně z osobního majetku ve výši 30 procent, zbývají čisté náklady na úvěry ve výši 7,25 procent (viz Příloha V), jež jsou dosud vyšší než průměrná nedotovaná hypoteční úroková sazba stavebních spořitelen v Německu během posledních 25 let (i když jsou připočteny poplatky na poskytnutí úvěru).

Kromě toho sekundární zprostředkovatelé ve Spojených státech jsou jedinými institucemi, jež získávají zvláštní institucionální dotaci, sestávající z již zmíněných nižších požadavků na kapitál, nízkých nákladů na úvěr od Ministerstva financí Spojených států, zproštění státních a místních daní, nákladů na kótování a implicitní vládní záruky. Náklady na tyto dotace na bydlení jsou dosti vysoké, což lze například dovodit z odhadovaných nákladů implicitní vládní záruky na krytí rizika neplacení MBS. Horní limit ročních nákladů potenciálního závazku je již zmíněné rozpětí 40 bazálních bodů jejich nesplacených úvěrů (1,081 miliard USD v roce 2000), jakož i rozpětí 30 bazálních bodů jejich nesplacených MBS (1,283 miliard USD v roce 2000), což vede k implicitním nákladům 8 miliard USD za rok 2000.⁵²

Kromě toho z důvodu zvýšení daňových výdajů (definovaných jako ztráty výnosů připisovatelné ustanovením federálních daňových předpisů) pouze pro účely odčitelnosti hypotečního úroku, pro rok 2002 musí být zvažováno dalších 64,29 miliard USD. Tato částka odpovídá 3,12 procentům celkových federálních výdajů vlády Spojených států. Výsledek bude ještě vyšší, pokud vezmeme v úvahu daňové výdaje na odčitatelné státní a místní daně z domů a bytů obývaných vlastníky (22,68 miliard USD v roce 2002), jakož i daňové výdaje na výjimky z kapitálových výnosů z prodeje domů a bytů (19,67 miliard USD v roce 2002).

⁵¹ Bonus z úspor, daňový odpočet, zproštění daní, daňová úleva, úroková dotace, nízkouročené úvěry a hotovostní dotace jsou nazývány "podporami vázanými na zákazníky", zatímco (implicitní a explicitní) vládní dotace a záruky pro finanční zprostředkovatele nejsou vázány na zákazníky, nýbrž na instituce. Rozdíl mezi těmito dvěma typy dotací spočívá v tom, že podpory vázané na instituce mohou, avšak nemusí být předávány zákazníkům (jak lze vidět ve Spojených státech, viz kapitoly II a III).

⁵² White, Lawrence, J. Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of reforming Housing Finance (Zaměření na Fannie a Freddie: Dilemata reformy financování bydlení). Journal of Financial Services Research, vyjde v roce 2003

Dotace dánských hypotečních bank jsou nižší. Zde odhadovaná daňová hodnota odčitatelného úroku v roce 1998 dosáhla výše 2,7-3,4 miliard eur.⁵³

Avšak podstatně nižších výsledků je dosahováno u bonusu z úspor v rámci systému stavebního spoření: vládní výdaje za rok 2000 dosáhly výše 0,5 miliard eur, což může být považováno za úsporu nákladů, zvláště s ohledem na národní HDP (0,025 procent). Pokud je přičteno poskytnutí jednorázové paušální zálohy v hotovosti (*'Eigenheimzulage'*), potom částka dotací na bydlení v Německu vzroste na 10,5 miliard eur. Na rozdíl od nepřímých daní dánských hypotečních bank a amerických sekundárních zprostředkovatelů, německé dotace na vlastnictví bydlení jsou transparentní, protože částka dotace je v plné výši uváděna a explicitně vykazována ve veřejném rozpočtu.

Ačkoli hodnocení příslušné dotace na bydlení musí být v zásadě odděleno od možných přínosů metody financování bydlení,⁵⁴ všechny metody mohou být kombinovány s různými návrhy dotací. Existující přístup k hodnocení uvedený v této kapitole umožňuje různé kombinace; například kombinace hypotečního bankovního systému s jednorázově poskytovanou paušální zálohou v hotovosti⁵⁵ může být integrována do tohoto hodnocení jako nová alternativa systému financování bydlení.

3. Závěrečné poznámky

Pokud se převládající podmínky určité ekonomiky výrazně liší od nezbytných podmínek popsanych shora, národní vlády odpovídají za usnadnění a stimulaci obchodních aktivit mezi soukromými věřiteli a dlužníky.⁵⁶

Pokud nejsou k dispozici vhodné prostředky technické rozvojové pomoci od ostatních zemí nebo nadnárodních organizací, potom do hodnocení určitého systému financování bydlení musí být zahrnuty možné realizační náklady národních vlád. To vede k celkovému kontrolnímu seznamu uvedenému v tabulce 7.

Tabulka 7. Kontrolní seznam subcílů a kritérií hodnocení systémů financování bydlení

⁵³ Podle informací Ministersva bydlení a městských záležitostí v Dánsku, 1999

⁵⁴ Viz rovněž Duebel. Separating home ownership from finance. Traditional mortgage market policies. Recent reform experiences and lessons for subsidy reform (Oddělení vlastnictví domů nebo bytů of financování. Tradiční politiky hypotečního trhu. Zkušenosti a závěry z nedávné reformy pro reformu dotací). Washington, 2000.

⁵⁵ Při porovnání dotací na dostupné bydlení (viz Stryuk, 2000, nebo Nadler, 2001), jako jsou jednorázová záloha v hotovosti, bonus z úspor, úroková dotace, nízkouročený úvěr, daňové výhody, vládní (implicitní nebo explicitní) dotace nebo záruka pro zprostředkovatele financování bydlení, jednorázová paušální záloha v hotovosti nabízí dlužníkům jedno z nejlepších možných řešení.

⁵⁶ Široce rozšířenou 'pobídkovou' strategii národních politik bydlení viz rovněž UN-HABITAT. Cities in a globalizing world. Global Report on Human Settlements (Města v globalizujícím se světě. Globální zpráva o osídlení), 2001.

Efektivní systém financování bydlení	DLUŽNÍCI	Poskytnutí úvěru	Portfolio úvěrů na bydlení	
			Kontinuita nových úvěrů	
			Tržní podíly	
			Částky úvěrů + doby splácení	
		Dostupnost úvěru	Požadavky na zástavu	
			Poměry příjmů (PTI a LTI)	
			Počet zákazníků	
			Půjčování od třetích osob	
		Finanční přiměřenost úvěru	Hypoteční úrokové sazby a poplatky	
			Rozpětí a reálné úrokové sazby	
			Likvidita	
			Rizika úrokové sazby	
	VĚŘITELÉ	Přitažlivost investic	Doba splatnosti investic	
			Podíl institucionálních investorů	
			Výnosy	
			Rozpětí a reálné úrokové sazby	
		Bezpečnost finančních prostředků	Riziko inflace a reinvestic	
			Solventnost	
			Úvěrová rizika	
			Přiměřenost kapitálu	
		Ziskovost pro akcionáře	Efektivnost nákladů	
			Čistý výnos a marže	
			Návratnost kapitálu/aktiv	
			Poměry nákladů a výnosů	
		VLÁDA	Dosažitelné nepřímé přínosy	Výsledky pro bydlení a příjmy národního hospodářství
				Finanční hloubka
(Náklady na) ekonomické podmínky	Makroekonomická stabilita			
	Schopnost a ochota spoření			
(Náklady na) institucionální podmínky	Legislativa			
	Regulace a dozor			
(Náklady na) zvláštní podmínky tohoto sektoru	Stupeň finančního rozvoje			
	Kvalita infrastruktury bydlení, stavebnictví a úroveň nájemného			
	Podpory vlastnictví domů a bytů			

Je zřejmé, že metoda financování bydlení s menším počtem realizačních kroků a nízkými realizačními náklady dosahuje vyšší částečné hodnoty přínosů z hlediska národních vlád. Zatímco to v podstatě platí pro všechny úrovně ekonomických, institucionálních a sektorových podmínek, jež musí být vytvořeny, přístup k hodnocení se stává nejzřejmějším, vezmeme-li v úvahu výsledné náklady zavedení různých typů 'podpor vlastnictví domů a bytů' prostřednictvím dotací, pokud budou zvoleny. Čím vyšší jsou tyto náklady, tím nižší je hodnota částečného státního přínosu určitého systému.

PRACOVNÍ PŘEKLAD

Cílem této studie je pomoci vládám transformujících se zemí při vytváření systémů financování bydlení pro jejich občany. V této souvislosti tato studie odkazuje na zkušenosti se zvláštními metodami, nástroji a systémy financování bydlení, získané vyspělými ekonomikami.

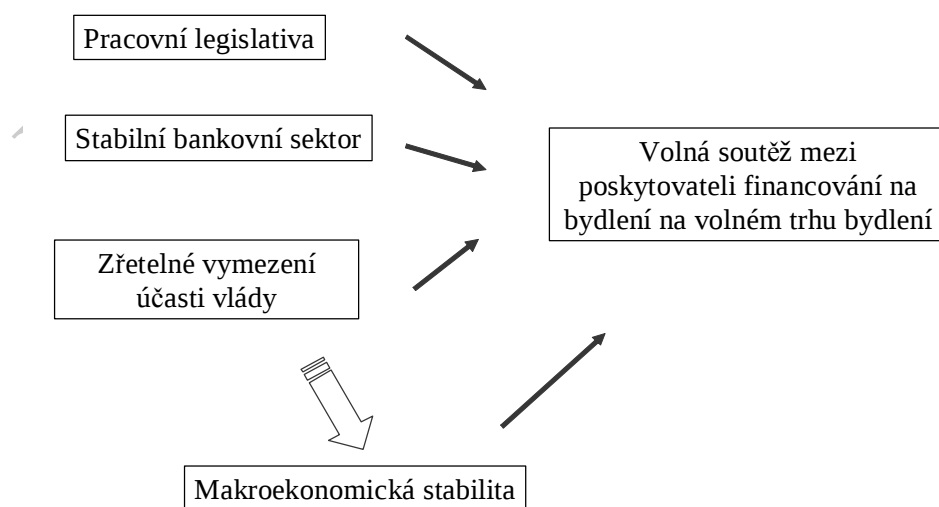
Analýza uvedená v předchozích kapitolách dokazuje, že neexistuje žádný všeobecně aplikovatelný model systému financování bydlení. Každý národní systém financování bydlení je výsledkem zvláštních okolností, jako jsou makroekonomické podmínky, bankovní předpisy, velikost bankovního systému, zdanění, plány dotací a struktura trhu bydlení. Tyto faktory utvářejí vazby mezi způsoby poskytování hypotečních úvěrů prostřednictvím bank a kapitálových trhů.

Jak dokazují zkušenosti EU, zavedení fungujících trhů financování bydlení poskytuje velké externí přínosy národnímu hospodářství: růst zaměstnanosti ve stavebním průmyslu a souvisejících sektorech, efektivnější rozvoj nemovitostí, snazší mobilitu pracovních sil, pokrok v rozvoji kapitálového trhu, efektivnější alokaci zdrojů a nižší makroekonomickou nestálost.

Aby bylo možno dosáhnout přínosu z těchto pozitivních dopadů pro celou ekonomiku, rozhodujícím faktorem je důraz na právní, institucionální a makroekonomický rámec; jakmile existují fungující a spolehlivé rámcové podmínky, vzniknou metody financování, protože dlužníci a věřitelé jsou schopni přijmout informovaná rozhodnutí ohledně rizik dlouhodobých závazků.

Obr. VII.

Rámec financování bydlení



Jak dokazuje shora uvedený graf, fungující rámec financování bydlení závisí na následujících faktorech:

- Bezpodmínečným a absolutně nezbytným předpokladem je makroekonomická stabilita, protože nestálé prostředí neúměrně ovlivňuje dlouhodobě zaměřené systémy financování bydlení. Vysoké a nestálé míry inflace způsobují vysoké reálné úrokové sazby, jež omezují tržní financování hypoték na vysokopříjmové domácnosti. Kromě toho dominantní roli ve financování bydlení budou pravděpodobně hrát vlády, z důvodu všeobecné finanční nedostupnosti financování hypoték a vážných nerovností příjmů. V důsledku toho systémy financování bydlení pravděpodobně zůstanou malé a roztržité se na nekoordinované administrativní plány dotací; kromě toho nízké úrovně úspor domácností vedou k závislosti systémů financování bydlení na refinancování centrální banky anebo mezinárodních úvěrech.

- V tomto kontextu je nezbytné pochopit fungování místních trhů bydlení a úzce monitorovat tři zřetelné aspekty politiky ovlivňující přístup k bydlení: cenu bytových jednotek ve vztahu ke kupní síle domácností, celkové náklady hypotečních úvěrů (včetně veškerých nákladů financování hypotečních úvěrů, jakož i daní a poplatků, jež budou hrazeny dlužníky) a strukturu dotací, tj. finančních, daňových, správních a výrobních prostředků, kterými vláda může dotovat některé typy bydlení (explicitně nebo implicitně).

- Základní podmínkou makroekonomické stability je existence fungující legislativy, jež rovněž poskytuje základ pro solventní instituce, úvěrové aktivity (bank a jiných subjektů financování bydlení) a efektivní trh financování bydlení. Právní systém musí ochraňovat majetková práva a umožňovat registraci zřetelně vymezených vlastnických titulů k pozemkům a hypoték do katastru nemovitostí. Kromě toho by rovněž měl umožňovat rychlé zabavování majetku. Pokud například systém registrace pozemků neexistuje nebo je pouze roztržité, banky musí počítat s dlouhodobými zpožděními v případě zabavení nemovitostí, což je odrazuje od půjčování. Vyspělý sektor financování bydlení rovněž vyžaduje silné instituce (centrální banku, soudní, správní a jiné státní subjekty), jež zaručují pevně zakotvená práva na vlastnický titul a hypotéku a vymáhání práv.

- Dlouhodobý kapitál na dlouhodobé investice může poskytovat pouze stabilní bankovní sektor. Nízké toky vkladů do bank naznačují slabý bankovní sektor, protože lidé nemají důvěru v banky. Jako první krok vybudování dobře fungujícího bankovního sektoru je nezbytné vytvoření dvoustupňového bankovního systému – zřetelné oddělení centrální banky od finančních institucí. Při druhém kroku státem vlastněné banky budou privatizovány, po čemž bude obvykle následovat konsolidace a internacionalizace domácích bank, tj. hlavní podíly na domácích institucích získají zahraniční banky.

- Vytvoření životaschopných trhů bydlení (jakož i metod financování bydlení) vyžaduje zřetelné vymezení role vlády v tomto sektoru. Je třeba objasnit, jak vláda může podporovat financování bydlení a jaká opatření by měla přijmout. Tyto otázky jsou často spojeny s udělováním dotací. V zásadě by plány dotací měly být navrhovány tak, aby podporovaly rozvoj soukromého trhu a usilovaly o zlepšení sociálních cílů státu. Diskuse by neměla být zaměřena výlučně na výši dotací, nýbrž rovněž na jejich efektivnost při plnění cílů vlády týkajících se bydlení. Proto dotační politiky musí být efektivní, aby získaly co největší přínos z každého vynaloženého dolaru, musí být vhodně cílené a podporovat finanční prostředky soukromého sektoru na bydlení.

Vzhledem ke shora popsaným prvkům nezbytným pro fungování rámce financování bydlení je žádoucí hierarchie doplňujících opatření, za účelem zlepšení podmínek bydlení pro většinu domácností; první krok spočívá v rozvoji nebo restrukturalizaci institucí a politik zaměřených na usnadnění role soukromých a neziskových věřitelů a investorů při rozšiřování nabídky bydlení pro nízkopříjmové a středněpříjmové domácnosti a v poskytnutí vzdělání a školení pro spotřebitele a výrobce za účelem zlepšení fungování průmyslu financování bydlení. Druhý krok by měl klást důraz na poskytování dotací na vhodně vymezené cíle a současné zlepšení systému regulace různých trhů nabídky (pozemky, financování, infrastruktura), aby bylo více domácnostem umožněno získat oprávněné a udržitelné bydlení. Pokud vláda nezavede nezbytná opatření na podporu výstavby bydlení a financování průmyslových odvětví za účelem jejich efektivního fungování, nabídka bydlení nebude moci reagovat na cenové signály a dotace pro domácnosti s vyššími příjmy nepovedou k lepšímu bydlení.

Pro kteroukoli určitou zemi je vhodné, aby zavedla více než jeden plán financování bydlení; aby byla mobilizována maximální výše finančních prostředků určených na bydlení, je upřednostňována kombinace systémů. Každý systém přijímá určitou funkci na trhu, takže se tyto systémy vzájemně doplňují; zatímco v systému hypotekárních zástavních listů nebo MBS jsou hypoteční úvěry refinancovány institucionálními investory (například pojišťovnami nebo bankami), běžné nebo zvláštní úvěry poskytované prostřednictvím CSH jsou obvykle refinancovány z vkladů. Při zavádění jednotlivých metod je třeba vzít v úvahu etapu procesu transformace, ve které se určitá země nachází. Pokud kapitálové trhy nefungují, prvním krokem podpory dlouhodobých závazků dlužníků a věřitelů mohou být modely spoření.

Byly analyzovány tři vybrané typy systémů financování bydlení a jejich přínosy a nedostatky. Stavební spořitelny se často používají v rané etapě transformace, kdy půjčování soukromému sektoru je dosud omezené, z důvodu nedostatečného vykazování příjmů, špatně fungující legislativy a nedostatku dlouhodobých finančních prostředků na kapitálových trzích. Zlepšují přístup k úvěru, zvláště pro nízko a středněpříjmové skupiny, protože tyto skupiny prokážou věřiteli svou schopnost plánovat a rezervovat si určitou část svých příjmů. V této souvislosti CSH často doplňují “větší” hypoteční úvěry, protože jsou zajišťovány prostřednictvím hypotéky s druhou zástavou. Protože většina transformujících se ekonomik ve střední a východní Evropě již vykazuje vysoké míry vlastnictví domů a bytů (prostřednictvím privatizace státního majetku), je očekávána vysoká poptávka po rekonstrukci nebo modernizaci existujícího bytového fondu, jež obvykle vyžadují financování menších částek. Hypoteční banky jsou obvykle méně připravené poskytovat tyto “malé” úvěry.

Předběžnou podmínkou CSH je stabilizace nebo stabilní míra inflace, za účelem splnění smluvních závazků zakotvených ve smlouvě o CSH. Jinak lidé budou odmítat se zavázat k dlouhodobým smlouvám o úsporách a budou dávat přednost krátkodobým vkladům. Možný nedostatek střadatelů pravděpodobně učiní řízení likvidity pro banku CSH obtížnějším. Proto je důležitá trvalá přitažlivost pro nové střadatele, jež závisí na návratnosti úspor i dostupnosti úvěrů.

Systémy hypotekárních zástavních listů (jako je dánský systém hypotekárních zástavních listů) poskytují dlužníkům dlouhodobé úvěry při pevných úrokových sazbách, jež umožňují lepší výpočet úrokového zatížení. Úvěr je obvykle financován emisí hypotekárního zástavního listu se stejnou dobou splatnosti. Nabízením tohoto nástroje hypoteční banky mohou získat značné objemy finančních prostředků a nasměrovat je na trhy nemovitostí. Kupující hypotekárních zástavních listů považují tyto hypotekární zástavní listy za bezpečnou

investici, z důvodu jejich hlavní zástavy. Kromě toho jsou hypotekární zástavní listy nahraditelné a mohou být rychle prodány na trhu.

Kromě zřetelně vymezené legislativy týkající se vlastnických titulů, vydávání hypotekárních zástavních listů vyžaduje primární trh, jenž stanovuje ceny a přiděluje toky finančních prostředků. Tato funkce je důležitá v případě, kdy systém umožňuje předčasné splácení úvěrů, protože lidé mají často tendenci předčasně splácet své úvěry v případě měnících se úrokových sazeb.

V rozvinutých ekonomikách (jako je ekonomika Spojených států) vznikají sekundární trhy jako nástroj dalšího snižování úvěrového rizika a transakčních nákladů pro dlužníky i věřitele. Úvěry mohou být spojovány do balíků podle struktury jejich hlavních rizik a prodávány na trhu investorům, jež jsou připraveni nést tato rizika výměnou za vyšší výnos svých investic. Prodejem úvěrů prostřednictvím sekundárních trhů jsou banky schopny uvolnit své rozvahy a získat objemy financování pro bydlení.

Sekundární hypoteční trhy však nemohou fungovat, pokud primární hypoteční trh není schopen vytvořit dostatečný objem vysoce kvalitních hypoték, jež splňují požadavky institucionálních investorů. Pokud by například nebyly respektovány struktury firemního řízení nebo pokud by společnosti nevěnovaly pozornost transparentnímu vykazování svých aktivit, hypoteční banky by čelily vážným problémům při refinancování svých úvěrů prostřednictvím emisí hypotekárních zástavních listů.

Po provedení prvních kroků procesu transformace pro politické činitele nabývá na důležitosti otázka zvýšení finanční dostupnosti přínosů bydlení a úkolem vlád je rozhodnout, zda a do jaké míry by různé nástroje financování bydlení měly být podporovány státem. Vlády často aplikují kombinaci různých forem podpory: bonus na podporu spoření, snížení úrokové sazby úvěrů v daňovém přiznání za účelem snížení úrokového zatížení, nebo implicitní nebo explicitní vládní záruky za účelem stabilizace sekundárních trhů.

Protože cílem národní politiky bydlení je maximalizace mobilizace finančních prostředků na bydlení, jednotlivé metody financování fungují pouze jako nástroj dosažení tohoto cíle. Proto jsou žádoucí různé systémy a nástroje, jež by měly vést ke zdravé volné soutěži mezi věřiteli, ve prospěch dlužníků i ekonomiky.

Příloha I. Hypoteční věřitelé, metody financování, tržní podíly

Tabulka 8. Typy věřitelů

Země	Typy věřitelů						
	Komerční banky	Stavební družstva	Hypoteční banky	Vzájemné a družstevní banky	Spořitelny/ Veřejné banky	Jiný veřejný sektor	Pojišťovny Jiné finanční instituce
Rakousko	15%	20%	19%	10%	26%		10%
Belgie	70%						10% 20%
Dánsko	4%		91%				1% 4%
Finsko	88%					10%	1% 2%
Francie	36%		11%	32%			21%
Německo	13%		18%	13%	38%		7%
Řecko			46%		54%		
Irsko	33%	59%					8%
Itálie	100%						
Lucembursko	50%				50%		
Nizozemí	72%		9%				19%
Norsko	31%					21%	14%
Portugalsko	100%						
Španělsko	41%		1%		58%		10%
Švédsko	10%		80%				
United Kingdom	37%	59%					4%

Pramen: Evropská hypoteční federace, národní zdroje, hodnocení autorů. Poznámka: u Rakouska a Švédska jsou rezidenční a komerční účely spojeny (Rakousko 1994, Itálie 1994, Švédsko, Finsko 1996); Autoři: Lea, Welter a Dübel, listopad 1997

Příloha II. Norská státní banka bydlení

Norská státní banka bydlení je hlavním realizačním orgánem politiky bydlení norské vlády. Jejím hlavním cílem je zajistit, aby všichni lidé žili v uspokojivých domech a bytech, v dobrých bytových podmínkách. K dosažení tohoto základního cíle přispívá pět cílů:

- Dobré finanční krytí bydlení a dobře fungující trh bydlení a stavební trh
- Dobrá distribuce bytů
- Vysoce kvalitní bydlení v dobrém rezidenčním prostředí
- Bezpečnost bydlení
- Funkční a spravedlivé uspořádání vlastnictví a pronájmu.

Banka bydlení poskytuje úvěry, dotace a příspěvky na bydlení. Banka úzce spolupracuje s místními orgány a soukromými stavebníky za účelem zlepšení distribuce bytů a kvality bydlení na všeobecném trhu bydlení, jenž je určován soukromým vlastnictvím.

1. Základní stavební úvěry

V zásadě jsou hlavní úvěry na financování výstavby nových domů a bytů dostupné všem při stejných úrokových sazbách. Avšak rostoucí počet těchto úvěrů je udělován na zajištění malých, udržitelných domů a bytů, hlavně ve městech a příměstských oblastech. Norská státní banka bydlení bude při financování nových domů a bytů v rostoucí míře tvořit doplněk soukromých bank. Banka bydlení tudíž dosud podporuje základní úvěry na výstavbu samostatných domů pro jednu rodinu ve venkovských oblastech s nižší bezpečností hypoték, kde soukromí věřitelé nejsou tak ochotní účastnit se poskytování nového bydlení.

Základní úvěr bude počínaje rokem 2003 krýt maximálně 60 procent nákladů na výstavbu nových domů a bytů. Avšak toto procento bude často nižší u domů a bytů střední nebo poněkud větší velikosti. Kromě toho domácnost může zažádat o startovní úvěr. U nízkopříjmových domácností, mezi kterými je udělována priorita bezdomovcům a uprchlíkům, Banka bydlení a obce poskytují dotace na bydlení pokrývající maximálně 30 procent celkových nákladů. Banka bydlení má minimální i maximální normy velikosti, nákladů a jistých architektonických požadavků. Jsou silně podporovány úpravy pro zdravotně postižené.

V posledních letech vláda věnovala značnou pozornost výstavbě nových školek, přičemž tyto projekty mají při udělování základních úvěrů vysokou prioritu. Kromě toho je udělována priorita projektům výstavby pro bezdomovce.

Úvěry jsou k dispozici buď s pevnou nebo pohyblivou úrokovou sazbou. V roce 2003 byly nabízeny úvěry s pevnými úrokovými sazbami na dobu pěti let. Úrokové sazby odpovídají průměrné úrokové sazbě vládních obligací s pevným úrokem (na stejné období), s marží 0,5 procent. Jsou rovněž nabízeny úvěry s pohyblivými úrokovými sazbami odpovídajícími průměrným úrokovým sazbám pro krátkodobé vládní směnky (0-3 měsíce), plus marže ve výši 0,5 procent. Pevná úroková sazba během druhé poloviny roku 2003 dle očekávání poklesne přibližně na 4,5-4,0 procent, zatímco pohyblivá úroková sazba ve čtvrtém čtvrtletí dosáhne výše 5,4 procent. Každý měsíc je vypočítávána nová pevná úroková sazba. Pohyblivá úroková sazba může být upravována každé čtvrtletí. Hlavní systém splátek Banky bydlení sestává z doby splácení 25 let, včetně prvních pěti let, kdy je placen pouze úrok.

2. Startovní úvěry

Startovní úvěry byly zavedeny v roce 2003 a nahrazují dřívější 'úvěry na první bydlení' a 'úvěry na koupi bydlení pro znevýhodněné osoby'. Startovní úvěry představují jak doplňkové financování, kde Banka bydlení i soukromé úvěrové instituce poskytují základní úvěry, tak plány úplného financování. Tyto úvěry umožňují středněpříjmovým i nízkopříjmovým domácnostem a osobám se zvláštními potřebami získat bydlení střední úrovně. Úvěry jsou poskytovány obcím, jež ze své strany přidělují tyto finanční prostředky fyzickým osobám s doloženou potřebou levnějšího úvěru než nabízí soukromý sektor, jehož úvěrové riziko je považováno za relativně vysoké. Obce a vláda sdílejí úvěrové riziko startovních úvěrů, 25 a 75 procenty zbytkového úvěru. Úrokové sazby a doby splácení finančních prostředků od Banky bydlení odpovídají úrokovým sazbám a dobám splácení základních úvěrů. Avšak v zásadě každá jednotlivá obec může určit podmínky splácení úvěrů, které nabízí.

3. Úvěry na rekonstrukci

Tyto úvěry přispívají na rekonstrukci existujícího bydlení a bytového prostředí. Úvěry na rekonstrukci jsou poskytovány sociálně znevýhodněným skupinám, starším nebo zdravotně postiženým osobám a domácnostem v domech a bytech s historickou nebo zvláštní kulturní hodnotou. Tento typ úvěru je rovněž poskytován na rekonstrukci domů a bytů včetně rekonstrukce domů a bytů v rámci projektů obnovy měst, na rekonstrukci bytů a bytového prostředí v hustě osídlených poválečných sídlištích a na rekonstrukci zaměřenou na úsporu energií. Úrokové sazby a ostatní platební podmínky viz základní úvěry na výstavbu.

4. Dotace a příspěvky

Dotace na bydlení mohou být poskytovány za účelem snížení nákladů na bydlení domácností s nízkými příjmy anebo vysokými náklady na bydlení. Jak domácnost, tak byt musí splňovat určité požadavky. Dotace na první bydlení pomáhají zvláště znevýhodněným domácnostem při získání a udržování přiměřeného bydlení, hlavně nájemního bydlení. Dotace jsou používány v kombinaci s úvěry, za účelem zvýšení zvláštních kvalit, jež mají určitou prioritu s ohledem na sociální, ekologické a estetické hodnoty. Banka bydlení rovněž uděluje dotace na pečovatelské domy a jiné projekty bydlení pro osoby vyžadující zvláštní péči. Existují rovněž fondy pro zvelebování bytů pro starší osoby, zdravotně postižené osoby a nízkopříjmové rodiny. Tyto dotace na rekonstrukci umožňují starším osobám nebo nedávno zdravotně postiženým osobám udržet si své domy nebo byty s vhodnými úpravami. Od roku 2002 Banka bydlení vyplácí dotace na rekonstrukci školních budov. Tyto dotace kompenzují kapitálové náklady těchto projektů.

5. Financování Banky bydlení

Roční rozpočty Banky bydlení jsou schvalovány Parlamentem. Rozpočtové alokace zahrnují dotace a administrativní náklady (včetně ztrát). Úvěry jsou financovány Ministerstvem financí. S úvěry poskytnutými Bankou bydlení po roce 1996 nejsou spojeny žádné rozpočtové alokace.

Příloha III. Finský státní fond bydlení

1. Finský fond bydlení

Finský fond bydlení (ARA) je vládní agenturou Finské republiky provádějící své aktivity pod dozorem Ministerstva životního prostředí. Hlavním úkolem ARA je poskytovat financování na výstavbu nájemního bydlení ARAVA (dotovaného státem). ARA má rovněž jiné závazky, jako je schvalování úrokových dotací na sociální bydlení a vyplácení úrokových dotací na úvěry s úrokovými dotacemi, udělování dotací na opravy domů a bytů a dozor nad udělováním státních záruk na úvěry na vlastnické bydlení. Kromě toho ARA je agenturou realizující politiku sociálního bydlení, například prostřednictvím poskytování úvěrů ARAVA.

Mimorozpočtovým cílem ARA je podporovat přiměřeně plánované kvalitní bydlení za přiměřenou cenu. Nemovitosti, jež mají být postaveny, se musí nacházet v komfortních a bezpečných oblastech, v obcích s poptávkou po bydlení.

2. Financování

ARA má čtyři zdroje financování. Všechny pocházejí z výnosů z nesplacených úvěrů na bydlení ARAVA, sekuritizace a externích úvěrů, poplatků za státní záruky a alokací ze státního rozpočtu, ačkoli poslední alokace byly obdrženy v roce 1993, z důvodu omezení státního rozpočtu.

Od roku 1995 je důležitým zdrojem financování pro ARA vydávání cenných papírů, jež je alternativou přímého půjčování na kapitálovém trhu. K dnešnímu dni fond ARA získal částku ekvivalentní 2,7 miliardám eur prostřednictvím šesti transakcí Fennica na základě programu Fennica. Financování prostřednictvím vydávání cenných papírů není považováno za součást státního dluhu.

V rámci postupu vydávání cenných papírů (sekuritizace) jsou úvěry ARAVA převáděny na zvláštní účelový nástroj, jenž financuje koupi vydáváním vlastních směnek znějících na částku převáděných úvěrů. Tyto směnky jsou zajištěny převáděnými pohledávkami z úvěru ARAVA a příslušnou zástavou. Tyto směnky jsou jedinými závazky tohoto zvláštního účelového nástroje a nejsou závazky žádných jiných fyzických ani právnických osob, nejsou jimi garantovány, ani za ně tyto právnické nebo fyzické osoby nenesou odpovědnost. Vydané směnky nejsou závazky Finské republiky ani žádných jejích orgánů nebo agentur (včetně ARA, jenž nenese žádnou odpovědnost za tyto směnky). Prostřednictvím vydávání cenných papírů ARA může využívat úvěry ARAVA s dlouhými dobami splatnosti a vytvářet cash flows v rané etapě úvěrů se splatností zajištěnou cennými papíry, jež jsou udělovány jako nové úvěry ARAVA.

V roce 2001 ARA diversifikoval své finanční zdroje sjednáním a podepsáním úvěrových smluv s multilaterálními bankami, Evropskou investiční bankou (EIB) a Rozvojovou bankou Rady Evropy (CEB). Prostřednictvím těchto dvou úvěrových smluv, jejichž celková hodnota odpovídá ekvivalentu 500 miliónů eur, ARA využil svou zavedenou pozici na evropském kapitálovém trhu a dobrou pověst finského sociálního bydlení. Například klíčovými problémy, jež byly důležité při dosažení pozitivního řešení při jednání s EIB, byly inovativní projekty – například projekt oblasti Viikki v Helsinkách – a pokrok energetických programů a energetického výzkumu ve Finsku, vedle kvality a kontroly nákladů ARA.

3. Úvěry ARAVA

Úvěry ARAVA jsou udělovány fondem ARA a jsou vypláceny z tohoto mimorozpočtového fondu. Úrok a amortizace úvěrů jsou placeny fondem ARA. Všeobecně řečeno, úvěry mohou být udělovány pouze neziskovým korporacím nebo místním orgánům a realitním a bytovým společnostem vlastněným těmito neziskovými korporacemi nebo místními orgány. Důležitou součástí procesu udělování úvěrů je schvalování plánů projektů výstavby a nákladů na výstavbu fondem ARA. Na vlastnících domů a bytů financovaných prostřednictvím úvěrů ARAVA je požadováno, aby dodržovali právní předpisy, kterými se řídí výběr nájemců, a je jim povoleno vyměřovat pouze nájemné odpovídající kapitálovým výdajům a výdajům na údržbu (známé jako nájemné pokrývající náklady).

Úvěr ARAVA pokrývá maximálně 90-95% nákladů na výstavbu a ceny pozemku. Doba poskytnutí úvěru je přibližně 35 let. Je to úvěr podléhající indexaci, kde se roční splátka (úrok + amortizace) každý rok zvyšuje o částku rovnající se roční změně Indexu spotřebitelských cen plus fixní marže. Fixní marže je jedno procento, avšak může se měnit vyhláškou.

Úvěry ARAVA jsou používány hlavně pro financování výstavby nájemních domů a bytů a domů a bytů s užívacím právem. V loňském roce úvěry ARAVA byly použity k zahájení výstavby 5 600 nájemních bytů ARAVA, z nichž 3 500 bylo běžných nájemních bytů a 2 100 nájemních bytů určených pro studenty a starší osoby. Celkem bylo v letech 1990-2001 financováno 117 000 bytů ARAVA, přičemž nájemní byty představovaly 91 500 bytů a byty s užívacím právem 25 500 bytů.

4. Úvěry s dotovaným úrokem

Úvěr s dotovaným úrokem je udělován bankou nebo jinou finanční institucí. Tento úvěr přijímá fond ARA, čímž mu uděluje státní záruku a platí úrokové dotace. Úvěr s úrokovou dotací pokrývá maximálně 90 procent (v případě akvizice 80 procent) nákladů na výstavbu a ceny pozemku. Úvěr musí vycházet z volné soutěže a ARA přijímá rozhodnutí o schválení úrokové sazby a marže. Existují dvě alternativy typů splácení úvěru s úrokovou dotací: úvěr s pevným plánem amortizace a úvěr podléhající indexaci (státní úvěr na bydlení). Doba poskytnutí úvěru s pevným plánem amortizace je 35 let; pro úvěr podléhající indexaci je sjednávána přibližně stejná doba. Tyto alternativy vedou k zcela stejným finančním nákladům, pokud úroková sazba z úvěru je 5,5 procent a inflace 2 procenta. Úroková dotace je vyplácena pouze na část úroku nad 3,5 procent. V prvním roce je výše úrokové dotace 95 procent; postupně se snižuje, takže její vyplácení skončí po 19 letech. Sociální nájemní bydlení vybudované pomocí úvěrů s úrokovou dotací má při výběru nájemců poněkud vyšší limity příjmů než sociální nájemní bydlení vybudované pomocí státních úvěrů na bydlení.

5. Dotace na opravy

V rámci schváleného státního rozpočtu fond ARA může udělovat dotace na opravy, za účelem zlepšení stavu a kvality jednotlivých bytů a bytových domů.

6. Bydlení pro staré lidi a zdravotně postižené osoby

Mohou být udělovány dotace ze sociálních důvodů na opravy bytů používaných starými lidmi a zdravotně postiženými osobami, jež mohou pokrývat maximálně 40 procent

schválených nákladů na opravy. Ve výjimečných případech dotace mohou pokrývat až 70 procent těchto nákladů, pokud by se stará nebo zdravotně postižená osoba jinak musela trvale vystěhovat, z důvodu překážek pohyblivosti nebo z důvodu, že v existujícím zařízení by jí nebyly poskytovány sociální a zdravotnické služby, jež potřebuje. Frontovým veteránům může být v jistých případech poskytnuta další dotace do maximální výše 30 procent. Dotace jsou poskytovány obcemi.

7. Bytové společnosti v jistých předměstích

Dotace na opravy mohou být rovněž poskytovány bytové společnosti v jistých předměstích určených fondem ARA. Dotace ARA může být poskytnuta pro jisté účely v rezidenční budově, například za účelem zlepšení vytápěcích a ventilačních zařízení, nebo vybudování nebo zlepšení instalací a kanalizace. Maximální výše dotace je obvykle 10 procent schválených nákladů na opravu, avšak v jistých případech může dosahovat až 20 procent. Dotace jsou poskytovány obcemi.

8. Dotace na vlastní kapitál

Fond ARA může udělovat dotace v rámci oprávnění schváleného ve státním rozpočtu za účelem poskytnutí vlastního kapitálu na studentský byt nebo byt, jenž má být přidělen bezdomovcům a uprchlíkům.

9. Bezdomovci a uprchlíci

Fond ARA může udělovat dotace na pokrytí vlastního kapitálu na nové nájemní bydlení, pokud výstavba budovy je financována prostřednictvím úvěru ARAVA, v souladu se Zákonem o úvěru ARAVA, a pokud příjemce hodlá přidělit nájemní bydlení bezdomovcům a uprchlíkům. Změna tohoto zákona, jež vstoupila v platnost dne 15. března 2002, rovněž umožňuje udělení dotace, pokud koupě budovy nebo bytu z existujícího bytového fondu je financována úvěrem na koupi nájemní budovy nebo bytu. To je v souladu se Zákonem ARAVA, pokud budova nebo jeden nebo více z jejích nájemních bytů mají být přiděleny bezdomovcům nebo uprchlíkům. Byt přidělený uprchlíkovi musí být jeho prvním trvalým bytem ve Finsku.

Podmínkou udělení dotace na vlastní kapitál na bydlení pro bezdomovce je, že příjemce se zaváže, že dá v určité obci k dispozici dohodnutý počet svých nájemních bytů bezdomovcům a uprchlíkům na 15 let.

10. Studenti

Fond ARA může rovněž poskytnout vlastní kapitál na nájemní budovy financované úvěry ARAVA nebo úvěry s úrokovou dotací, jež mají být používány jako studentské byty. Tato dotace může představovat maximálně 5 procent kupní ceny nebo schválených nákladů. Kapitálový vstup krytý bez použití jakékoli dotace však musí představovat minimálně 1 procento nákladů.

Podmínkou udělení kapitálové dotace na studentský byt je, že se příjemce zaváže, že příslušné zařízení bude využívat jako studentské byty po dobu 45 let v případě nájemní budovy ARAVA a po dobu 20 let v případě budovy s úrokovou dotací.

11. Záruky

Kdokoli, kdo koupí byt nebo postaví dům, může získat vládní záruku na požadovaný úvěr na bydlení. Tato záruka je určena pro situace, kdy dlužníková vlastní zástava (tj. dům nebo byt) je nedostatečná pro zajištění bankovního úvěru.

Jakmile je zažádáno o vládní záruku, příslušný úvěr nesmí přesáhnout 85 procent kupní ceny domu nebo bytu nebo odhadovaných nákladů na svépomocnou výstavbu domu. To znamená, že žadatelé musí složit 15 procent v hotovosti.

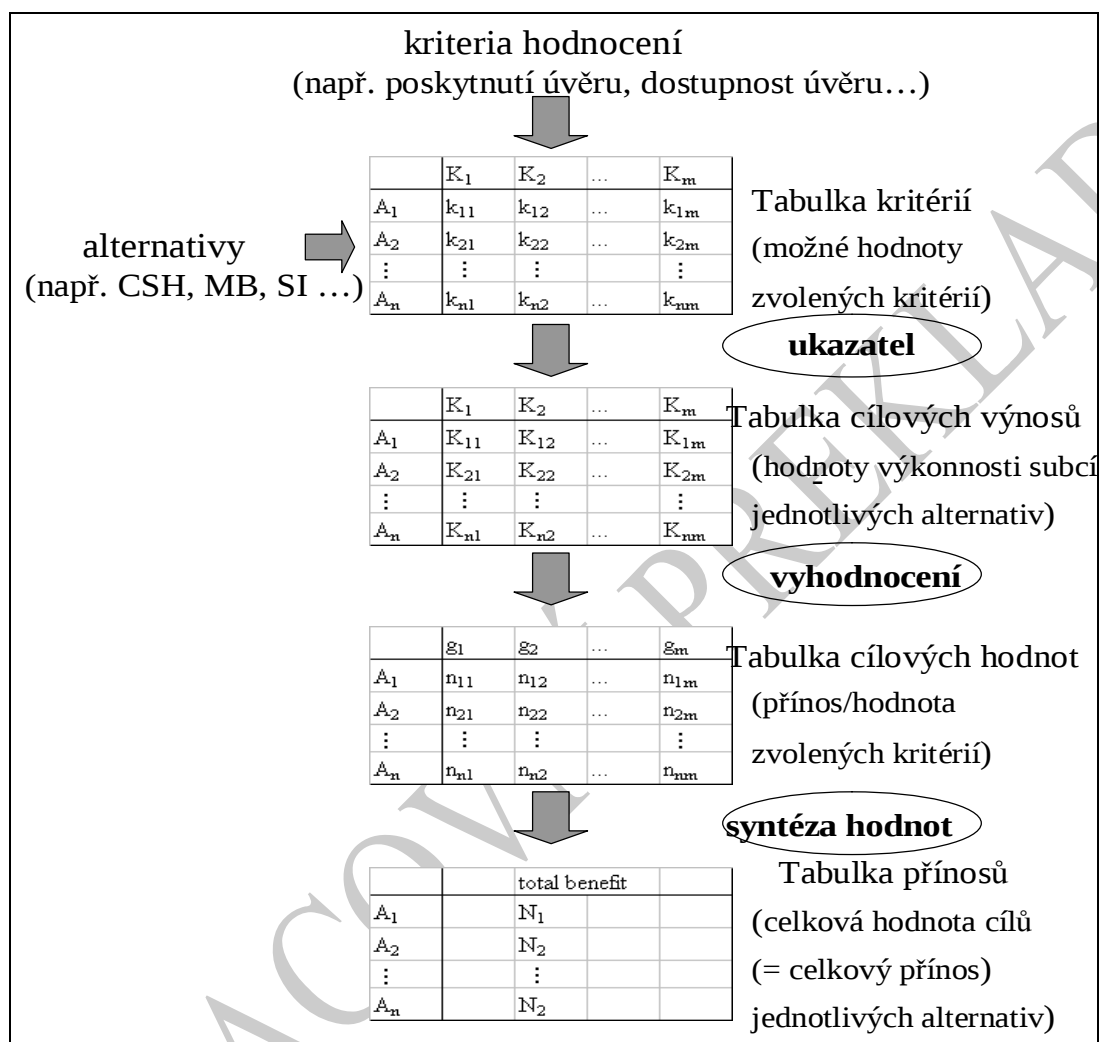
Záruka pokrývá maximálně 20 procent úvěru na bydlení, přičemž fixní maximální výše je 25 250 eur.

Hlavní zástavou úvěru je nový dům nebo byt sám, tj. podíl bytové společnosti nebo nemovitost, přičemž vládní záruka funguje jako sekundární zajištění.

Všeobecně je přijatelnou hodnotou zástavy na dům nebo byt 70 procent kupní ceny. Za předpokladu, že neexistuje žádný problém s vlastním financováním ve výši 15 procent, tato hlavní zástava a vládní záruka společně tvoří dostatečné zajištění úvěru.

Pořadí operací analýzy přínosů (BA) je stanoveno ve čtyřech krocích (viz obrázek)

Obr. VIII. Kroky analýzy přínosů



Jak jsme se již zmínili, BA rozšiřuje proces hodnocení o dva další kroky; po vymezení a vypočtení různých subcílů v ohledem na různé účastníky (akcionáře, věřitele, investory a dlužníky) musí být jednotlivé cílové hodnoty transformovány do jednotného vzorce (krok 3).

Nejjednodušším způsobem, jak tak učinit, je aplikace bodovacího systému, kde alternativa je hodnocena jako '1', pokud má příslušný atribut, a '0', pokud tomu tak není. Alternativně může být pro každý ukazatel předem stanoveno rozpětí (rozdělené na třídy ratingu), takže různé výsledky měření mohou být transformovány na standardizovaný počet bodů výkonnosti/hodnocení (například od nuly do deseti, jako v následujícím příkladu). Tato transformační funkce je subjektivní, a proto může být uzpůsobena hodnotám určitých politických činitelů.

Transformační funkce pro empirické hodnoty, jako je subcíl ‘portfolio úvěrů na bydlení’ (procento nesplacených úvěrů), jenž je součástí vyššího cíle ‘poskytování úvěrů’ pro účastnickou skupinu dlužníků, může být znázorněna takto:

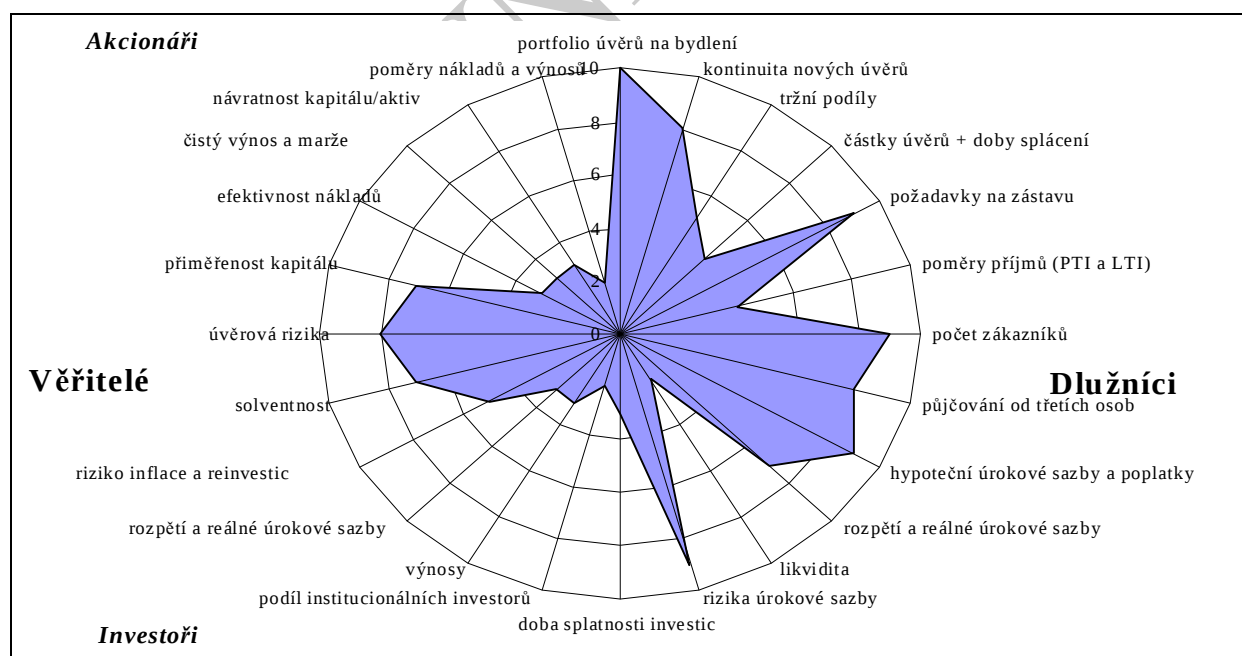
PRACOVNÍ PŘEKLAD

Tabulka 9. Tabulka kritérií pro transformaci subcíle “portfolio úvěrů na bydlení”

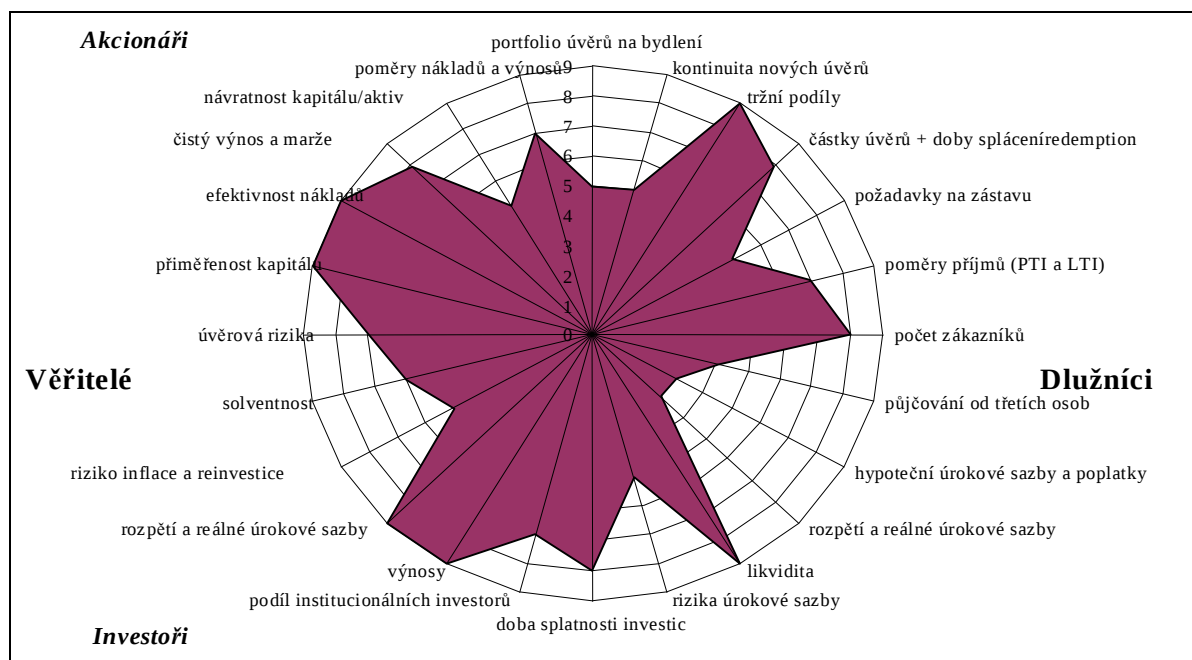
Efektivní systém financování soukromého bydlení Cíl účastníka		Cílová hodnota Kritérium	$n_j = 0$	$n_j = 1,2,3$	$n_j = 4,5,6$	$n_j = 7,8,9$	$n_j = 10$
Dlužníci	Poskytnutí úvěru	Portfolio úvěrů na bydlení	$n_j < 15\%$	$15\% \leq n_j < 45\%$	$45\% \leq n_j < 70\%$	$70\% \leq n_j < 90\%$	$n_j > 90\%$
Věřitelé Vlády	Dostupnost úvěru Finanční přiměřenost úvěru ... Náklady na předběžné podmínky jednotlivých sektorů	Kontinuita nových úvěrů Tržní podíly Výše úvěrů + Doby splacení ...	...				
		Podpory vlastnictví domů a bytů	$n_j > 40$ miliard	$40 \geq n_j > 11$ miliard	$11 \geq n_j > 3$ miliard	$3 \geq n_j > 0$ miliard	$n_j = 0$ miliard

Po provedení transformace a standardizace všech subcílů odstavců C a D kapitoly V, následující čísla shrnují částečné přínosy vybraných systémů financování bydlení (na základě informací uvedených v tabulkách 9 a 10). Čím vyšší je bodové hodnocení částečného přínosu, tím lepší je výkonnost plánu financování pro příslušného účastníka.

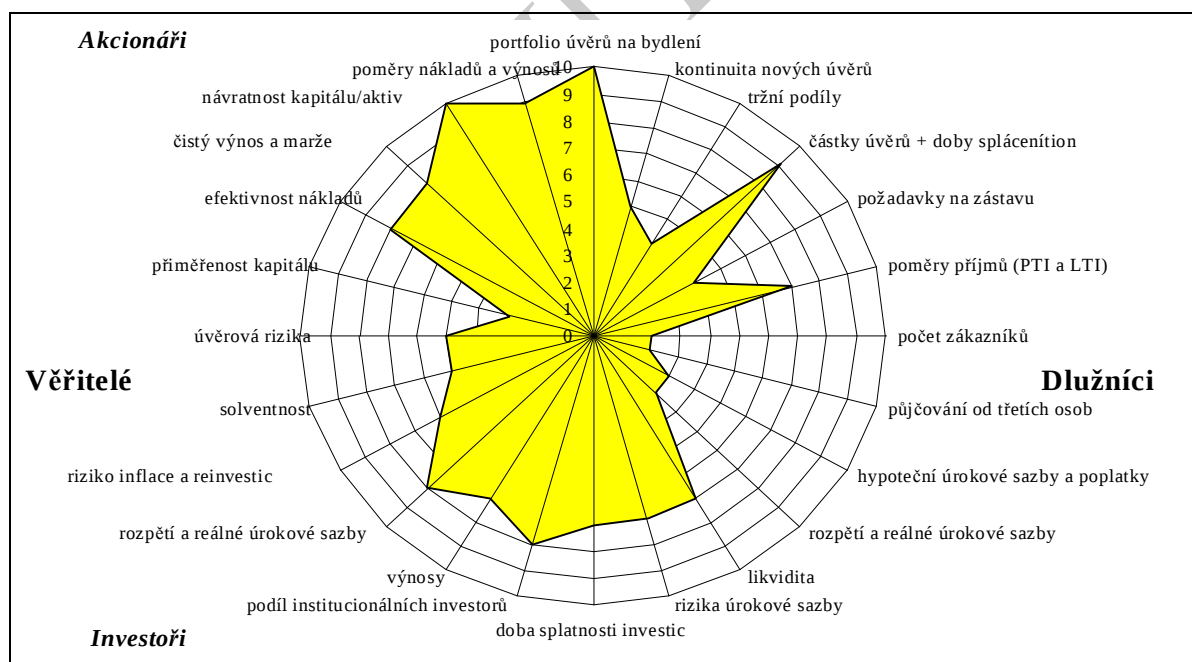
Obr. IX. Přímé přínosy Bausparkassen



Obr. X. Přímé přínosy dánských hypotečních bank



Obr. XI. Přímé přínosy sekundárních zprostředkovatelů Spojených států



Z důvodu transformace a standardizace v rámci BA je tato konsolidace údajů nezávislá na původní stupnici jednotlivých subcílů. I když se vzdáme jednotlivých subcílů (například z důvodu chybějících údajů), nesnižuje to význam výsledků, protože tato situace vede k úpravě podílů všech alternativ. Absolutní omezení (například omezení 'přiměřenosti kapitálu' mohou být zvažována, pokud alternativy s hodnotami přesahujícími cíle jsou před dalším postupem BA vyloučeny.

Grafická znázornění na obrázcích 9-11 vyznačují výhody a nevýhody tří finančních metod jednotným způsobem. Tento přístup rovněž umožňuje přímé srovnání těchto systémů financování bydlení. Systém stavebního spoření může být příznivý z hlediska dlužníků. Avšak věřitelé by dali přednost jiným metodám. Investoři upřednostňují systémy kapitálových trhů, zvláště model Spojených států, protože tento systém nabízí nejvyšší návratnost jejich investic.

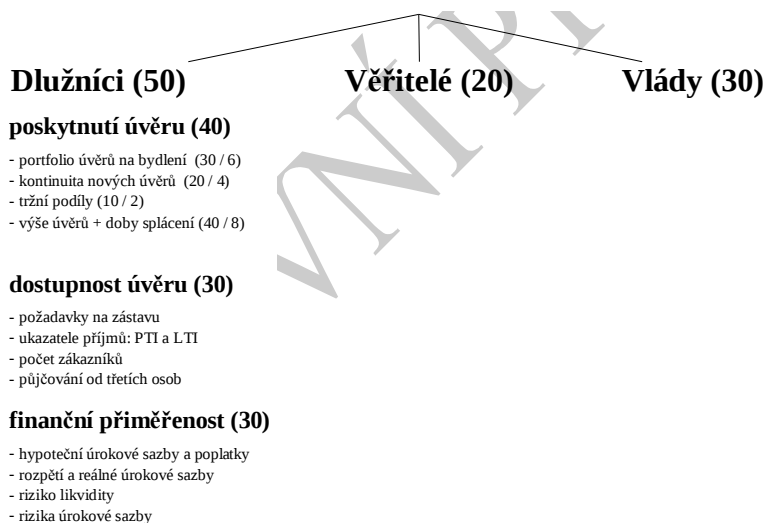
Postup popsany v kapitole 5 by rovněž mohl být proveden pro účely identifikace a měření důsledků pro vládu (viz kapitola 5, odst. E), jako základ pro hodnocení.

Při dokončování BA musí být jednotlivé subcíle vyhodnoceny podle jejich důležitosti. Příslušný činitel musí rozhodnout o podílu subcíle (vyjádřeném v procentech) příslušné úrovně (krok 4).

Na každé úrovni cíle musí být dosaženo hodnoty 100 procent. Protože několik úrovní cílů musí být sjednoceno vynásobením, celkový podíl kritéria 'portfolio úvěrů na bydlení' je odvozen takto: podíl n_{11} = systém financování bydlení (100 procent) * dlužníci (50 procent) * poskytnutý úvěr (40 procent) * portfolio úvěrů na bydlení (30 procent) = 6 procent.

Obr. XII. Podíly subcíle 'portfolio úvěrů na bydlení' (příklad)

Efektivní systémy financování soukromého bydlení (100)



Standardizované měřené 'hodnoty cílů' mohou být shrnuty hierarchicky od nejnižší úrovně po nejvyšší úroveň aplikací jednotlivých hodnotících faktorů. V zásadě shora uvedené pořadí operací BA může být opakováno pro všechny zvolené subcíle, jak lze vidět například u subcíle 'dotace na bydlení' skupiny účastníků 'Vláda' (viz zvýrazněná poslední řádka v Tabulce 10).

Tento proces hodnocení je subjektivní, protože předpokládá, že nízká hodnota částečného přínosu, například u 'hypotečních úrokových sazeb' může být vyrovnána vysokým částečným přínosem například 'přiměřenosti kapitálu'.

Výsledkem je 'celkový přínos' (viz N1-N3 v Tabulce 10), jenž nakonec poskytuje požadovanou podporu rozhodnutí znázorněním pořadí hodnocených alternativ.

Tabulka 10. Tabulka přínosů hlavního cíle ‘efektivní financování bydlení’ (dvě kritéria)

Efektivní systém financování soukromého bydlení			Bausparkassen				Hypoteční banky			Sekundární zprostředkovatelé		
Účastník	Cíl	Kritérium/ ukazatel	Podíl	Hodnota cíle	Částečný přínos	Vážený částečný přínos	Hodnota cíle	Částečný přínos	Vážený částečný přínos	Hodnota cíle	Částečný přínos	Vážený částečný přínos
Dlužníci	Poskytnutí úvěru	Portfolio úvěrů na bydlení	6%	100 %	10	0,6	58%	5	0,3	100 %	10	0,6
		Kontinuita nových úvěrů	4%	...								
		Tržní podíly	2%	...								
		Výše úvěrů + doby splácení	8%	...								
		...		...								
	Dostupnost úvěrů	...										
	Finanční přiměřenost úvěru	...										
Věřitelé	...											
Vlády	...											
	Náklady na předběžné podmínky jednotlivých sektorů	... Podpory vlastnictví domů a bytů	10%	11 mld.	4	0,4	3,2 mld.	6	0,6	72,3 mld.	0	0,0
Celková hodnota přínosů						=N1			=N2			=N3

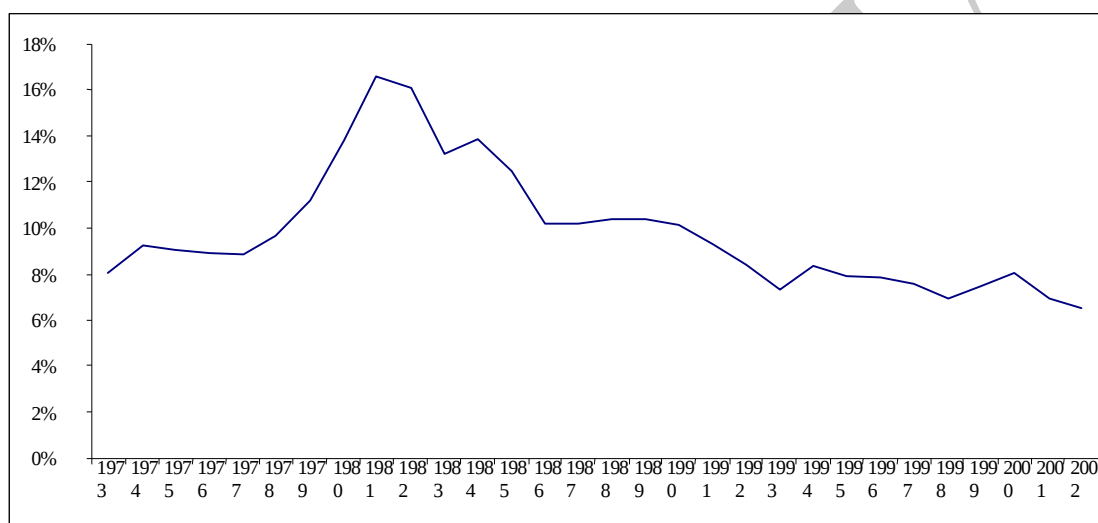
Na základě posledního kroku BA lze získat další údaje pro politické činitele; z důvodu realizované standardizace vícerozměrových subcílů je dosaženo konsolidace a zaměření na jednu hodnotu rozhodovacího procesu.

Národní vlády mohou snadno uzpůsobit hodnotící nástroj jednotlivým základním podmínkám svých zemí úpravou hodnotících faktorů. Například v zemi silně postižené makroekonomickou krizí lze stěží dosáhnout podmínky ‘makroekonomické stability’. Její statistická závažnost proto musí být vysoká. Totéž platí pro vlády neschopné nabídnout ‘dotace na vlastnictví domů a bytů’. Výsledná vysoká statistická závažnost způsobuje, že systémy méně závislé například na dotacích vykazují vysokou hodnotu přínosů pro příslušnou vládu.

Příloha V. Výpočet hrubých a čistých nákladů na úvěr (příklad)

Předpokládáme, že dlužník si vezme úvěr ve výši 100 000 USD při nominální úrokové sazbě 9,82 procent, jež představuje historický průměr (1973-2002) na trhu bydlení Spojených států (viz obr. XIII). Abychom vysvětlili vyšší náklady na úvěr, dále předpokládáme, že dlužník musí mít hypoteční pojištění pro nižší zálohu v hotovosti (kapitola 5, odst. C.3.a). Jak lze vidět v tabulce 11, na základě vnitřní míry návratnosti (IRR) platné hrubé náklady na úvěr stoupnou na 10,46 procent. Pokud dále předpokládáme, že dlužník získá daňovou výhodu sestávající z odečtu hypotečních úrokových plateb (jako ve Spojených státech), čisté náklady na úvěr klesnou na 7,42 procent. Kromě toho platné čisté náklady na úvěr poklesnou na 7,25 procent, pokud je rovněž odčitatelné pojistné.

Obr. XIII. Nominální hypoteční úrokové sazby (FRM 30 let) na trhu bydlení Spojených států



Tabulka 11. Výpočet IRR čistých úvěrových nákladů na trhu bydlení Spojených států

Rok	Splácení	Úvěrové úroky	Hrubé platby	Výše úvěru	Pojistné	Hrubé platby (poplatky)	Daňové zvýhodnění (úroky)	Čisté platby	Daňové zvýhodnění (poplatky)	Čisté platby (poplatky)
0				100 000,0						
1	628,9	9 820,3	-10 449,3	99 371,1	-3 800,0	-14 249,3	2 946,1	-11 303,2	1 140,0	-10 163,2
2	690,7	9 758,6	-10 449,3	98 680,4	347,8	-10 797,1	2 927,6	-7 869,5	104,3	-7 765,2
3	758,5	9 690,7	-10 449,3	97 921,9	-345,4	-10 794,6	2 907,2	-7 887,4	103,6	-7 783,8
4	833,0	9 616,3	-10 449,3	97 088,8	-342,7	-10 792,0	2 884,9	-7 907,1	102,8	-7 804,3
5	914,8	9 534,4	-10 449,3	96 174,0	-339,8	-10 789,1	2 860,3	-7 928,7	101,9	-7 826,8
6	1 004,7	9 444,6	-10 449,3	95 169,4	-336,6	-10 785,9	2 833,4	-7 952,5	101,0	-7 851,5
7	1 103,3	9 345,9	-10 449,3	94 066,1	-333,1	-10 782,4	2 803,8	-7 978,6	99,9	-7 878,6
8	1 211,7	9 237,6	-10 449,3	92 854,4	-329,2	-10 778,5	2 771,3	-8 007,2	98,8	-7 908,4
9	1 330,7	9 118,6	-10 449,3	91 523,7	-325,0	-10 774,3	2 735,6	-8 038,7	97,5	-7 941,2
10	1 461,3	8 987,9	-10 449,3	90 062,4	-320,3	-10 769,6	2 696,4	-8 073,2	96,1	-7 977,1
11	1 604,8	8 844,4	-10 449,3	88 457,6		-10 449,3	2 653,3	-7 795,9		-7 795,9
12	1 762,4	8 686,8	-10 449,3	86 695,1		-10 449,3	2 606,0	-7 843,2		-7 843,2
13	1 935,5	8 513,8	-10 449,3	84 759,6		-10 449,3	2 554,1	-7 895,1		-7 895,1
14	2 125,6	8 223,7	-10 449,3	82 634,0		-10 449,3	2 497,1	-7 952,2		-7 952,2
15	2 334,3	8 114,9	-10 449,3	80 299,7		-10 449,3	2 434,5	-8 014,8		-8 014,8
16	2 563,6	7 885,7	-10 449,3	77 736,1		-10 449,3	2 365,7	-8 083,6		-8 083,6
17	2 815,3	7 633,9	-10 449,3	74 920,3		-10 449,3	2 290,2	-8 159,1		-8 159,1
18	3 091,8	7 357,5	-10 449,3	71 829,0		-10 449,3	2 207,2	-8 242,0		-8 242,0
19	3 395,4	7 053,9	-10 449,3	68 433,6		-10 449,3	2 116,2	-8 333,1		-8 333,1
20	3 728,9	6 720,4	-10 449,3	64 704,8		-10 449,3	2 016,1	-8 433,1		-8 433,1
21	4 095,0	6 354,2	-10 449,3	6 609,7		-10 449,3	1 906,3	-8 543,0		-8 543,0
22	4 497,2	5 952,1	-10 449,3	56 112,5		-10 449,3	1 785,6	-8 663,6		-8 663,6
23	4 938,8	5 510,4	-10 449,3	51 173,7		-10 449,3	1 653,1	-8 796,1		-8 796,1
24	5 423,8	5 025,4	-10 449,3	45 749,9		-10 449,3	1 507,6	-8 941,6		-8 941,6
25	5 956,5	4 492,8	-10 449,3	39 793,4		-10 449,3	1 347,8	-9 101,4		-9 101,4
26	6 541,4	3 907,8	-10 449,3	33 252,0		-10 449,3	1 172,4	-9 276,9		-9 276,9
27	7 183,8	3 265,5	-10 449,3	26 068,2		-10 449,3	979,6	-9 469,6		-9 469,6
28	7 889,3	2 560,0	-10 449,3	18 178,9		-10 449,3	768,0	-9 681,3		-9 681,3
29	8 664,0	1 785,2	-10 449,3	9 514,9		-10 449,3	535,6	-9 913,7		-9 913,7
30	9 514,9	934,4	-10 449,3	0,0		-10 449,3	280,3	-10 168,9		-10 168,9

Roční splátka hypotéky -10 449,3
 Nominální hypoteční úroková sazba 9,82%
 (USA 1973-2002)
 Daň z osobního majetku 30,00%

Poplatek za poskytnutí úvěru 3,00
 Pojistné z hypotéky 0,80%
 Pojistné z hypotéky v následujících letech (dokud LTV<80%) 0,35%

Publikace

- ABN Amro, Liquid European Covered Bonds. 3rd edition, 2001.
- Allen, F. and Gale, D. Comparing financial systems. Cambridge, 2000.
- Ambrose, B.W. and Warga, A. Measuring potencial GSE funding advantages. Vol. 25,2/3, 129-150, Journal of Real Estate Finance and Economics, 2002.
- Angel, S. Housing policy matters – a global analysis. Oxford, 2000.
- Arimah, B.C. Housing-sector performance in global perspective. A Cross-city Investigation. 2551-2579. Urban Studies, 2000.
- Association of Danish Mortgage Banks. Mortgage financing in Denmark. Copenhagen, 2000.
- Danish mortgage bonds, Copenhagen, 2002.
- Bank of England. Practical Issues arising from the euro, series of reports. Viz zvláště červen 2000, pp. 31-33.
- Beck, T. and Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. A new database for financial development and structure. Washington, 1999.
- Behring, K. and Goldrian, G. Bausparen im gesamtwirtschaftlichen Kontext. München, 1998.
- Black, Fisher and Myron S. Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. 81, pp. 637-654, May-June 1973.
- Black, R., Jaszczolt, K., Lee, M. Solving the Housing Problem. USAID, Warsaw, 2000.
- Börsch-Supan, A. and Stahl, K. Do savings programs dedicated to home-ownership increase personal savings? An analysis of the West German Bausparkassen-system. Journal of Public Economics, 265-297. 1991.
- Brueggeman, W.B. and Fisher, J.D. Real estate finance and investments. 11. Edition. Boston, 2001.
- Bruskin, Eric, Anthony B. Sanders and Sykes, David. The Nonagency Mortgage Market: Background and Overview. In Frank J. Fabozzi et al., eds. The Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities. 2nd ed. New Hope. pp. 5-38. Penn.: Frank J. Fabozzi Associates. 2000.
- Bruskin, Eric and Sykes, David. The Nonagency Mortgage: Background and Overview. In Frank J. Fabozzi et. al., eds. The Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities, 2nd ed. New Hope. pp. 5-33. Penn.: Frank J. Fabozzi Associates. 1997.
- Buckley, R.M. and Tsenkova, S. Housing market systems in reforming socialist economies. Comparative indicators of performance and policy. European Housing Policy Vol. 1.
- Cotterman, Robers and Pearce, James E. The Effects of the Federal National Mortgage Association and the Federal Home Loan Mortgage Corporation on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields. In U.S. Department of Housing and Urban Development. Studies on Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac. pp. 97-168. Washington, D.C., 1996.

Czerny, M. Wohnungswirtschaft vor neuen Herausforderungen. Rakouský institut pro ekonomický výzkum, Vídeň, 2001.

Deutsche Bank. The Market for Covered Bonds in Europe. 2001.

Diamond, D.B. The Current Operation on the Bauspar Systems in the Czech Republic, Hungary and Slovakia. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1998.

-----The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1999.

Diamond, D.B. and Lea, M.J. Housing finance in developed countries. An international comparison of efficiency. 1-271. Vol. 3. Journal of Housing Research 1992.

-----Sustainable financing for housing. A contribution to Habitat II. Washington. 1995.

DiMartino, Peter and Young, Robert. The Mortgage Market in Australia. In Lakhbir Hayre, ed. Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities. pp. 775-831. John Wiley & Sons, New York, 2001.

DiPasquale, Denise and Glaeser, Edward L. Incentives and Social Capital: Are Homeowners Better Citizens? pp 354-384, Journal of Urban Economics, 45.1999.

Duebel. Separating home ownership from finance. Traditional mortgage market policies. Recent reform experiences and lessons for subsidy reform. Washington, 2000.

Engelhardt, G.V. Tax subsidies and household saving: evidence from Canada. S. 1237-1268, Quarterly Journal of Economics. 1996.

Erguden. Low-cost housing. Policies and constraints in developing countries. International conference on spatial information for sustainable development. Nairobi, Kenya, 2001.

European Mortgage Federation. *Hypostat 1991-2001*.

European Mortgage Federation, Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 3rd edition 2001.

Fabozzi, Frank J. ed., The Handbook of Mortgage-Backed Securities, 5th ed. McGraw-Hill, New York, 2001.

Fabozzi, Frank J., Chuck Ramsey, Frank Ramirez and Marz, Michael, eds., The Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities. New Hope. Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.

Fabozzi, Frank J., Chuck Ramsey and Michael Marz, eds. Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities. 2nd ed. New Hope. Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 2000.

Fabozzi, Frank J. and John N. Dunleavy. Real Estate-Backed Securities. New Hope, Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.

Fannie Mae. A statistical summary of housing and mortgage finance activities. 2002.

-----Fannie Mae at a glance. 2003.

Feenberg, D. and Skinner, J. Sources of IRA saving. Cambridge, 1989.

Feldman, R. Mortgage Rates, Homeownership Rates, and Government-Sponsored Enterprises. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Annual Report, pp. 3-23, 2001.

Finanstilsynet (Dánský finanční dozorčí orgán). Annual reports.

Flood, J. Urban and housing indicators. 1635-1665, Urban Studies. 1997.

Freund, J.E. and Simon, G.A. Modern elementary statistics. 8. edition. Englewood Cliffs, 1997.

Green, Richard K. and Michelle J. White. Measuring the Benefits of Homeowning: Effects on Children. pp. 441-461, Journal of Urban Economics, 41. May 1997.

Hardt, J. European Mortgage Markets: Structure, Funding and Future Development. European Mortgage Federation and OECD. 2001.

Hayre, Lakhbir. A Concise Guide to Mortgage-Backed Securities (MBSs). In Lakhbir Hayre, ed. Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities. pp. 9-68, John Wiley & Sons. New York, 2001.

-----ed., Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities. John Wiley & Sons. New York, 2001.

Hayre, Lakhbir and Ronald E. Thompson, Jr. The Mortgage Market in the United Kingdom. In Lakhbir Hayre, ed. Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities. pp. 735-755. John Wiley & Sons. New York, 2001.

Hegedüs, J. Housing Finance in South-Eastern Europe. Metropolitan Research Institute. Budapest, 2002.

Hegedüs, J. and Várhegyi, É. The crisis in housing financing in Hungary in the 1990s, pp. 1619-1641. Urban Studies 37, 2000.

Hendershott, Patric H. and James D. Shilling. The Impact of Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields. Journal of Real Estate Finance and Economics, 2, pp. 101-115. June 1989.

Hoek-Smit, M.C. and D.B. Douglas, Subsidies for Housing Finance. In *Housing Finance International*, March 2003.

Hu, Joseph. Basic of Mortgage-Backed Securities. New Hope, Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.

International Union of Housing Finance Institutions (ed.). International housing finance sourcebook 2000. Chicago, 2001.

Jančen-Timmen, R. and Loeffelholz, H.D. and Moos, W. Gesamtwirtschaftliche und sektorale Auswirkungen des Eigenheimbaus. Essen, 2001.

Kolari, James W., Donald R. Fraser and Ali Anari. The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis. pp. 677-693. Real Estate Economics, 26. Winter 1998.

Lea, M., Jaszek, J., Chiquier, L. Analysis of Contract Savings for Housing Systems in Poland. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1998.

Lea, M. .J. and Renaud, B. M. Contractual savings for housing: How suitable are they for transitional Economies? Washington, 1995.

Levine, R. Bank-based or market-based financial systems: which is better? Vol. 11, 393-428, Journal of Financial Intermediation.

Lintner, John. The Aggregation of Investors' Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Security Markets. pp 347-400, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 4. December 1969.

Llewellyn, D. The financial system and economic development: efficiency and stability. Bangkok, 1997.

Lux, M., Housing Policy: An End or a New Beginning. LGI/Open Society Institute. Budapest, 2003.

Manchester, P.B. Goal performance and characteristic of mortgages purchased by Fannie Mae and Freddie Mac 1998-2000. US Department of Housing and Urban Development. Washington, 2002.

Mahoney, P.E. and Zorn, P.M. The promise of automated underwriting: Freddie Mac's loan prospector. S. 13-21. Vol. 11. Housing Finance International 1997. June 1997.

Merrill, S.R. (ed.). Building Housing Finance in Central and Eastern Europe: Sharing and Comparing. Regional conference on housing finance in December 10, 1999. USAID, Urban Institute. Warsaw.

Merrill, S.R. and Kozlowski, E. Developing Housing Finance in a transition economy: the case of Poland. 363-392, Journal of Housing Economics, 2001.

Merrill, S.R., Kozlowski, E., Karas P., Laszek, J. Housing Finance at the Millenium: An Assessment of Achievements and Outstanding Issues, pp. 3-15, Housing Finance International, 2000.

Merrill, S.R., Lawrence, R., Mayo, S., Grabowski, M., Sickles-Grabowska, M., Koziarek, M., Kozlowski, E and Karas P. The Feasibility of Estimating the Demand for Residential Mortgage Credit in Poland. Final report. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1999.

Merton, Robert C. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. pp. 867-888. Econometrica, 41. September, 1973.

Ministry of Housing and Urban Affairs. Housing, building and urban affairs in Denmark. Copenhagen, 1999.

Moody's Investors Service. Danish mortgage bonds: highly secure financial instruments. London 2002.

Nadler, M. Internationale Wohnungsfinanzierung. München, Wien 2001.

National Bank of Denmark. Annual reports.

OECD. Housing finance in transition economies. Paris, 2002.

-----Workshop on Housing Finance in Transition Countries. Country notes for Romania, Bulgaria, Slovakia, Poland, Slovenia, Estonia, Latvia, Lithuania, Hungary, Czech Republic. 2000.

-----Housing Finance in Transition Countries. Paris. 2002.

Oswald, A. A conjecture on an explanation for high unemployment in the industrialized nations. Warwick, 1996.

Passmore, W. The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2004.

Principal Changes in Long-Term Residential Mortgage Lending in Russia during 1998-2000. Institute for Urban Economics. Moscow, 2001.

Radulovic, A. Regional Mortgage Market: A Tool for Efficient Attracting of Saving and Foreign Investors. Paper for ENHR 2002 conference. ENHR, Vienna.

Realkreditaadet (Asociace dánských hypotečních bank). Annual reports.

Realkreditaadet. Mortgage Credit Financing in Denmark. August 1987.

Renaud, B.M. Housing finance in transition economies. Washington, 1996.

-----Housing finance in Transition Economies. The Early Years in Eastern Europe and the Former Soviet Union. Policy research working paper. World Bank, Washington, 1996.

Renaud, B.M. and Lea, M.J. Contractual Savings for Housing. How Suitable Are They for Transitional Economies? Policy research working paper. World Bank, Washington D.C., 1995.

Rohe, William M. and Michael A. Stegman. The Impact of Homeownership on the Social and Political Involvement of Low Income People. pp. 152-174, Urban Affairs Quarterly, 30. No.1. 1994.

Rohe, William M. and Leslie S. Stewart. Homeownership and Neighborhood Stability. pp. 37-81. Housing Policy Debate, 7, No. 1. 1996.

Rossi, Peter H. and Eleanor Weber. The Social Benefits of Homeownership: Empirical Evidence from National Surveys, pp. 1-35, Housing Policy Debate, 7. No. 1. 1996.

Santomero, A. and Babbel, D. Financial markets, instruments & institutions, 2. edition. Boston, 2001.

Sendi, R. Housing construction in the transition period: Slovenias non-starter situation, Housing Studies 14, 803-819, 1999.

Sharpe, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. pp. 425-252, Journal of Finance, 19. September 1964.

Schirmeister, R. and Kreuz, C. Der investitionsrechnerische Kundenwert. Günter, B./Helm, S. Kundenwert. 2. edition. S. 293-324. Wiesbaden. 2002.

Schirmeister, R. and Nadler, M. Case Study III. Evaluating mortgage designs for reforming socialist economies. International Union of Housing Finance Institutions (ed.). 11. International School Report, 349-366. Münster, 1994.

-----Risikoanalyse kollektiver Wohnugsfinanzierungssysteme unter den ökonomischen und rechtlichen Bedingungen Polens. Düsseldorf, 1997.

-----Effiziente Wohnugsfinanzierungssysteme für Entwicklungs- und Transformationsstaaten. 73-100, Kredit und Kapital. 2002.

Schirmeister, R. and Nadler, M. and Bielicka, G. Wohngungsfinanzierung bei Hochinflation. 2. edition. Düsseldorf, 1997.

Sirota, D. Essetials of real estate finance. 9. edition. Chicago, 1998.

Stöcker, O. Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in den mitteleuropäischen Reformländern. Frankfurt am Main, 1998.

-----The renaissance of the “Pfandbriefe“ in Europe. 30-36, Housing Finance International. June 2001.

Struyk, R.J. The Impact of a housing-linked contract savings scheme on households' holdings of financial assets in India. 557-574, Regional Science and Urban Economics. 1990.

-----Homeownership and housing finance in the former Sovjet Bloc: costly populism. Washington, 2000.

-----Homeownership and Housing Finance Policy in the Former Soviet Bloc: Costly Populism. Urban Institute, Washington, 2000.

Struyk, R.J. and Cooley, S. Regional Economic Development in Eastern Europe: An Example from Poland. Urban Institute, Warsaw, 2000.

Struyk, R. J. and Kosareva, N.B. Natasha Mae: first secondary facility in the former Sovjet Bloc. Vol. 13. Housing Finance International 1999, 29-36. March 1999.

The Concept of Mortgage Lending Development in the Russian Federation. Institute for Urban Economics, Moscow, 2000.

The Economic Institute. The Micro-banking Bulletin. Issue No. 8, Colorado, 2002.

Trofimova, A. Mortgage insurance in housing finance. 14-18, Housing Finance International. March, 2002.

Tsenkova, S.A Concept for a Housing Monitoring System in Latvia. CityInvest Inc., Riga, 2002.

Tucker, M. Financial performance of selected microfinance institutions. Journal of Microfinance Vol. 3, No. 2, 107-123. 2002.

UN. Compendium of Human Settlements Statistic 2001. New York, 2001.

UN/ECE. Housing Finance: Key Concepts and Terms. New York, Geneva, 1998.

-----Country Profiles on the Housing Sector for Poland, Bulgaria, Romania, Moldavia, Lithuania, Slovakia and Albania.

UN HABITAT 2001. Cities in a Globalizing World. Global Report on Human Settlements 2001.

Unie německých hypotečních bank. <http://www.hypverband.de/>

United Nations. Report of the United Nations conference on human settlements (Habitat II). New York, 1996.

-----Report of the international conference on financing for development. Monterrey, Mexico. 18.-22. March 2002.

United Nations Centre for Human Settlements. Finance for shelter and services as a component of the Global Strategy for Shelter of the year 2000. Nairobi, 1990.

-----Integrating housing finance into the national systems of developing countries: exploring the potentials and the problems. Nairobi, 1991.

----- Monitoring human settlements with urban indicators. Nairobi, 1997.

United Nations Economic Commission for Europe. Housing finance – key concepts and terms. Geneva, 1998.

U.S. Congressional Budget Office (USCBO). Federal subsidies and the housing GSEs. Washington, 2001.

-----Federal Housing Subsidies and the Housing GSEs. May 2001.

-----Interest Differentials between Jumbo and Conforming Mortgages, 1995-2000. May 2001.

Van Order, Robert. The Structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with Some Implications for Developing Markets. Freddie Mac.

-----The Economics of Fannie Mae and Freddie Mac. In Peter J. Wallison, ed. Public Purposes and Private Interests: Fannie Mae and Freddie Mac. pp. 83-92. American Enterprise Institute. Washington, D.C., 2000.

----- A Microeconomic Analysis of Fannie Mae and Freddie Mac. Regulation, 23, pp. 27-33, No. 2. 2000.

-----The U.S. Mortgage Market: A Model of Dueling Charters, pp. 233-255, Journal of Housing Research, 11. No. 2. 2002.

-----The Structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with Some Implications for Developing Markets, pp. 16-31, Housing Finance International. September 2001.

Verband deutscher Hypothekenbanken. Výroční zprávy

Verband deutscher Hypothekenbanken. *Der Deutsche Pfandbrief. Fakten und Daten*. Výroční zprávy. Nejnovější verze z roku 2002.

White, Lawrence J. Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of reforming Housing Finance. Journal of Financial Services Research Vol. 23, No. 1, 43-58. 2003.

-----The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation. Oxford University Press. New York, 1991.

-----Bank Regulation in the United States: Understanding the Lessons of the 1980s and 1990s. pp. 137-154, Japan and the World Economy, 14. April 2002.

-----Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of Reforming Housing Finance. Journal of Financial Services Research. 2003.

World Bank. Country Assistance Strategy Reports (Poland, Ukraine, Latvia, etc.).

-----Housing: Enabling Markets to Work. Washington, 1993.

Neformální referáty

Bunce, H. The GSEs Funding of Affordable Loans: A 2000 Update, Housing Finance Working Paper No. HF-013. Office of Policy Department and Research, Department of Housing and Urban Development, April 2002.

Bunce, H. and R. Scheessele, The GSEs Funding of Affordable Loans, Housing Finance. *Working Paper No. HF-001. Office of Policy Department and Research, Department of Housing and Urban Development, December 1996.*

Case, K., J. Quigley and R. Shiller, Comparing Wealth Effects: the Stockmarket versus the Housing Market. NBER Working Paper 8606.

Czerny, M. Changes and Challenges in Housing Policy. 41st Euroconstruct Conference, Vienna, 2000.

Czerny, M. und K. Wagner, Strukturelle Einflussfaktoren auf dem österreichischen Wohnungs- und Immobilienmarkt. Berichte und Studien der Österreichischen Nationalbank, März 2003.

European Mortgage Federation. <http://www.hypo.org/>

Greenspan, A. Testimony on Government-sponsored enterprises before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. United States Senate, 24 February 2004.

International Financial Corporation. <http://www.ifc.org/>.

International Union for Housing Finance. <http://www.housingfinance.org/>.

Realkreditrådet. Mortgage Financing in Denmark and Danish Mortgage Bonds. May 2003. www.realkreditraadet.dk

World Bank. <http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/>

-----World Development Indicators. CD-ROM.