

- uvolnění kapitálu bank pro další úvěrovou expanzi v případě, kdy je balík sekuritizovaných pohledávek vyveden z bilance banky, včetně získání dalších likvidních zdrojů plynoucích z prodeje úvěrů zprostředkovatelům, agenturám.

Při srovnání amerického a evropského trhu existuje zřejmý rozdíl v rozsahu využití této formy sekuritizace. Zatímco v USA je prostřednictvím emisí MBS v současnosti financována více než polovina všech nesplacených hypotečních úvěrů (55 %), v EU jsou to pouze 2 % (rok 2000). Významným důvodem může být absence vládní podpory, která je výslovně zakázána evropským právem s cílem zabránit tržním deformacím. Dalším důvodem je nákladnost a kapitálová náročnost této formy sekuritizace – kupříkladu direktiva 98/32 EC výslovně uvádí 50%ní rizikovou váhu pro MBS oproti 20%ní váze platné v USA. Nákladnost MBS tkví rovněž v nedostatku konzistentních dat v důsledku rozličných právních úprav v jednotlivých členských státech v mnoha oblastech od oceňování majetku, selhání dlužníků, procedur nuceného prodeje až po předčasné splacení, a má za následek upřednostňování hypotečních zástavních listů plnicích podobnou roli jako MBS, ačkoli zůstávají v rozvaze poskytovatele. Nedostatečná standardizace je spojena se značnou variabilitou produktů na evropských trzích, což činí sekuritizaci obtížnou stejně jako odhad pravděpodobných výnosů z MBS.

Efektivita systémů financování vlastnického bydlení

Pojem efektivita není ve všech případech definován jednoznačně a vždy v sobě zahrnuje jistý normativní či subjektivní náhled. Označíme-li něco obecně za efektivní či neefektivní, musíme samozřejmě doplnit, k čemu se tato efektivita vztahuje, zda-li jde o efektivitu nákladovou, efektivitu jako optima užitku jednotlivce či efektivitu alokační. V současnosti je efektivita často chápána jako vlastnost trhů jako takových, nezávisle na povaze tržní struktury (pokud je výsledkem přirozeného vývoje). Výsledky trhů jsou efektivní *per se*, poněvadž mají povahu dobrovolného rozhodování jednotlivců o alokaci jejich omezených zdrojů mezi různá užití. Tyto výsledky však nemusejí být pokládány za spravedlivé, což vede ke snaze o jejich korekci, kupříkladu zásahem do fungování tržního mechanismu či redistribucí výsledného bohatství. Vždy jde tedy o volbu „něco za něco“; problém nastává ve chvíli, kdy zásahy státu mají za následek takové snížení efektivity trhů, které samo o sobě plodí nespravedlnost.

Kvantitativní analýza efektivity

Diamond a Lea se ve své studii z roku 1992 pokusili o kvantitativní a kvalitativní analýzu efektivity hypotečního financování v pěti zemích – Dánsku, Francii, Německu, Velké Británii a USA. Kvantitativní výzkum vychází z pojetí efektivity jako efektivity nákladové a zkoumá úrokové marže na trzích půjček na bydlení, tedy především hypotečních úvěrů. Předpokladem je, že rozdíly v míře konkurence se promítají do ziskových marží a výsledných cen pro zákazníky. Vyšší úrokové marže by naznačovaly jisté neefektivnosti způsobené (za jinak stejných podmínek) méně efektivní tržní strukturou, kupříkladu v důsledku regulačních opatření státu. Vysoké marže by totiž za normálních okolností měly fungovat jako signály vyzývající další subjekty ke vstupu na trh či k rozšíření nabídky, což by následně mělo vést k jejich snížení. Pokud však vysoké marže na trhu přetrvávají, svědčí to o bariérách konkurence či vstupu do odvětví, a tudíž o nižší efektivitě.

V důsledku značné diferenciací produktů, rozdílné struktury trhů a rozdílného charakteru i intenzity státních zásahů nelze porovnávat marže mezi jednotlivými státy bez jakýchkoliv úprav. Pro porovnání marží autoři přistoupili k jejich úpravě tak, aby co nejvíce odstranili zkreslení plynoucí z variability doby splatnosti hypotečních úvěrů, variability opcí, které mohou být součástí kontraktu (například možnost předčasného splacení úvěru) a variability státních dotací v oblasti hypotečního financování (například fiskálních dotací). Výsledkem by měl být ukazatel základní provozní nákladovosti systémů financování bydlení, kterým je podle pojetí Diamonda a Lea (1992) upravená marže (*adjusted spread*). Upravená marže je definována jako:

Upravená marže = $(r^m - r^s) + f + s - o(d, p)$, kde:

r^m = úroková sazba hypotečního úvěru

r^s = úroková sazba vládního dluhopisu se srovnatelnou splatností

f = poplatky vyjádřené jako marže amortizovaná v průběhu průměrné délky života úvěru

s = náklady státních dotací

o = tržní cena opcí

d = pravděpodobnost nesplácení (*default rate*)

p = pravděpodobnost předčasného splacení

Je zřejmé, že pro úvěry bez opcí a významných dotací představuje průměrný rozdíl mezi úrokovou sazbou úvěru a vládního dluhopisu ziskovou marží a je vhodným měřítkem efektivity. V ostatních případech je do rovnice nutno doplnit koeficienty pro příslušné proměnné. V tabulce 5 je uveden souhrn výsledků kvantitativního výzkumu efektivity. Výsledky jsou založeny na srovnání dominantního typu hypotečního úvěru v dané zemi s LTV ve výši 80 %.

Srovnání jak hrubých, tak upravených marží odhaluje rozdíl mezi institucemi financovanými z depozit a těmi, jež využívají zejména zdroje z kapitálového trhu. Upravené marže jsou nižší u těch institucí, které využívají zdrojů z kapitálových trhů, ovšem s výjimkou Velké Británie. Instituce, které financují úvěry z depozit, mají sice marže vyšší, nicméně srovnání je komplikované právě kvůli odlišnému způsobu financování. Instituce získávající zdroje pro poskytování hypotečních úvěrů převážně na kapitálových trzích financují konkrétní balíky hypoték podle *mezních* nákladů na zdroje (*marginal costs of funds*). Náklady na nové zdroje jsou závislé na momentálních podmínkách trhů a jsou naopak nezávislé na existujícím portfoliu úvěrů. Instituce, které financují hypoteční úvěry z depozit s různou dobou splatnosti a z krátkodobých prostředků získaných na finančních trzích, oceňují své produkty podle *průměrných* nákladů na zdroje (*average costs of funds*). Z nižších marží u institucí získávajících prostředky na poskytování hypotečních úvěrů na kapitálových trzích tedy nelze usuzovat na jejich vyšší efektivity.

Jak je rovněž patrné z tabulky 5, Velká Británie, Dánsko a USA patřily mezi země s nejnižšími upravenými maržemi z analyzovaných zemí. Komplikovanost problematiky ovšem neumožňuje přijmout konečná stanoviska ohledně efektivity zmíněných systémů pouze na základě výsledků kvantitativní analýzy. Proto autoři provedli doplňující kvalitativní výzkum, jehož metodika a výsledky budou prezentovány v dalším textu.

Kvalitativní analýza efektivity

Autoři vycházejí z předpokladu, že při absenci dotací bude trh dokonale efektivní, pokud na něm jsou nulové náklady pro vstup a výstup pro jakoukoli firmu, produkt či proces a pokud všichni hráči hrají podle stejných pravidel. Přestože měření uniformity „hracího prostoru“ je obtížné, existují charakteristiky trhu, které přispívají k vyšší konkurenci – například integrace systémů financování bydlení s domácími, zahraničními či globálními finančními a kapitálovými trhy.¹⁹ Definice efektivity, kterou Diamond a Lea v citované studii používají, zahrnuje i náklady potenciálních státních dotací, a proto je třeba kromě zmíněných indikátorů měřící konkurenci na trhu hodnotit rovněž efektivitu těchto dotací. Jinými slovy, i kdyby byla dotace dostupná všem účastníkům trhu, jakékoli náklady mrtvé váhy s ní spojené podporují neefektivitu.

Pro formalizaci přístupu vyčlenili autoři v zásadě čtyři obecné indikátory neefektivity:

- (1) Nedokonalá integrace trhů
- (2) Regulace trhu nebo státní dotace
- (3) Absence chování sledujícího maximalizaci zisku
- (4) Monopolní či oligopolní struktura trhu

Uvedené indikátory použili Diamond a Lea pro hodnocení šesti aspektů trhu pro financování vlastnického bydlení (zahrnuté v rovnici upravené marže):

- (1) Zdroje financování
- (2) Úvěrové riziko
- (3) Riziko úrokové a předčasného splacení
- (4) Riziko likvidity
- (5) Provozní náklady
- (6) Dotace a daně

Každý z aspektů trhu je hodnocen pomocí subjektivní analýzy dostupných kvalitativních a kvantitativních informací o daném indikátoru.

¹⁹ Tedy volný pohyb kapitálu.

Tabulka 5: Efektivita systémů financování bydlení podle upravených marží

<i>Země</i>	<i>Poskytovatel</i>	<i>Úročení a splatnost úvěru</i>	<i>Benchmark</i>	<i>Období</i>	<i>Hrubá marže (bazické body)</i>	<i>Upravená marže (bazické body)</i>
<i>Dánsko</i>	MCI	Fixní (20 let)	10-letý vládní dluhopis	1986-91	128	129
<i>Německo</i>	Hypoteční banky	Fixní (10 let)	10-letý vládní dluhopis	1982-91	147	146
	Banky (1. hypotéky)	Variabilní	Výnosová křivka	1982-91	215	207
	Bausparkass (2. hypotéky)	Fixní (10 let)	5-letý vládní dluhopis	1982-91	-221	165
	Banky (top-up úvěry)	Variabilní	1-letý vládní dluhopis	1982-91	276	276
	Balík: fix	55/15/10	10-letý vládní dluhopis	1987-91	–	165
	Balík: var	65/15	Výnosová křivka	1982-91	–	199
<i>Francie</i>	Banky	Fixní (15 let)	10-letý vládní dluhopis	1987-91	232	265
	Specializovaní poskytovatelé	Fixní (15 let)	10-letý vládní dluhopis	1986-90	234	200
<i>Velká Británie</i>	Stavební společnosti	Variabilní	Výnosová křivka	1987-91	165	120
	Centralizovaní poskytovatelé	Variabilní	3-měsíční vládní dluhopis	1987-91	151	135
<i>USA</i>	Sekuritizovaný trh	Fixní (30 let)	1-letý vládní dluhopis	1982-87 1988-91	223 207	147 123
	Banky	Variabilní	10-letý vládní dluhopis	1988-91	–	182

Zdroj: Diamond a Lea 1992

Zdroje financování

Nejlepších výsledků dle autorů v této oblasti dosahovaly USA a Velká Británie, a to díky rozvinutému a konkurenčnímu hypotečnímu trhu plně integrovanému s kapitálovými trhy. Velká Británie byla hodnocena lépe než USA především kvůli ne zcela efektivním regulačním omezením v USA. Dánsko a Německo vykazovaly (v době realizace studie) větší zásahy vlády jak v oblasti institucionální, tak v oblasti segmentace investorů a obsahu kontraktů. Francie vykazovala ze všech zemí největší objem distorzí, což je do značné míry výsledkem tradiční role státu při alokaci úvěrů.

Úvěrové riziko

Na hypotečních trzích může být úvěrové riziko alokováno mnoha způsoby. Může být kryto prostřednictvím rizikové prémie odrážející se v úročení hypotečního úvěru, může být kryto třetí stranou (pojišťovací institucí, vládou) či minimalizováno prostřednictvím poskytování hypotečních úvěrů s nízkou hodnotou LTV. Dle hodnocení Diamonda a Lea (1992) vykazují všechny zkoumané země, s výjimkou Francie, relativně efektivní alokaci úvěrového rizika. Odlišnosti mezi zeměmi jsou dány především mírou vládních intervencí do obsahu kontraktů a institucionální struktury trhů. Nejlépe byla hodnocena opět Velká Británie. Pojišťovací společnosti jsou zde

schopny nést větší část úvěrových rizik, což zvyšuje dostupnost hypotečních úvěrů s vysokým LTV i pro klienty pořizující si první bydlení. Francie vykazuje nejvíce distorzí, především díky právním obtížím při realizaci zástavy. Zdrojem neefektivity na německém hypotečním trhu je nízké LTV pro spotřebitele pořizující si první bydlení.

Riziko úrokové a předčasného splacení

Jelikož je budoucí výše úrokových sazeb nejistá, je při dlouhodobé investici či poskytnutí půjček jedna ze stran nucena akceptovat riziko plynoucí z budoucího pohybu úrokových sazeb. Pro dlužníka (klienta hypoteční banky) či poskytovatele hypotečních úvěrů může úrokové riziko představovat nejistotu ohledně jeho budoucích peněžních toků (*cash flows*). Úrokové riziko může být řízeno sladěním struktury aktiv a pasiv (aby byl pohyb úrokových sazeb neutralizován), pomocí finančních derivátů či může být akceptováno. Lze předpokládat, že finanční zprostředkovatelé mají lepší předpoklady pro diverzifikaci a řízení úrokového rizika než spotřebitelé. Nicméně efektivní systém by měl nabízet širokou paletu hypotečních kontraktů, které při správném ocenění odrážejí osobní averzi spotřebitele vůči úrokovému riziku.

Jednotlivé hodnocené země se lišily především z hlediska šíře nabídky produktů a míry, do jaké mohou finanční instituce nést úrokové riziko. Nejširší paletu produktů mají k dispozici spotřebitelé ve Velké Británii, ačkoliv úvěry s fixní úrokovou sazbou nebyly příliš frekventované. Díky široké nabídce mají klienti možnost vybrat si takový produkt, který odpovídá jejich rizikové averzi vůči neočekávanému pohybu úrokových sazeb v budoucnu. Rovněž zajištění finančních institucí poskytujících úvěry na bydlení proti úrokovému riziku bylo v době realizace šetření ve Velké Británii na velmi dobré úrovni. Ve Spojených státech se vyvinul zřejmě nejsložitější systém oceňování a alokace úrokového rizika, mimo jiné v důsledku převahy úvěrů s fixní úrokovou sazbou a s ohledem na možnost předčasného splacení hypotečních úvěrů. V Německu je riziko předčasného splacení a s ním spojené úrokové riziko eliminováno zákazem předčasného splácení. Takové řešení minimalizuje rizika na institucionální úrovni, leč omezuje možnosti výběru pro spotřebitele. Francie vykazovala značné distorze zejména kvůli státní podpoře bankovního systému a velkým penále za předčasné splacení úvěrů s fixní úrokovou sazbou.

Riziko likvidity

Všechny trhy hodnocené ve studii Daimonda a Lea (1992) byly, s výjimkou Francie, hodnoceny jako poměrně likvidní. Vysoká likvidita na americkém trhu podpořená sekundárním hypotečním trhem je však nepochybně též výsledkem implicitních vládních garancí pro aktivity velkých zprostředkovatelů. Francie má relativně nejméně likvidní systém financování bydlení kvůli nízkému zapojení kapitálových trhů a též z důvodu, že mnoho poskytovatelů úvěrů ani nemůže vyhledávat zdroje na kapitálových trzích, aniž by zaznamenali ztrátu, poněvadž ve srovnání s neúročenými depozity je jakýkoliv jiný úročený zdroj nutně ztrátový.

Provozní náklady

V praxi jsou údaje o provozních nákladech často zastřeny odlišnými účetními praktikami, nedostatkem specifických informací a neschopností oddělit mezní a průměrné náklady. Všichni poskytovatelé hypotečních úvěrů získávající zdroje na kapitálových trzích (s výjimkou Francie) dosahují nízkých průměrných provozních nákladů. Rozdíly mezi institucemi získávajícími volné finanční prostředky z depozit primárně odráží míru specializace a regulace, náklady na poskytování úvěrových balíčků a náklady na vymáhání nedodržovaných závazků. Prizmatem efektivity operačních nákladů vykazuje nejlepší výsledky dánský systém MCI (*Mortgage Credit Institutions*). Vysoká efektivita dánského systému je však dosažena díky regulaci a oligopolní tržní struktuře, což omezuje konkurenci a možnost spotřebitele vybrat si mezi různými typy produktů.

Dotace a daně

Tato oblast je analyticky nejkomplikovanější, poněvadž je těžké popsat a analyzovat velké množství důsledků státních dotací a regulace. Obecně nejméně dotací v této oblasti existuje ve Velké Británii. V USA existuje množství podpor včetně implicitních a explicitních garancí za závazky zprostředkovatelských agentur, extenzivní pojištění vkladů a pojištění proti neschopnosti splácet hypotéky. V Německu stát přímo vlastní některé banky a skrze ně i hypoteční banky a stavební spořitelny. Dotace plynoucí do stavebního spoření jsou významnou podporou systému financování bydlení. V porovnání s ostatními zeměmi hraje stát největší roli ve Francii, a to především skrze E-L programy a programem PAP (*prêt aidé et l'accession et la propriété*). Autoři (Diamond a Lea 1992) tvrdí, že tyto dotace jsou v posledku velmi neefektivní.

Ve výsledné tabulce 6 je uvedeno konečné hodnocení jednotlivých zemí. Agregace jednotlivých hodnocení do jednoho indikátoru bohužel není podle autorů možná (minimálně není možná bez stanovení váhy jednotlivých hodnocených aspektů, které by bylo čistě výsledkem normativního rozhodnutí), nicméně pro usnadnění orientace a zvýraznění rozdílů mezi zeměmi je v poslední kolonce uveden průměrný výsledek za všechny kategorie pro danou zemi.

Tabulka 6: Kvalitativní analýza efektivity financování bydlení ve vybraných zemích

Země	Financování	Alokace úvěrového rizika	Alokace úrokového rizika	Alokace rizika likvidity	Provozní náklady	Náklady dotací	Hodnocení efektivity
Velká Británie	1	1	1	2	2	1	1,33
USA	2	2	2	1	3	3	2,17
Dánsko	4	2	4	2	1	2	2,50
Německo	3	4	3	2	4	3	3,17
Francie	5	5	5	5	5	5	5,00

Zdroj: Diamond a Lea 1992

Podobně jako kvantitativní analýza efektivity rovněž kvalitativní analýza potvrdila, že nejvyšší efektivity systému financování vlastnického bydlení dosahuje Velká Británie následována s odstupem USA a Dánskem; nejhorší efektivity je naopak dosahováno v Německu a zejména ve Francii. Ze závěrů studie tak mimo jiné vyplývá, že pro efektivní fungování trhu je třeba zdržet se přílišných státních zásahů. Je však nutné připomenout, že chápání efektivity autory této studie vychází samo o sobě z předpokladu, že efektivita je bytostnou vlastností trhů jako takových a že jakýkoliv státní zásah je zdrojem neefektivity. Bylo by tudíž s podivem, kdyby závěry jejich analýz neodpovídaly těmto předpokladům. Pro větší relevanci zjištěných závěrů by autoři měli více zkoumat tento velmi silný předpoklad a proto

i jejich závěry nelze v žádném případě považovat za jakousi finální ideální metodu měření efektivity tržního financování vlastnického bydlení. V každém případě se však tato studie stala první komplexnější studií snažící se měřit efektivitu financování bydlení ve vyspělých zemích a těšila se, a dosud těší, velmi širokému ohlasu.

Analýza komplexity trhu

Komplexita trhu je, mimo jiné, velmi důležitou vlastností vypovídající o efektivitě systému financování bydlení. Komplexitou trhu máme na mysli škálu nabídky nejružnějších produktů financování, z níž si může vybrat co nejširší okruh potenciálních spotřebitelů. Komplexita má tedy dvě hlavní složky: (1) variabilitu produktů a služeb, které umožňují uspokojit různé potřeby a preference spotřebitelů; (2) dostupnost těchto produktů a služeb širokému spektru spotřebitelů. Hodnocení komplexity systémů se věnovali Low, Sebag a Dübel (2003).

Tabulka 7 nám ukazuje průměrnou výši LTV u hypotečních úvěrů (čím vyšší, tím vyšší je dostupnost úvěrů i pro žadatele bez dostatečných úspor), pravděpodobnost získání hypotečního úvěru pro různé sociální skupiny žadatelů a variabilitu účelu, ke kterému mohou žadatelé získaný úvěr využít, pro několik vybraných vyspělých evropských zemí. Ve Velké Británii je relativně nejdostupnější velké množství produktů s vyšší mírou rizika, tedy i produktů s vysokým LTV, a to i pro méně bonitní žadatele o úvěr, jež je možné využít též k různým účelům. Ve většině ostatních zemí jsou nabízeny některé produkty s vyšší mírou rizika, ale klienti s narušenou dlužnickou minulostí či klienti nevyhovující předepsaným bonitním kritériím zde většinou na hypoteční úvěr nedosáhnou.

V tabulce 8 je uveden základní přehled typů produktů dostupných ve zkoumaných zemích, zejména rozlišení hypotečních úvěrů podle jejich úročení a formy splácení. Obecně lze pozorovat menší počet rozdílů mezi zeměmi v paletě nabízených produktů než v typech klientů, kteří takové produkty mohou získat, a v účelech, ke kterým je možné úvěry využít. Hlavní rozdíly jsou patrné u hypotečních úvěrů s dlouhodobou fixací úroků, produktů s omezenou variabilitou úroků²⁰ a produktů s variabilním

²⁰ Tzv. *capped adjustable rate*, jejíž úročení je variabilní, avšak se stanovenou horní hranicí.

Tabulka 7: LTV, druhy dlužníků a účely financování pro hypoteční úvěry ve vyspělých zemích

	<i>Dánsko</i>	<i>Francie</i>	<i>Německo</i>	<i>Itálie</i>	<i>Nizozemí</i>	<i>Portugalsko</i>	<i>Španělsko</i>	<i>VB</i>
LTV								
Typické	80%	67%	67%	55%	90%	83%	70%	69%
Maximální	80%	100%	80%	80%	115%	90%	100%	110%
Dlužník								
Mladá domácnost (<30 let)	1	"	1	"	"	1	1	1
Starší domácnost (>50 let)	1	"	"	"	1	"	"	1
Nemajetný	0	1	"	0	"	"	"	1
Již jednou vystěhován pro neplatičství	"	0	0	0	0	0	0	"
Měl problémy se splácením svých dřívějších dluhů	"	"	0	"	"	0	"	1
Žije ze státní podpory	"	1	"	"	"	1	"	"
Účel								
„Americká“ hypotéka	1	"	1	1	1	1	1	1
Nemovitost v cizí zemi	1	1	"	1	"	0	0	1
Nájemní dům	1	1	1	1	1	1	1	1
Společné vlastnictví	1	"	"	"	"	1	0	1

Klíč: 1 – dostupné
" – omezená dostupnost
0 – nedostupné

Zdroj: Low, Sebag, Dübel 2003

(flexibilním) splácením. Je přirozené, že paleta nabízených produktů je do jisté míry závislá na převažujícím modelu zdrojového financování. Hypoteční úvěry s dlouhodobě fixovanou sazbou jsou dostupnější v těch zemích, kde jejich poskytovatelé získávají zdroje na kapitálových trzích (Dánsko, Německo). V zemích, kde finanční instituce poskytující hypoteční úvěry získávají zdroje především z depozit (Španělsko, Velká Británie, Nizozemí), je naopak patrná širší nabídka způsobů splácení a větší flexibilita produktů s variabilní úrokovou sazbou.

Variabilita nabízených produktů ovlivňuje nákladnost jejich distribuce. Ve Velké Británii a Nizozemí, kde je dostupná široká paleta produktů, je pro spotřebitele relativně obtížné se na trhu zorientovat. Proto v těchto zemích rovněž roste poptávka po nezávislém odborném poradenství. Pomocí nezávislých poradců je ve Velké Británii alokováno téměř 40 % a v Nizozemí více než 20 % hypotečních úvěrů. Naproti tomu v Itálii a Francii je tento podíl nižší než 5 % a v Německu činí okolo 10 % – v těchto zemích je distribuce téměř výhradně zajišťována skrze pobočkovou síť bank. Přímy

nákup produktů telefonem či pomocí internetu nedosahuje v žádné ze zemí významnějšího podílu, v tomto ohledu je nejdále Velká Británie s necelými 10 % hypotečních úvěrů distribuovaných touto cestou.

Informovanost je obecně nezbytnou podmínkou dobrého fungování trhu. Dostupnost informací o hypotečních produktech má několik úrovní: (1) zda sami poskytovatelé inzerují informace o hypotečních úvěrech a úrokových sazbách, (2) zda jsou tyto informace publikovány v denním tisku, (3) zda jsou publikovány v odborných periodikách, (3) zda existují internetové stránky s informacemi o produktech a (5) zda existují nezávislí finanční poradci poskytující informace o hypotečních produktech.

Všeobecně lze říci, že uživatelé internetu mají lepší přístup k informacím než potenciální klienti bez přístupu na internet (Low, Sebag, Dübel 2003). Informace o hypotečních úvěrech jsou široce dostupné ve Velké Británii, Nizozemí a Německu prostřednictvím internetu, denního a odborného tisku a pomocí zavedené poradenské

Tabulka 8: Variabilita produktů ve zkoumaných zemích

Struktura úrokových sazeb								
	Dánsko	Francie	Německo	Itálie	Nizozemí	Portugalsko	Španělsko	VB
Variabilní	1	1	1	1	1	1	1	1
Variabilní (vázaná)	1	1	0	1	1	1	1	1
Diskontovaná[1]	0	1	0	"	0	0	1	1
Omezená variabilita	1	1	"	"	1	0	"	1
Délka fixace úrokové sazby								
2 až 5 let	1	1	1	1	1	"	"	1
5 až 10 let	1	1	1	1	1	"	"	"
10 až 20 let	1	1	1	"	1	0	"	"
20 a více let	1	"	"	"	"	0	"	0
Forma splácení úvěru								
Anuitní	1	1	1	1	1	1	1	1
Pouze úroky („ <i>interest only mortgage</i> “)	"	1	1	"	1	0	0	1
Flexibilní („ <i>flexible mortgage</i> “)	"	1	0	"	1	0	"	1
Zpětná hypotéka („ <i>reverse mortgage</i> “ nebo též „ <i>equity release</i> “)	1	0	"	1	1	0	"	1
„ <i>Full yield maintenance fee</i> “*	1	0	0	0	0	0	0	"

Klíč: 1 – dostupné ~ – omezená dostupnost 0 – nedostupné

*Klient v případě předčasného splacení úvěru musí zaplatit plnou výši úroků splatných po dobu celé doby splatnosti.

Zdroj: Low, Sebag, Dübel 2003

sítě. Naopak informace je mnohem obtížnější získat ve Francii, Itálii a Portugalsku. Navíc v zemích, kde jsou výsledné úrokové sazby mnohdy předmětem individuálního vyjednávání, jako například ve Španělsku či Portugalsku, jsou publikované úrokové sazby z hypotečních úvěrů pouze přibližným indikátorem.

Výsledky výzkumu komplexity trhu agregované do podoby indexu komplexity trhu (vyšší číslo vyjadřuje větší počet splněných kritérií, vyšší komplexitu trhu) jsou shromážděny v tabulce 9. Index odráží relativní rozdíly mezi nabídkou produktů, jejich distribucí, variabilitou potenciálních dlužníků i úrovní informovanosti o produktech v relativním srovnání mezi jednotlivými analyzovanými zeměmi. **Ačkoliv**

tento alternativní způsob hodnocení efektivity systému tržního financování vlastnického bydlení potvrdil výsadní postavení Velké Británie, Nizozemí a Dánska, německý, španělský a italský systém byly co do efektivity hodnoceny daleko hůře než systém francouzský. Důvodem může být jednak použití rozdílné metodologie, ale také čas hodnocení (francouzský systém od konce 80. let prošel zásadnější reformou).

Podrobnější analýza nákladů poskytovatelů hypotečních úvěrů je obvykle limitována nedostupností či úplnou absencí dat, která nejsou publikována nebo jsou přímo utajována z konkurenčních důvodů. Sami poskytovatelé mají často omezený přehled o detailech svých nákladů (Low, Sebag, Dübel 2003). Údaje uvedené níže byly

Tabulka 9: Index komplexity trhu

Země	Produkt	Dlužník a účel	Distribuce	Informace a rady	Index komplexity
Dánsko	85%	62%	71%	80%	75%
Francie	81%	67%	42%	70%	72%
Německo	62%	48%	54%	100%	58%
Itálie	65%	51%	42%	50%	57%
Nizozemí	81%	73%	88%	80%	79%
Portugalsko	35%	58%	71%	40%	47%
Španělsko	58%	67%	88%	90%	66%
VB	77%	92%	100%	100%	86%
Váha	50%	35%	10%	5%	–

Zdroj: Low, Sebag, Dübel 2003

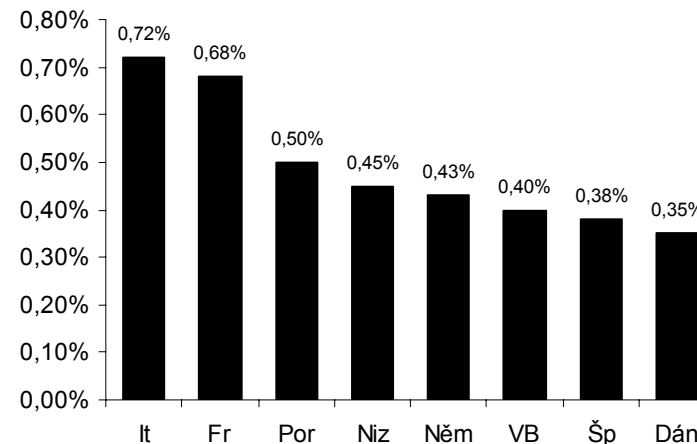
zjištěny výzkumem poskytovatelů hypotečních úvěrů provedeném pomocí dotazníkového šetření a individuálních rozhovorů. Autoři průzkumu upozorňují, že s ohledem na nízký počet respondentů je nutno prezentované údaje interpretovat s velkou opatrností. Graf 6 uvádí podíl provozních nákladů (definovaných jako náklady distribuční, pořizovací a náklady na správu hypotečních úvěrů) na úhrnu nesplacených hypotečních úvěrů – podle jeho výše lze hodnocené země rozdělit do dvou kategorií:

(1) Země s relativně vysokým podílem provozních nákladů (Itálie, Francie a Portugalsko). Hlavní příčinou se zdají být komplikovanější právní procesy (především v Itálii), složitější státní regulace a nízká průměrná výše úvěru (jistiny), což přispívá k vyššímu podílu nákladů připadajících na jeden úvěr.

(2) Země s relativně nižším podílem provozních nákladů (Dánsko, Nizozemí, Německo, Španělsko a Velká Británie).

Výsledky kvalitativního šetření (individuálních rozhovorů s poskytovateli úvěrů) do značné míry podpořily závěry založené na kvantitativních údajích. Italští poskyto-

Graf 4: Odhadované průměrné provozní náklady hypotečního úvěrování (v % z nesplacené části hypotečních úvěrů)



Zdroj: Low, Sebag, Dübel 2003

vatelé hypotečních úvěrů zmiňovali dlouhotrvající a nákladné procedury při uplatňování nároku na zástavu; jiným problémem byla též přezaměstnanost, kterou banky nejsou schopny řešit kvůli právním restrikcím a regulaci. Francouzští poskytovatelé úvěrů odkazovali na obecně nízkou ziskovost hypotečních produktů způsobenou nízkými maržemi a malými úvěry. Poskytovatelé z Německa, Nizozemí a Velké Británie zdůrazňovali zlepšení poskytovaných služeb v důsledku úspor z rozsahu, ať na svých pobočkách nebo využitím služeb třetích stran. Zmiňovány byly rovněž výhody *outsourcingu*, který umožňuje některé fixní náklady transformovat na variabilní.

Analýza efektivity dle metodiky UN/ECE

Studie UN/ECE (2005) s cílem vytvořit „kuchařku“ pro zavádění systémů tržního financování vlastnického bydlení v zemích SVE se rovněž částečně věnovala popisu indikátorů, které mohou sloužit pro hodnocení efektivity jednotlivých národních systémů financování vlastnického bydlení. Studie rozlišuje několik základních indiká-

torů; první skupina indikátorů se vztahuje k nabídce úvěrů na bydlení (*Supply of Credit*) a autoři sem zahrnují:

- a) portfolio (objem) úvěrů na bydlení v podobě poměru nesplacených úvěrů na bydlení k celkovému nesplacenému portfoliu (objemu) úvěrů;
- b) kontinuita a variabilita v nabídce nových úvěrů v čase;
- c) tržní podíly jednotlivých poskytovatelů úvěrů na bydlení, které vypovídají o míře koncentrace na trhu;
- d) údaje o průměrné výši jistiny a LTV (nízké hodnoty LTV svědčí o velké konzervativnosti bank ve vztahu k úvěrovému riziku a očekávanému pohybu cen nemovitostí, na druhé straně znevýhodňují zejména mladé lidi, kteří nedisponují dostatečnými vlastními úsporami, v přístupu k vlastnickému bydlení), době splatnosti úvěrů.

Druhá skupina indikátorů se vztahuje k „fyzické“ dostupnosti úvěrů (*Credit availability*) a zahrnuje:

- a) zastoupení hypoték s různým LTV;
- b) počet klientů využívajících úvěry na bydlení jako procentuální podíl populace;
- c) míra zprostředkování úvěrů třetími stranami (finančními poradci, developery, dalšími partnery bank).

Třetí skupina indikátorů se vztahuje k finanční dostupnosti úvěrů (*Credit affordability*), které jsou determinovány zejména náklady na „vypůjčování“ ze strany potenciálních klientů bank, tzn. zahrnují zejména nominální a reálné úrokové sazby, komisní a administrativní náklady, náklady na ocenění nemovitosti a pojištění (a event. další náklady spojené se získáním úvěru) a požadavky na maximální zatížení domácnosti splátkou úvěru na bydlení (bonitní kritéria). Nezanedbatelnou úlohu hrají i poplatky za správu úvěru, likviditní riziko (v jakém okamžiku a za jakých podmínek může být poskytnut úvěr) a úrokové riziko (jakým způsobem banka „přenáší“ úrokové riziko na klienta, jak se klient může bránit atp.).

Podmínkou efektivně fungujícího systému financování vlastnického bydlení je dostatek levných zdrojů, které mohou banky využít k financování poskytovaných hypotečních úvěrů. Poskytovatelé kapitálu (zejména investoři do hypotečních zástavních listů, případně jiných cenných papírů emitovaných na základě poskytnutých úvěrů na bydlení) posuzují při svém rozhodování zejména výnos investice, který je kalkulován často jako rozpětí mezi výnosovou mírou hypotečních zástavních listů (HZL) a výnosovou mírou z vládních obligací pro obdobnou dobu splatnosti. Vedle výnosu je posuzována rizikovitost investice, která je dána zejména inflačním rizikem, rizikem pohybu úrokových sazeb, solventností a likviditními rezervami emitentů HZL, úvěrovým rizikem spojeným s portfoliem úvěrů, na něž jsou HZL emitovány, tj. zejména mírou delikvence (nesplácení). Důležitou roli při posouzení rizikovitosti hraje dostatek informací o kvalitě a zajištění úvěrů, na něž jsou emitovány HZL. Významnou roli hraje rovněž výnosnost investice pro akcionáře, která souvisí s nákladovou efektivitou (může být měřena jako poměr provozních nákladů k celkovému portfoliu nebo k celkovým aktivům, poměrovými ukazateli ROE – rentabilita vlastního kapitálu²¹ a ROA – rentabilita aktiv²²).

Efektivitu systému financování vlastnického bydlení ovlivňují i legislativní podmínky, které se odrážejí konkrétně například v práci soudů (doba vymáhání a vymahatelnost pohledávek), práci katastrů nemovitostí a daňovými podmínkami. Legislativní podmínky úzce souvisí rovněž s mírou a formami státních intervencí na trhu s bydlením, finančních a kapitálových trzích.

Ačkoliv se studie UN/ECE věnovala výčtu možných indikátorů k měření efektivity jednotlivých národních trhů, samotné hodnocení nebylo její součástí, a proto v tomto případě nedochází k žádným závěrům srovnávacích v relativních souvislostech postavení jednotlivých evropských či vyspělých zemí. V této studii ji uvádíme jen jako doplňkovou inspiraci pro případně budoucí práce v této oblasti.

²¹ Prostřednictvím ukazatele je zjišťováno, zda kapitál přináší dostatečný výnos a zda je kapitál využíván s intenzitou odpovídající investičnímu riziku. Ukazatel má být vyšší než úroky, které by investor získal při jiné formě investování. Hodnota ukazatele se vypočte jako podíl zisku a vlastního kapitálu.

²² Prostřednictvím ukazatele je zjišťována efektivita, s jakou banka využívá svá aktiva na generování zisku. Hodnota ukazatele se vypočte jako poměr čistého zisku (případně zisku před zdaněním a úroky) k celkovým aktivům.