

V další části této kapitoly uvedeme stručný popis vybraných systémů financování vlastnického bydlení ve vyspělých zemích – a to v Německu, Francii, Velké Británii a USA. Zatímco míra státního intervencionismu do oblasti tržního financování bydlení je relativně vysoká v prvních dvou zemích, v USA a Velké Británii je tomu spíše naopak.

### Systémy tržního financování vlastnického bydlení ve vybraných vyspělých zemích

#### Německo

V Německu poskytuje hypoteční úvěry pět druhů institucí (viz tabulku 3), přičemž na konečném financování bydlení pro konkrétního klienta se zpravidla podílí i několik institucí najednou, často spadajících do jedné velké finanční skupiny. Poskytovatelé úvěrů nabízejí úvěrové balíky zahrnující dva až tři samostatné úvěry s fixní i variabilní úrokovou sazbou. Tato skutečnost plyne částečně z regulace, tradice a částečně je výsledkem tržního vývoje. Poskytovatelé získávají zdroje jak z bankovních depozit, tak na kapitálovém trhu emisemi zástavních listů (výjimečně též MBS). Velmi významná část prostředků pro krytí ceny vlastního bydlení pochází z úspor a příspěvků rodinných příslušníků, příbuzných (na počátku 90. let stále plných 45 %).

Německé domácnosti tradičně upřednostňují hypoteční úvěry s fixní úrokovou sazbou, což bývá vysvětlováno dvěma skutečnostmi (Diamond a Lea 1992): (1) relativně vysokými cenami vlastnického bydlení, a (2) častým výskytem makroekonomické nestability v průběhu 20. století, především v jeho první polovině. Upřednostňování úvěrů s fixní úrokovou sazbou vedlo k rozvoji hypotečního bankovníctví a k brzkým emisím hypotečních zástavních listů (*Pfandbrief*). Hyperinflace ve 20. letech minulého století stála též v pozadí vzniku modelu stavebního spoření (*Bausparkasse*), z něhož byly poskytovány úvěry s fixním úrokem pod úrovní tržní úrokové sazby.

V Německu existuje relativně striktní regulační rámec, který má chránit instituce vydávající hypoteční dluhopisy a instituce poskytující produkty stavebního spoření. Zákony omezují vydávání hypotečních zástavních listů a aktivity v oblasti stavebního spoření na zvláštní pro tento účel zřízené finanční instituce. Hypoteční banky a stavební spořitelny tradičně poskytují většinu dlouhodobých úvěrů s fixními úrokovými sazbami, dohromady okolo poloviny všech poskytnutých úvěrů; dalšími poskytovateli jsou spořitelny (velká část z nich je ve veřejném vlastnictví), s daleko menším podílem též komerční banky a kapitálové životní pojišťovny (tabulka 3).

Obrázek, který nám poskytuje tabulka 3, není ovšem příliš přesný. Na německém finančním trhu dominují tři velké komerční banky – Deutsche Bank, Dresdner Bank a Commerzbank – které se až do 70. let minulého století zaměřovaly téměř výhradně na poskytování úvěrů právníkům osobám. Na konci 70. let však skrze akvizice a zakládání hypotečních bank a stavebních spořitelen vstoupily též na spotřebitelské trhy. Při svém nástupu na trhy spotřebitelských produktů se banky řídily strategií nazývanou *Allfinanz*, jež pro klienta znamená kompletní nabídku finančních produktů „pod jednou střechou“ včetně finančního poradenství. Tyto banky spolu s několika dalšími velkými regionálními bankami nakoupily či založily specializované hypoteční banky, stavební spořitelny a zároveň vytvořily úzkou spolupráci s pojišťovacími a realitními společnostmi. To samozřejmě vedlo ke značnému stupni koncentrace hypotečního úvěrování v Německu, jakkoliv to není z tradičního způsobu měření koncentrace trhu zcela patrné. Podle metody měření koncentrace pomocí Herfindahlova indexu<sup>10</sup> jsou německý, britský a španělský trh nejméně koncentrované; *německý trh se ovšem vyznačuje značnou koncentrací institucionálního charakteru (propojenost jednotlivých separátních finančních institucí do silných finančních skupin, stejně jako křížové poskytování produktů)*, která není zachytitelná tímto ukazatelem. Většina stavebních spořitelen nebo hypotečních bank jsou dnes dceřinnými společnostmi velkých komerčních bank.

---

<sup>10</sup> Herfindahlův index je definován jako součet čtverců tržního podílu každého poskytovatele. Tento ukazatel lépe reflektuje vstup nových menších poskytovatelů na trh a vliv poskytovatelů s velmi velkými tržními podíly. *US Department of Justice* definuje trhy s hodnotou indexu větší než 1800 jako vysoce koncentrované, trhy s hodnotou indexu nižší než 1000 jako nekoncentrované a trhy s hodnotou v rámci tohoto (1000 – 1800) intervalu jako koncentrované.

Tabulka 3: Tržní podíly poskytovatelů hypotečních úvěrů v Německu, 2002

<i>Instituce</i>	<i>Tržní podíl (% z nesplacených hypotečních úvěrů)</i>
Spořitelny, komerční banky	31,9
Veřejné banky	8,7
Hypoteční banky ( <i>Hypothekenbanken</i> )	16,2
Stavební spořitelny ( <i>Bausparkassen</i> )	36,8
Kapitálové životní pojišťovny	6,3

Zdroj: UN/ECE 2005

Volný vstup na trh je důležitým faktorem ovlivňujícím míru konkurence na takovém trhu. Volný vstup na německý trh hypotečních úvěrů je znesnadněn jeho fragmentací, která snižuje případné výnosy. I kdyby však zahraniční banka chtěla na trh vstoupit, činí horizontální a vertikální propojení finančních institucí, zpravidla pod hlavičkou největších německých komerčních bank, akvizice velmi nesnadnými. Další bariérou pro větší konkurenci je veřejné vlastnictví některých bank, které požívají veřejných záruk, daňových výhod a přístup k místně specifickým informacím.

Klienti při pořizování vlastního bydlení zpravidla získávají prostřednictvím „své“ domovské banky balík úvěrů, který se skládá z hypotečního úvěru od hypoteční banky (pokud žádají úvěr s fixním úročením) nebo od mateřské banky (pokud žádají úvěr s variabilním úrokem) – tento úvěr zpravidla představuje 50 % nominální hodnoty úvěrového balíku. Dalších 30 % tvoří úvěr a úspory ze stavebního spoření (druhá hypotéka, jež se zapíše do katastru jako druhá zástava) od spořitelny patřící do stejné finanční skupiny jako mateřská banka a na zbylých 20 %, pokud klient nemá dodatečné úspory, získá malý třetí<sup>11</sup> zpravidla nezajištěný úvěr od mateřské banky s vyšší úrokovou sazbou. Klienti stavebních spořitelien získávají podobné balíky od těch společností, které jsou ve stejné finanční skupině jako daná stavební spořitelna (UN/ECE 2005).

<sup>11</sup> Něm. *Überbrückungskredit*, angl. *top-up loan*.

<sup>12</sup> Zákon o stavebních spořitelkách.

*Třetí doplňkový úvěr hraje klíčovou roli.* Tradiční konzervatismus německých bank i státní regulace hypotečního bankovníctví mají za následek, že mnoho klientů nedosáhne na klasický hypoteční úvěr s dostatečně vysokým LTV. Stavební spořitelny mají při poskytování úvěrů různé politiky, ale většinou pro získání úvěru ze stavebního spoření vyžadují, aby klient naspořil 40 až 50 procent „cílové částky“ (výše úvěru je zpravidla rovna výši naspořené částky), což je při vyšší hodnotě úvěru pro klienta neúnosné. Z obou důvodů je pro mnohé žadatele zpravidla zapotřebí dodatečného třetího úvěru. Tento třetí úvěr je obvykle konstruován jako nezajištěný, a tudíž banka určuje, zda (či kdy) je dlužník schopen zakoupit si dům. Schopnost klienta získat tento úvěr, a často i výše úrokové sazby z úvěru, je determinována platební schopností klienta, tedy nikoli hodnotou kupované nemovitosti (Diamond a Lea 1992, UN/ECE 2005). Zákon<sup>12</sup> reguluje kontrakty nabízené stavebními spořitelkami a úrokové sazby u jejich úvěrů mohou být fixovány až na dobu 10 let. Úvěry nabízené běžnými spořitelkami mají dobu fixace 5 až 6 let, sazby nabízené specializovanými hypotečními bankami jsou obvykle fixovány na dobu 5 až 10 let.

#### Stavební spořitelny (Bausparkassen)

Stavební spoření je unikátní systém typický pro německý hypoteční trh; později byl zaveden i v jiných zemích, zejména pak Rakousku a zemích tranzitivních. Domácnostem nabízí dlouhodobé úvěry s fixními úroky nižšími než na volném trhu, které jsou financované pomocí dobrovolného spoření a státních příspěvků. V Německu byl vznik systému stavebního spoření reakcí na hyperinflaci ve 20. letech minulého století. Smlouvy o stavebním spoření mohou uzavírat pouze specializované instituce, stavební spořitelny (*Bausparkassen*). Na německém trhu působí 27 soukromých stavebních spořitelien, jež jsou ovšem velkou většinou vlastněny „mateřskými“ komerčními bankami.

Primárním obchodním modelem je uzavření smlouvy o pravidelném spoření, přičemž po dosažení určitého poměru úspor k cílové částce (obvykle 40 – 50 %) mají střadatelé nárok na úvěr ze stavebního spoření s úročením o 2 procentní body vyšším, než činily úroky z úspor. V současnosti jsou úvěry úročeny sazbou 4 až 5 % (UN/ECE

2005). Doba splácení úvěru může dosáhnout až 20 let, nicméně běžná doba splácení je 9 – 12 let (Donner 2000). Spořicí cyklus tradičně trval sedm až deset let, v průběhu 80. let však průměrná doba spoření klesla na tři až čtyři roky, což odráží menší cílové částky a častější využívání úspor a úvěrů ze stavebního spoření na renovace. Poskytnutí úvěru je závislé na dostatku vkladů od ostatních střadatelů; obecně je ovšem čekací doba na přidělení úvěru poměrně krátká. Úvěry ze stavebního spoření slouží jako druhá hypotéka a téměř vždy jsou doplněny dalšími zdroji financování.

Spoření je v rámci systému stavebního spoření dotováno spolkovou vládou a to ve formě státní prémie; průměrná státní prémie (v agregovaném vyjádření jako poměr celkové sumy vyplacených premií a celkové sumy jednorozročných úspor) poklesla ze 17 % ročních úspor (do roku 1982) na 2,3 % v roce 1990. Maximální výše státní prémie tvoří v současnosti 8,8 % ročních úspor, nejvíce však 45,06 EUR pro jednotlivce, resp. 90,11 EUR pro manželský pár; státní prémie je příjmově cílená.

### Francie

Francouzský systém financování vlastnického bydlení prochází od 80. let 20. století značnými změnami směrem od rozdrobeného, široce dotovaného a regulovaného systému k systému spoléhajícímu na přirozené působení trhů. **V roce 1984 činil podíl půjček na bydlení bez přímé státní dotace jednu čtvrtinu, v roce 1990 polovinu a v roce 2002 již 80 % všech poskytnutých úvěrů na bydlení** (Diamond a Lea 1992, Kasparova 2002). Přesto je francouzský hypoteční trh, ve srovnání s ostatními evropskými zeměmi, spíše nevyvinutý (podíl nesplacené části hypotečních úvěrů na bydlení na HDP činil v roce 2002 20 %), též v důsledku vysokého podílu sociálního bydlení na bytovém fondu. Většina úvěrů na trhu je poskytována za fixní úrokovou sazbu. Banky a specializovaní poskytovatelé nabízejí však též úvěry s variabilní úrokovou sazbou – ty dnes tvoří 20 až 30 % z objemu nesplacených úvěrů. Běžný hypoteční úvěr má dobu splatnosti okolo 15 let a LTV na úrovni kolem 65 %, přičemž LTV může dosáhnout až 100 % odhadní ceny nemovitosti.

Tržní podíl dotovaných hypotečních úvěrů *prêt aidé* *à l'accession* *à la propriété* – PAP (pomocný úvěr na bydlení zacílený na domácnosti s průměrnými příjmy) klesl z 25 % v roce 1984 na 5 % v roce 1990 a v roce 1995 byl zcela zrušen a nahrazen bez-

úročnými státními půjčkami (*prêts à taux zéro*). Tyto úvěry jsou dostupné přes běžný bankovní systém, ušlé úroky jsou bankám kompenzovány z veřejných zdrojů – jedná se tedy o jistou formu úrokové dotace. Byt, jež je pořízen s pomocí *prêt à taux zéro*, musí být hlavním bydlištěm dlužníka a musí jít o jeho první vlastní bydlení. Výše úvěru nesmí překročit 50 % úhrnu všech úvěrů vzatých pro pořízení bytu a 20 % celkových nákladů pořízení bytu. Omezení možnosti požádat o tento úvěr jsou dána počtem členů domácnosti a regionem, kde domácnost žije. Průměrný úvěr *prêts à taux zéro* činil v roce 2000 18.500 EUR (Donner 2000).

Ve Francii existuje též zvláštní program „smluvních“ úvěrů – *prêt conventionné* – tyto úvěry mohou dosahovat až 90 % hodnoty nemovitosti a doby splatnosti 10 až 20 let. Úročení úvěru se odvíjí od základní sazby centrální banky plus 2,3 procentního bodu u úvěrů s variabilním úrokem a 2,6 procentního bodu u úvěrů s fixní úrokovou sazbou. V roce 1993 byl vedle výše zmíněného zaveden program *prêts à l'accession sociale*, který spočívá ve státních garancích, jež umožňují snížit rizikovou premii u úvěrů *prêt conventionné* a tedy snížit úrokovou sazbu o přibližně 0,6 procentního bodu.

Rozšířeným zdrojem pro financování vlastnického bydlení je také státem podporovaný systém francouzského spoření na bydlení – *Epargne-Logement* (E-L). Každý člen domácnosti si v rámci tohoto programu může otevřít účet a po čase získat půjčku za úrokovou sazbu nižší, než je tržní úroková sazba – je to jakási forma stavebního spoření, jež je však provozována běžnými komerčními bankami a nejedná se tudíž o uzavřený cyklus financování skrze specializované finanční instituce. Půjčky z těchto zdrojů většinou představují menší doplňkový úvěr k úvěru získanému na trhu či k bezúročným státním půjčkám.

Na francouzském trhu s hypotečním financováním, který je poměrně koncentrovaný, můžeme nalézt několik typů finančních institucí, které zajišťují financování vlastnického bydlení (ať už formou klasických hypotečních úvěrů nebo úvěrů plynoucích ze smluvního spoření E-L). Největší podíl na trhu mají podílové a družstevní banky, mnohé z nich ve státním či kvazi-státním vlastnictví (samotná *Credit Agricole* po poslední fúzi s *Credit Lyonnais* získala údajně téměř 40%ní podíl na trhu). Podíl běžných komerčních bank je okolo 20 % a podíl ostatních specializovaných poskyto-

vatelů (*sociétés financières*), které získávají své zdroje pouze na finančních trzích, okolo 30 %. Posledně zmiňované instituce neposkytují úvěry ze smluvního spoření. **Pět hlavních poskytovatelů hypotečních úvěrů má více než 70%ní tržní podíl, což vzhledem k velikosti populace a trhu představuje značnou míru koncentrace. I podle Herfindahlova indexu je francouzský hypoteční trh charakterizován jako koncentrovaný.**

Banky (jak družstevní, tak komerční) získávají finance primárně z depozit, které tvoří přes 80 % všech zdrojů pro hypoteční úvěry. Depozita představují pro francouzské banky velmi laciný zdroj financování, jelikož: (1) se nevyplácí úrok na vklady uložené na dobu tří měsíců a kratší, a (2) účty, které jsou nejčastěji využívány pro ukládání úspor, mají státem regulované či dotované úroky (buď přímo nebo ponejvíce prostřednictvím daňového zvýhodnění). Další 10 % zdrojů pro financování úvěrů zajišťují emise a prodej hypotečních zástavních listů (*obligations foncières*), zbytek je financován nezajištěnými dluhopisy, dluhopisy CRH a cennými papíry emitovanými na základě poskytnutých hypotečních úvěrů (*mortgage backed securities* – MBS). Ačkoli trh s MBS v 90. letech rostl, byl překonán dynamikou růstu hypotečního bankovníctví, jelikož hypoteční zástavní listy mají lepší likviditu a též nepřímou vládní podporu. CRH představuje vydávání speciálních, hypotékami zajištěných obligací pomocí vládní procedury známé jako *Caisse de Refinancement de Hypothécaire* (CRH).

#### Programy *Epargne-Logement*

Francouzský systém smluvního spoření *Epargne-Logement* hraje v rámci financování bydlení ve Francii ještě významnější roli než *Bausparkasse* v Německu. Jelikož systém umožňuje otevření účtu každému členu rodiny, bylo v roce 1995 otevřeno kolem 7 milionů spořicíh účtů CEL a 12 milionů účtů PEL. E-L je tvořen dvěma programy – prvním je již zmíněný CEL, ustavený v roce 1965. Prostředky (úspory a úvěry) v rámci tohoto programu jsou určeny výlučně na nákup bydlení, libovolné úspory jsou

úročeny nízkou, avšak nezdaněnou sazbou 2,25 % plus státní premii ve výši 5/9 úroků (maximálně 1.150 EUR) a po pouhých 18 měsících spoření vzniká nárok na nízkoúročenu půjčku za 4,25%ní úrok. Ačkoliv tento způsob spoření byl velmi populární, brzy se ukázalo, že je vzhledem ke krátké spořicí fázi využíván spíše jako vhodný spořicí instrument. Reakcí byl vznik druhého programu, programu PEL (ustaven v roce 1969), který velmi rychle – co do počtu účtů a objemu úspor – překonal program CEL. Program PEL nabídl dvojnásobně vyšší nezdaněný výnos z úspor než program CEL (5 %, dnes 4,25 %) a podobně i nárok na nízkoúročenu úvěr. Úspory však musí být ukládány v dohodnuté výši, pravidelně a nejméně po dobu 5 let; úrok je navíc navýšen státní premii ve výši 2/7 úroků (maximálně však 1.500 EUR). Úvěr může dosáhnout výše až 92.000 EUR s dobou splatnosti 5 až 15 let a s úrokem ve výši 4,8 % (Donner 2000) – ten je sice o něco vyšší než u programu CEL, nicméně vyšší úrok z úvěru je kompenzován mnohem vyšším výnosem z úspor, větší koncovou částkou úvěru a delší dobou splatnosti úvěru. S deregulací a koncentrací francouzského systému se systém E-L stává anachronickým.<sup>13</sup> Dotovaný systém E-L brzdí rozvoj tržního systému financování bydlení, jelikož pokrývá ceny a mění rozhodování jednotlivců o alokaci prostředků.

#### Velká Británie

**Britský systém financování bydlení je dnes obecně považován za nejméně regulovaný v Evropě.** Do roku 1984 byly úrokové sazby z hypotečních úvěrů do velké míry nezávislé na úrokových sazbách na finančních trzích, což často vedlo k nedostatku zdrojů, hypotečních úvěrů.<sup>14</sup> Díky deregulaci je hypoteční úvěr, který byl v některých obdobích konce 70. a začátku 80. let minulého století distribuován i přidělovým systémem, dnes běžně dostupný i příjmově slabším britským domácnostem. Šíří nabídky hypotečních produktů na britském trhu dokumentují tabulky 7 a 8 v podkapitole věnující se efektivitě jednotlivých systémů tržního financování bydlení. Finanční

<sup>13</sup> Není třeba, aby finance pro bydlení byly administrativně vydělovány či směrovány.

<sup>14</sup> Na finančních trzích, tedy trzích, kde se obchoduje s peněžními prostředky s různou mírou rizika a různou dobou splatnosti a kde je cenou úrok, existuje tendence k vyrovnávání úrokových sazeb u investičních příležitostí s podobnou časovou a rizikovou strukturou. Pokud na trhu vznikne situace, kdy jedna investiční příležitost nabízí vyšší výnos než jiná, a to při stejné míře rizika, mělo by dojít k tomu, že subjekty budou své zdroje přesměrovávat k výnosnějšímu produktu. Výsledkem bude, že obě investiční příležitosti budou přinášet srovnatelný výnos. V případě, že bude administrativním způsobem těmto procesům zabráněno, kupříkladu tak, že bude stanovena maximální úroková sazba z hypotečního úvěru, budou prostředky jednotlivců vynakládány neefektivně, tedy na jedné straně bude vznikat nedostatek zdrojů a na druhé jejich přebytek.

instituce mohou nabízet různé druhy služeb a programů a nejsou omezovány ani na straně získávání zdrojů pro své úvěrové aktivity. Absentují zde speciální dotované programy financování a existuje volný vstup firem do hypotečního průmyslu.

Přes tuto otevřenost dominují britskému trhu, i díky své dlouhodobé tradici, stavební společnosti (*building societies*). Tyto finanční instituce dnes téměř nerozeznatelné od běžných bankovních ústavů jsou schopny přilákat relativně nízkonákladové zdroje pro úvěrové financování, především ve formě depozit. Jediný rozdíl oproti bankám spočívá ve specializaci činnosti na poskytování hypotečních úvěrů pro bydlení. Druhou největší skupinu (podle podílu na trhu) tvoří komerční banky, které poskytují stejné typy úvěrů jako stavební společnosti, ale finanční zdroje získávají i na finančních trzích.

Před rokem 1980 hrály klíčovou roli stavební společnosti tvořící společně kartel, který na základě konzultací s vládou určoval jednotnou cenovou politiku a nepotýkal se s významnější konkurencí. Stavební společnosti dosahovaly tržního podílu ve výši 75 % poskytnutých úvěrů. Banky se zaměřovaly na komerční bankovníctví a jejich podíl na trhu rezidenčních hypoték činil jen 5 až 6 %. V roce 1980 byl zrušen systém kontroly úvěrů („*the corset*“)<sup>15</sup> v rámci komerčního bankovníctví, což mělo za následek agresivní vstup komerčních bank na trh hypotečních úvěrů. Během dvou let vzrostl podíl bank na poskytnutých hypotečních úvěrech na 36 %. Důsledkem byl kolaps jednotné cenové politiky stavebních společností. Ze 300 společností v roce 1980 jich na konci 90. let zůstalo méně než 100, v roce 2002 jejich počet činil 65, přičemž koncentrace probíhala většinou dobrovolným spojováním a akvizicemi. Do roku 2000 byly společnosti regulovány komisí *Building Societies Commission* a neformálně britskou centrální bankou (*Bank of England*), od přijetí *The Financial Services and Markets Act 2000*, který zavádí jednotný právní rámec pro regulaci všech finančních služeb, je regulačním orgánem *Financial Services Authority*.

Sekuritizace není stavebními společnostmi využívána a jejímu významnějšímu rozvoji zabránil mimo jiné fakt, že úroky z těchto cenných papírů nebyly tak atraktivní jako úroky z nezajištěných dluhů. V důsledku měnové krize a přísnější monetární politiky došlo k růstu nákladů na zdroje získávané prostřednictvím finančních trhů.<sup>16</sup> Hlavním zdrojem financování hypotečních úvěrů tak dodnes zůstávají depozita.

Přes značnou různorodost nabízených produktů je nejčastěji využívaným hypotečním úvěr s variabilní úrokovou sazbou (zafixovanou zpravidla jen pro krátké počáteční období). Významnou inovací na britském finančním trhu bylo zavedení „*interest-only mortgages*“ kombinovaných se životním pojištěním. U těchto úvěrů je po celou dobu splatnosti splácen pouze úrok a dlužník má současně uzavřené kapitálové životní pojištění, z něhož je na konci splatnosti uhrazena jistina úvěru. Tento produkt byl zpočátku podpořen značnými daňovými výhodami, nicméně později se ukázalo, že má na trhu své opodstatnění i bez nich. V důsledku těchto změn (inovací a deregulace) jsou dnes hypoteční úvěry, na které v průběhu 70. a na počátku 80. let některé skupiny obyvatel nedosáhly, všeobecně dostupné (Diamond a Lea 1992).

V průběhu druhé poloviny 20. století se ve Velké Británii významně zvýšil podíl vlastnického bydlení. Mezi roky 1966 a 1990 vzrostl podíl domácností bydlících „ve vlastním“ ze 47 % na 67 %. Jednou z příčin tohoto nárůstu byla vedle vládní politiky prodeje sociálních bytů („*Right to buy*“) skutečnost, že banky byly ochotny poskytovat hypoteční úvěry i méně bonitním klientům. Na britském trhu je též časté využívání úvěrů s vysokým poměrem jistiny k ceně pořizované nemovitosti (LTV). Vyšší úvěrové riziko plynoucí z vysoké hodnoty LTV (nad 75 %) je zpravidla kryto prostřednictvím dnes zcela komerčního systému hypotekárního pojištění. Mediánová hodnota LTV pro lidi pořizující si první bydlení činí 90 až 95 %.

---

<sup>15</sup> Do roku 1980 britské banky podléhaly omezením ve formě vysokých požadavků na rezervy s cílem regulovat růst poskytnutých úvěrů a byly z oficiálních míst nabádány, aby raději než jednotlivcům půjčovaly podnikům.

<sup>16</sup> Po silném ekonomickém růstu v průběhu 80. let se na jejich konci začala v britské ekonomice projevovat recese, v letech 1989 a 1990 byla současně prováděna poměrně restriktivní fiskální a monetární politika ve snaze dostat pod kontrolu inflaci a stabilizovat libru ve vztahu k evropským měnám. To mělo za následek růst krátkodobých úrokových měr nad 15 procent v roce 1990 a pokles HDP o rok později.

## USA

Z tabulky 4 je na první pohled zřejmá strukturální odlišnost hypotečního trhu v USA a EU15. Při podobném podílu vlastnického bydlení na bytovém fondu, srovnatelném HDP a přes skutečnost, že USA měly přibližně o 100 milionů obyvatel méně než EU15, dosahoval objem nesplacených úvěrů i počet transakcí na bytovém trhu v USA v roce 1998 téměř o polovinu vyšších hodnot než v EU15.

**Tabulka 4: Srovnání hypotečních trhů EU a USA, 1998**

	USA	EU15
Nesplacené hypoteční úvěry pro rezidenční účely (mld. EUR)	3751	2700
... jako podíl na HDP (v %)	53	36
Nesplacené MBS (USA) a hypoteční zástavní listy (EU) (mld. EUR)	2041	500
... jako podíl na nesplacených hypotečních úvěrech (v %)	54	19
... jako podíl na HDP (v %)	29	7
Podíl vlastnického bydlení na celkovém bytovém fondu (v %)	66	63
Počet transakcí s rezidenčními nemovitostmi (v mil.)	5,7	4
Velikost populace (v mil.)	267	375
HDP (v mld. EUR)	7055	7470

Zdroj: Coles a Hardt 2000

Před rokem 1980 poskytovaly hypoteční úvěry pro pořízení vlastnického bydlení především *Savings & Loans Societies* – společnosti pro spoření a úvěr. Tyto instituce při poskytování úvěrů (téměř výhradně) s fixní úrokovou sazbou využívaly daňových zvýhodnění, které jim umožňovalo snížit náklady. Trh se vyznačoval nedostatkem likvidity, který se projevil vždy, když tržní úrokové míry vzrostly nad stanovené úrokové limity<sup>17</sup> – to přirozeně vedlo k přesměrování toku depozit z těchto společností do jiných bank slibujících střadatelům výhodnější úročení vkladů. V 80. letech se S&L dostaly do vážné finanční krize v důsledku prudkého růstu úrokových sazeb a plného dopadu neúměrného úrokového rizika.

Zvolení R. Regana prezidentem v roce 1980 znamenalo rozsáhlou změnu hospodářské politiky USA, která se dotkla i systému financování vlastnického bydlení. Deregulace finančních a bankovních trhů a odstranění úrokových limitů zlepšilo finanční příležitosti a nabídku úvěrů. Deregulace na straně pasiv umožnila konkurenci bank a S&L při získávání zdrojů a redukovala pravděpodobnost cenových disproporcí a nedostatku. Deregulace na straně aktiv vedla postupně k široké nabídce úvěrů s variabilní úrokovou sazbou, což zlepšilo dostupnost hypotečních úvěrů jako takových. Finanční krize stála též v pozadí vzniku sekundárního hypotečního trhu, který rozšířil okruh investorů přinášejících zdroje pro hypoteční úvěrování.

Růst trhu s *mortgage backed securities* (MBS) tvořených převážně cennými papíry emitovanými investičními zprostředkovateli proti hodnotě odkoupených hypotečních úvěrů od poskytovatelů úvěrů – agenturami s přímou či nepřímou podporou vlády USA – stimuloval zájem institucionálních investorů. Nové zdroje získané prostřednictvím prodeje MBS umožnily uspokojit rekordní poptávku po bydlení v polovině 80. let, kdy poválečná generace „baby boomu“ dosáhla věku, kdy si lidé pořizují první bydlení. Oceňování hypotečních úvěrů probíhalo plně na tržním základě. Přes liberální povahu hypotečního trhu v USA si vláda ponechává významný vliv na alokaci rizik. Ačkoliv jsou investiční zprostředkovatelé v soukromém vlastnictví, operují pod specifickou ochranou americké vlády. Nejsou jí přímo financovány či podporovány, ale na kapitálových trzích mají výhodu implicitní vládní garance včasné úhrady jistiny a úroků. Přestože tyto garance nebyly dosud realizovány, obecně se předpokládá, že v případě selhání některé z agentur by ji vláda podpořila.

Jednou z těchto agentur je *Government National Mortgage Association* (GNMA) známější jako *Ginnie Mae*; její úvěry jsou nasměrovány k lidem se středními a nižšími příjmy. *Ginnie Mae* požívá explicitní záruky od vlády USA. Investoři nakupující MBS od *Ginnie Mae* nemusejí alokovat prostředky pro jejich zajištění, poněvadž tyto papíry mají nulovou rizikovou váhu stejně jako *US Treasury Bills*. Na trhu působí ještě dvě federální agentury, *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), neboli *Freddie Mac* a *Federal National Mortgage Corporation* neboli

<sup>17</sup> Tyto limity ve formě nejvyšších možných úroků z hypotečních úvěrů poskytovaných společnostmi určovala *Federal Housing Administration*. Cenové přizpůsobování bylo též omezeno kvůli přísným zákonům proti lichvě.

*Fannie Mae*. MBS vydávané těmito agenturami mají pro investory rizikovou váhu 20 % oproti 50 % u běžných rezidenčních hypoték. V mnoha případech je pro banky a ostatní poskytovatele hypotečních úvěrů výhodné prodat existující portfolio úvěrů některé z federálních agentur a následně je zpětně nakoupit v podobě MBS.

*Fannie Mae* drží asi 22 % všech nesplacených hypotečních úvěrů a 34 % nesplacených sekuritizovaných úvěrů. *Freddie Mac* drží 16,5 % všech nesplacených úvěrů, resp. 28 % nesplacených sekuritizovaných úvěrů a *Ginnie Mae* kolem 11,5 % všech nesplacených, resp. 26 % sekuritizovaných úvěrů. Komerční banky drží 18,5 % a S&L kolem 11,5 % nesplacených hypotečních úvěrů. Ačkoliv toto uspořádání zajišťuje dostatečný příliv poměrně levných zdrojů financování hypotečních úvěrů, není bez problémů. Agentura *Fannie Mae* byla nedávno obviněna z účetních machinací s cílem ovlivnit informace o rizikosti svého portfolia; tato agentura též zaměstnávala firmy zabývající se lobbyngem v Kongresu. Současně zaznívá názor, že vládní podpora bydlení má sice za následek růst investic plynoucích do bydlení, nicméně náklady této podpory se projeví u nedotovaných ekonomických aktivit (Frame, Wall 2002), a že odtržení těchto agentur z dosahu vlády a umožnění větší konkurence na primárním i sekundárním trhu by zvýšilo konečný efekt pro spotřebitele. Předpoklad vládních garancí<sup>18</sup> za operace prováděné těmito agenturami sám o sobě představuje jistý podnět k rizikovému chování. Sekuritizace a s ní spojená důvěra úzce závisí na kvalitě podkladových aktiv (tj. kvalitě portfolia poskytnutých hypotečních úvěrů a jejich zajištění); u agentur provádějících sekuritizaci je však patrný sklon slevovat z přísných kritérií a přistupovat na vyšší míru rizika. Nebezpečí, že tyto agentury vnášejí do finančního systému systematická rizika, je vážné a široce diskutováno (Frame, Wall 2002, Frame, White 2004a, Frame, White 2004b, Greenspan 2004, OFHEO 2003, White 2004).

Velmi rizikovým faktorem se může stát náhlý pokles cen nemovitostí, který nelze nikdy vyloučit. Vzhledem k relativně dlouhému období růstu cen nemovitostí budí tento scénář jisté obavy. Výrazný pokles cen nemovitostí je totiž v USA, mnohem častěji než v Evropě, spojen s přerušáním splátek a realizací zástav. Důvodem je skutečnost, že v případě neplacení má agentura nárok pouze na realizaci zástavy,

i když jejím prodejem nepokryje celou dlužnou částku. V Evropě je běžné, že banka může vymáhat i zbylý dluh, pokud prodej samotné zástavy nestačí na úhradu celého dluhu. Při poklesu cen rezidenčních nemovitostí jsou tedy američtí dlužníci více motivováni přenechat stávající dům bance a koupit si nový za výhodnějších podmínek. Podpora sekundárního trhu též může, a pravděpodobně i vede, k deformaci cenového mechanismu.

### Sekuritizace

S poskytováním hypotečních úvěrů je v zásadě svázáno sedm oddělitelných procesů: konstrukce produktu, jeho prodej (poskytnutí úvěru), shromáždění více úvěrů do úvěrových balíků (*packaging*), administrativa (správa úvěru), zajištění zdrojového financování formou emise a prodeje MBS proti hodnotě úvěrových balíků (sekuritizace), řízení rizika a řízení delikvence. Oddělení těchto procesů umožňuje institucím zaměřit se na oblast, v níž mají největší konkurenční výhodu. Poskytovatelé hypotečních úvěrů v Evropě tradičně obsluhují většinu těchto funkcí, nicméně i zde je patrný trend specializace. V USA je naopak běžné, že každý proces je administrován a řízen jinou specializovanou institucí – proces specializace, zejména v oblasti sekuritizace, pokročil zde mnohem dále než v evropských zemích.

V obecné rovině představuje sekuritizace v „americkém provedení“ prodej hypotečních úvěrů zprostředkovatelům, kteří následně provedou sdružení aktiv (úvěrů) s podobnými charakteristikami (splatnost, LTV, úročení) do jednoho balíku. Cenné papíry MBS jsou následně zprostředkovatelem emitovány proti celému balíku hypotečních úvěrů. Mezi výhody této formy sekuritizace pro bankovní ústavy patří:

- eliminace úrokového rizika tím, že úrokové riziko přechází na konečné investory do MBS. Banka (původní věřitel) pouze zprostředkovává přesun úroků, aniž by nesla riziko vyplývající ze změn tržních úrokových sazeb;
- portfolio hypotečních úvěrů přechází z rozvahy banky do rozvahy zprostředkovatele a s ním na něj přechází i úvěrové riziko. To se pak zároveň pozitivně odráží i v nižší potřebě tvorby rezerv u bank poskytujících úvěry;

---

<sup>18</sup> Vláda je nikdy nepopřela, ale ani vysloveně nestvrdila.

- 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 efektivit trhu, 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