

Tržní financování vlastnického bydlení ve vyspělých zemích

Základní popis a komparace

V této kapitole se zaměříme na popis vybraných tržních systémů financování vlastnického bydlení ve vyspělých zemích světa, jejich odlišnosti a efektivitu. Budeme sledovat popis těch forem financování bydlení, které jsou „převážně“ výsledkem působení volného trhu a jsou nabízeny soukromými tržními subjekty. Je tomu zejména proto, že jsme se problematice státní bytové politiky i veřejné podpory již věnovali, i když nikoliv zcela vyčerpávajícím způsobem, v loňské studii *Standardy bydlení 2003/04*. Objektem zájmu letošní studie bude tradiční hypoteční financování (hypoteční úvěry), sekuritizace v oblasti hypotečního průmyslu a různé formy spoření určené pro pořízení či rekonstrukci vlastnického bydlení (například forma spoření u nás známá jako stavební spoření) – tedy formy tržního financování tradičně užívané k získání a rekonstrukci vlastnického bydlení a od nedávné minulosti též k tzv. „*equity withdrawal*“, tj. k získání relativně levných úvěrů pro spotřební účely.

Hypoteční úvěry jsou úvěry poskytnuté finančními domy či jednotlivci proti zástavě nemovitosti – v této studii si budeme všimát pouze těch úvěrů, které byly poskytnuty proti zástavě nemovitostí sloužících k rezidenčním účelům fyzickým osobám. Díky specifčnosti bydlení jako zboží a úzké vazbě cen nemovitostí na reálné příjmy domácností nejsou hypoteční úvěry vnímány bankami natolik rizikovými jako jiné formy úvěrů, což vede k relativně akceptovatelným úrokovým sazbám – ovšem pouze za podmínky, že jsou různá rizika (úvěrové riziko, cenové riziko, úrokové riziko a jiné) v daném institucionálním a finančním prostředí co nejvíce minimalizována. Dojde-li k situaci, že dlužník přestane plnit své závazky a splácet úvěr, může věřitel v krajním případě tzv. realizovat zástavu – vystěhovat dlužníka a prodat dům v nedobrovolné dražbě.

V mnoha zemích, kde existovala tradice poskytování úvěrů za tzv. fixní úrokové sazby (úvěr je úročen pevně danou sazbou po celou dobu jeho splácení) docházelo již od 19. sto-

letí k přílišnému zvýšení tzv. úrokového rizika. Pro poskytování tradičních hypotečních úvěrů využívaly banky či jiné specializované finanční ústavy zejména depozit od svých střadatelů, často též krátkodobých depozit, tj. úložek z běžných či krátkodobých termínovaných účtů. Úroky u těchto úložek však podléhají značným změnám vyplývajícím z makroekonomické situace nebo monetární politiky států či nezávislých centrálních bank. Mohlo tak dojít a také docházelo k situaci, kdy pevně daný úrok z hypotečních úvěrů přinášel bankám menší výnos, než byly jejich náklady na výplatu úroků spořicími klientům, což vedlo ke snížení likvidity bank a vážným finančním krizím.

Zmíněné finanční krize napomohla odstranit tzv. sekuritizace formou emisí cenných papírů v nominální hodnotě poskytnutých hypotečních úvěrů. Tyto cenné papíry s dlouhou dobou splatnosti je možné prodávat na kapitálových trzích investorům, jejichž horizont investování je relativně dlouhodobý, jako například penzijním fondům, investičním společnostem, pojišťovnam. Úrokový výnos z cenných papírů odpovídá (po odečtení nákladů a marží) úrokovému výnosu z hypotečních úvěrů. Nejstarší forma sekuritizace⁷ je prostřednictvím emisí tzv. hypotečních zástavních listů – ty se v Evropě poprvé objevily ve druhé polovině 19. století v Německu a Dánsku. Zpočátku směly hypoteční zástavní listy vydávat jen specializované banky, tzv. hypoteční banky (odtud též název hypoteční bankovníctví), podléhající jisté státní regulaci snižující riziko pro investory do podobných cenných papírů. Později, zejména pak od 90. let 20. století, mohou v některých zemích po splnění zákonem stanovených podmínek emitovat zástavní listy i běžné komerční banky. Zástavní list vydává banka, která má hypoteční úvěry ve svém portfoliu, a v jejím portfoliu také zůstávají až do jejich úplného splacení.

Ve druhé polovině 20. století se v USA objevila jiná možnost sekuritizace, a to emisemi tzv. *mortgage-backed securities* (MBS) prostřednictvím sekundárního hypotečního trhu. V tomto případě, velmi zjednodušeně, banka pouze poskytuje hypoteční úvěr a následně jej prodá zprostředkovateli, jež po „zabalení“ různých úvěrů od různých bank proti jejich hodnotě emituje výše zmíněné cenné papíry. Celý proces se od hypotečního bankovníctví odlišuje zejména v tom, že si banka od chvíle, kdy úvěr prodá zprostředkovateli, jej může odepsat ze své rozvahy a dodatečně lik-

⁷ Sekuritizaci budeme v této studii chápat širěji, než je běžné v odborné anglosaské nebo anglicky psané literatuře. Vedle emisí cenných papírů nazývaných „*mortgage backed securities*“ (MBS) provázejících sekundární hypoteční trh budeme za sekuritizaci, možná v rozporu s ustáleným pravidlem, považovat též emise hypotečních zástavních listů. Bližší specifikace je uvedena přímo v textu.

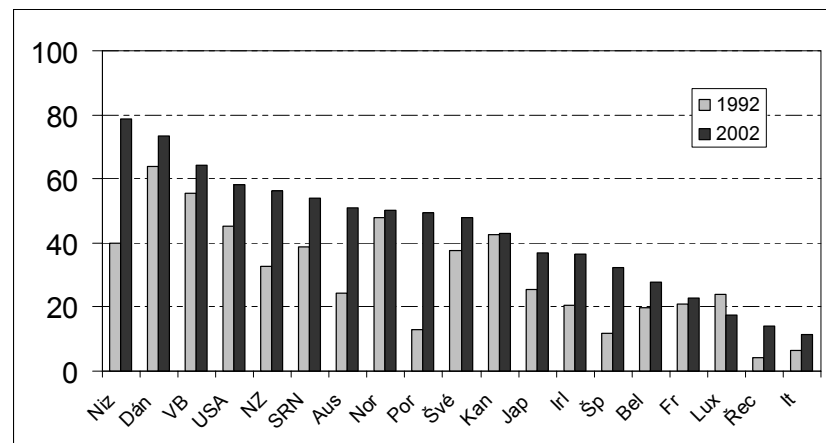
vidity plynoucí z prodeje pohledávky využít k dalšímu úvěrování – a to často i přesto, že úvěr dále na žádost zprostředkovatele spravuje. Veškerá rizika, zejména pak úvěrové riziko spočívající v možnosti neplnění závazků dlužníkem, přecházejí v případě sekundárního hypotečního trhu na zprostředkovatele a investory; zprostředkovatelé navíc často užívají implicitní garance státu.

Jednotlivé země se velmi významně liší v rozsahu využití výše zmíněných forem tržního financování bydlení stejně jako v míře zásahů státu do této oblasti. Odlišnosti se v systémech financování bydlení vyskytují především z důvodů rozdílného institucionálního vývoje, tedy různých pravidel hry a zásahů státu do fungování trhů, jak náznakově ukazuje tabulka 1.⁸ Různá pravidla hry v různých zemích (zejména pak rozdílnost státních intervencí) mají za následek různé výsledky fungování hypotečního průmyslu, tedy mají vliv na hypoteční trh obecně a jeho efektivitu zvláště.⁹

Nejdůležitějším nástrojem tržního financování vlastnického bydlení ve vyspělých zemích je hypoteční úvěr. Následující graf uvádí výši podílu „*outstanding mortgage balance*“, tj. nesplacené části všech poskytnutých hypotečních úvěrů, na HDP jednotlivých zemí v letech 1992 a 2002 – tento indikátor relativně transparentně ukazuje důležitost hypotečního průmyslu v jednotlivých zemích. ***V Dánsku, Nizozemí, Velké Británii a Německu přesahuje podíl nesplacených hypotečních úvěrů k HDP 50 %, ale v Itálii, Řecku a Rakousku nedosahuje tento podíl ani 10 %. Zatímco v USA a ve Velké Británii je hypoteční úvěr dominantním způsobem financování vlastnického bydlení, v jiných zemích jako Německo, Francie či některé skandinávské země je hypoteční trh doplněn jinými způsoby financování podporovanými vládou.***

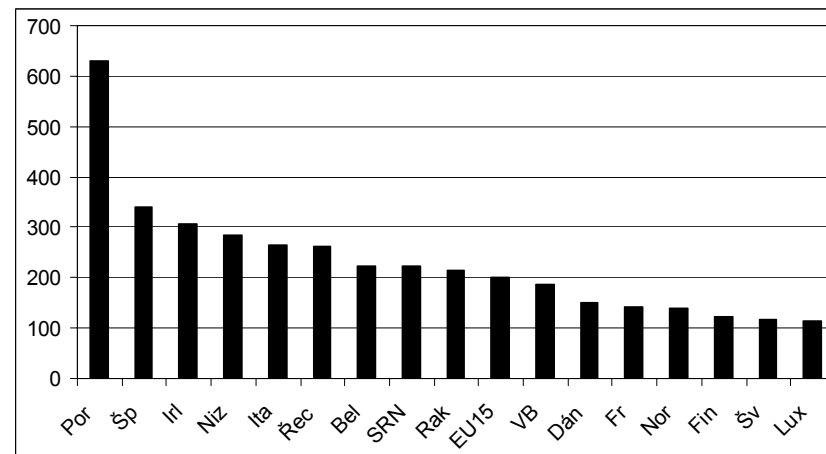
Z grafu 1 je též patrná dynamika růstu trhů v dekadě 1992 – 2002, která v jednotlivých zemích většinou převyšovala dynamiku růstu HDP. Graf 2 ukazuje relativní nárůst objemu nesplacených hypotečních úvěrů mezi roky 1988 a 1998 – ***největší nárůst hypotečního dluhu byl zaznamenán v Portugalsku, Španělsku, Irsku a Nizozemí, přičemž v Portugalsku byl nárůst skutečně „raketový“.***

Graf 1: Podíl nesplacených hypotečních úvěrů k HDP v letech 1992 a 2002 (v %)



Zdroj: OECD 2004

Graf 2: Změna objemu rezidenčních hypotečních úvěrů v EU a Norsku mezi roky 1988 a 1998 (v %)



Zdroj: Hardt, Manning 2000

⁸ Odlišnosti mohou též pramenit z různých kulturních tradic či hodnot, leč tyto se obvykle, přes různé mechanismy, promítají právě do existujících politik a pravidel hry.

⁹ Efektivita má svou objektivní (nákladovou) stránku, spočívající v účelné alokaci vzácných zdrojů, a stránku subjektivní (poptávkovou), spočívající v (možnosti) rozhodování spotřebitele podle jeho preferencí. Různá efektivita systémů financování bydlení tedy znamená různou míru dostupnosti úvěrů, odlišnou nákladovou efektivitu a různý počet a variabilitu nabízených produktů.

Tabulka 1: Státní intervence v oblasti tržního financování vlastnického bydlení

<i>Intervence státu v oblasti vlastnické struktury finančních domů</i>	<i>Státní garance</i>	<i>Fiskální dotace</i>	<i>Vliv na trh</i>	<i>Relativní míra státních intervencí</i>
Dánsko				
	Někteří investoři předpokládají implicitní garanci hypotečních zástavních listů Hypoteční bankovníctví podléhá přísné státní regulaci		<i>Téměř 100 % zdrojů pro úvěry pochází z hypotečních zástavních listů</i>	Míra: střední Trend: konstantní
Francie				
Veřejní poskytovatelé úvěrů Vládou řízené fúze finančních institucí	Implicitní vládní garance FGAS Fond sociální garance	Fiskální dotace na úroky z depozit – ty jsou fixovány ministerstvem financí	<i>Financování z depozit upřednostňováno před zástavními</i> <i>Vysoká koncentrace trhu</i>	Míra: vysoká Trend: konstantní
Itálie				
Vládou řízené fúze finančních ústavů Nepřímý vliv v průběhu zakládání	Implicitní ochrana bank italskou centrální bankou		<i>Rostoucí koncentrace trhu</i>	Míra: střední Trend: konstantní
Německo				
Některé spořitelny a zemské banky (<i>Landesbanken</i>) ve státním vlastnictví	Spořitelny a zemské banky požívají státní garance Nepřímé zapojení vládní agentury KfW	Zemské banky požívají daňové výhody Státní prémie do systému stavebního spoření	<i>Silná role zemských bank a KfW při dluhopisovém financování.</i> <i>Nedostatek konkurence v rámci silných finančních skupin</i>	Míra: vysoká Trend: konstantní
Nizozemí				
	Národní garanční fond WEW dává garance poskytovatelům		<i>Rostoucí trh s MBS</i> <i>Silný růst trhu</i>	Míra: nízká Trend: konstantní
Portugalsko				
CGD - ve státním vlastnictví (40%ní podíl na trhu)			<i>CGD má dominantní podíl jako příjemce depozit a na dluhopisovém trhu</i> <i>CGD je dominantní poskytovatel hypotečních úvěrů</i>	Míra: střední Trend: klesající
Velká Británie				
				Míra: nízká Trend: rostoucí
USA				
Založení soukromých agentur pro účel sekuritizace	Implicitní vládní záruky pro agentury	Vládní podpora agentur snižuje jejich náklady na zdroje cca o 0,5 %	<i>Podporuje oligopol tří agentur</i>	Míra: střední Trend: konstantní

Zdroj: Low, Sebag, Dübel 2003

Rámcový přehled základních odlišností systémů hypotečního financování v jednotlivých vyspělých zemích nabízí tabulka 2. Mezi nejdůležitější odlišnosti patří zejména:

(1) Způsob úročení hypotečních úvěrů

Hypoteční úvěr může být úročen fixní úrokovou sazbou (na počáteční období, přičemž po jeho skončení dochází k určení fixní úrokové sazby na období další, či na celé trvání úvěru), nebo variabilní úrokovou sazbou, která se neustále přizpůsobuje

vývoji aktuálních úrokových sazeb na finančních trzích, a to buď automaticky nebo v pravidelných intervalech, či na základě rozhodnutí poskytovatele úvěru. Fixní úroková sazba je spojena s větší jistotou klienta ohledně jeho budoucích závazků, nicméně na druhou stranu, pokud v daném systému platí klient při předčasném splacení jistiny penále (a možnost tzv. refinancování úvěru je omezená), je spojena s rizikem, že sazba může být pro něj i dlouhodobě nevýhodná. Pro poskytovatele úvěrů znamenají fixní úrokové sazby u hypotečních úvěrů nemalé úrokové riziko – úvěry s fixní úrokovou sazbou je proto vhodné financovat pomocí dlouhodobých dluhopisů s podobnou úrokovou strukturou.

Hypoteční úvěry s variabilní úrokovou sazbou přesunují úrokové riziko z věřitele na dlužníka – proto je tento typ hypotečního úvěru méně nákladný a dostupnější širšímu okruhu klientů. Pro tento typ hypotečních úvěrů není problém zajistit dostatečné financování z běžných depozit či vkladů na viděnou. *V některých zemích dominují hypotéky s fixními sazbami úroků (Německo, USA, Francie), jinde jsou běžné úrokové sazby variabilní (Norsko, Portugalsko, Španělsko, Irsko, dnes též Velká Británie).*

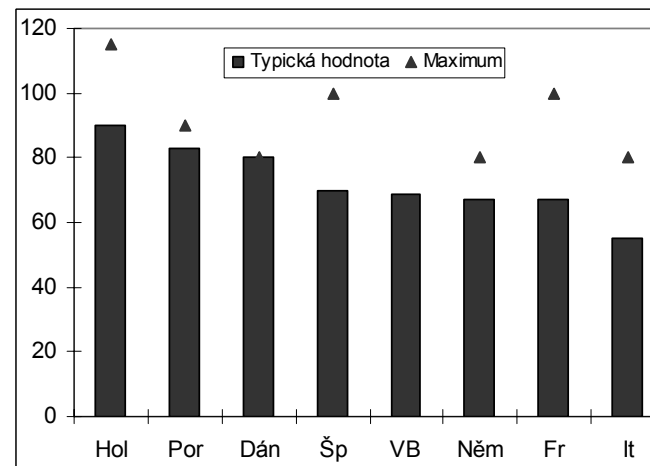
(2) Maximální výše úvěru v relativním vyjádření jako podíl výše úvěru k hodnotě zastavované nemovitosti (Loan to value ratio – LTV)

Ceny nemovitostí se v čase mění, což ovlivňuje i míru, do jaké je hypoteční úvěr zajištěn zástavou. Proto mají banky tendenci poskytovat hypoteční úvěry s jištěním, které převyšuje nominální hodnotu poskytnutého úvěru. V případě poklesu cen zástav pak existuje jistý polštář pro uhrazení pohledávek. Z grafu 3 je patrné, že hodnota typického LTV se mezi zeměmi výrazně liší – v některých zemích přesahuje 80 %, v jiných se pohybuje kolem 60 %. Průměrné LTV do jisté míry odráží dostupnost hypotečních úvěrů a tedy i vlastnického bydlení v dané zemi.

(3) Způsob zdrojového financování hypotečních úvěrů

V některých zemích, jako je Velká Británie, jsou nejdůležitějším zdrojem bank a dalších institucí pro poskytování hypotečních úvěrů depozita, úspory. V jiných zemích, jako je například USA, získávají banky a ostatní finanční instituce zdroje

Graf 3: Typický a maximální LTV pro hypoteční úvěry ve vyspělých zemích



Zdroj: Low, Sebag, Dübel 2003

především na sekundárním hypotečním trhu, tedy prostřednictvím emisí a prodeje cenných papírů MBS. V jiných zemích, jako je například Dánsko, jsou v podstatě veškeré hypoteční úvěry financovány z prostředků získaných prodejem hypotečních zástavních listů, tedy formou hypotečního bankovníctví. V Německu, Rakousku a Francii hraje významnou roli též státem podporovaný systém smluvního spoření. Spoření po jistou smlouvenou dobu vytváří pozdější nárok na úvěr, přičemž úroky z úspor i z úvěru jsou pod úrovní tržních úrokových sazeb. Tento systém však musí být podporován vládou a na volném trhu by se pravděpodobně za současných podmínek uplatnil pouze za předpokladu vyrovnání úrokových sazeb u stavebního spoření a sazeb tržních.

(4) Doba splácení hypotečního úvěru

Průměrná doba splácení se u hypotečních úvěrů pohybuje od 10 let v některých jihoevropských zemích až do 30 let v Dánsku či Německu (viz tabulku 2).

Tabulka 2: Přehled trhů s hypotečními úvěry v zemích OECD, 2000

	Hlavní poskytovatelé hypotečních úvěrů	Podíl hypotečních úvěrů s fixní a variabilní úrokovou sazbou	Typická doba splatnosti úvěru
USA	nové úvěry: Hypoteční společnosti: 58 % Komerční banky: 24 % Spořitelni instituce: 15 % starší úvěry: Hypoteční společnosti: 55 % Komerční banky: 19 % Spořitelni instituce: 12 %	Fixní sazba: 74 % Fixní sazba na počáteční období: 26 %	30
Japonsko	Společnosti poskytující půjčky na bydlení: 30 % Komerční banky: 64 %	Fixní sazba: 36 % Fixní sazba na počáteční období: 64 %	25–30
Německo*	Hypoteční banky: 28 % Spořitelni banky: 26 % Družstevní a vzájemné úvěrové banky: 14 %	Fixní sazba na počáteční období: 100 %	25–30
Francie**	Spořitelni banky: 13 % Komerční banky: 33 % Družstevní a vzájemné úvěrové banky: 34 %	Fixní sazba: 60 % Variabilní sazba: 40 %	15
Itálie	Komerční banky: 100 %	Fixní sazba: 50 % Fixní sazba na počáteční období: 50 %	15
V. Británie***	Stavební společnosti: 23 % Komerční banky: 71 %	Fixní sazba na počáteční období: 95 % Variabilní sazba: 5 %	25
Kanada	Komerční banky: 55 % Holdinky: 11 % Družstevní úvěrové instituce: 14 %	Fixní nebo fixní na počáteční období: 92 % Variabilní sazba: 8 %	25
Rakousko	Stavební spořitelny: 20 % Spořitelni banky: 26 % Hypoteční banky: 19 %	Fixní sazba na počáteční období: 100 %	20–30
Belgie	Komerční banky: 91 % Pojišťovny a penzijní fondy: 6 %	Fixní sazba: 79 % Fixní sazba na počáteční období: 21 %	20
Dánsko	Hypoteční banky: 90 % Komerční banky: 10 %	Fixní sazba: 78 %	30
Finsko	Komerční banky: 38 % Specializovaní poskytovatelé: 38 % Družstevní a vzájemné úvěrové společnosti: 19 %	Fixní sazba na počáteční období: 90 %	15–18
Řecko	Komerční banky: 67 % Specializované instituce: 31 %	Fixní sazba: 12 % Fixní sazba na počáteční období: 88 %	15
Irsko	Stavební společnosti: 62 % Komerční banky: 38 %	Fixní sazba na počáteční období: 70 % Variabilní sazba: 30 %	20
Nizozemí	Komerční banky: 85 % Pojišťovny a penzijní fondy: 15 %	Fixní sazba na počáteční období: 80 % Variabilní sazba: 20 %	30
Norsko	Spořitelni banky: 43 % Komerční banky: 38 %	Fixní sazba na počáteční období: 10 % Variabilní sazba: 90 %	15–20
Portugalsko	Komerční banky: 100 %	Variabilní sazba: 100 %	15
Španělsko	Spořitelni banky: 52 % Komerční banky: 38 %	Fixní sazba na počáteční období: 50 % Variabilní sazba: 50 %	15
Švédsko	Hypoteční banky: 80 % Pojišťovny a penzijní fondy: 10 % Komerční banky: 10 %	Fixní sazba na počáteční období: 100 %	do 30

Poznámka: U smluv s fixní sazbou se úroková sazba nemění po celou dobu trvání půjčky. U smluv s fixní sazbou na počáteční období se úroková sazba nemění během počátečního období. Po jeho skončení může být úroková sazba fixní nebo variabilní. U smluv s variabilní sazbou je frekvence změn úrokové sazby různá. Od každodenní až po změnu jedenkrát za rok.

* podíly jednotlivých typů finančních domů na německém hypotečním trhu se výrazně liší podle zdroje. Ačkoliv OECD uvádí výše zmíněné podíly, dle zdroje UNECE je tržní podíl spořitelien a stavebních spořitelien vyšší a naopak podíl hypotečních bank výrazněji nižší. Nejruznější fúze společností může mít za následek i velmi výrazné rozdíly v tržních podílech během několika málo let.

** podíly jednotlivých typů finančních domů na francouzském hypotečním trhu se rovněž výrazně liší podle zdroje. Postavení družstevních bank (zejména Credit Agricole) je v současnosti zřejmě daleko vyšší, než udává publikace OECD z roku 2000.

*** obliba fixních úrokových sazeb ve Velké Británii se ovšem velmi rychle vytratila, dnes má převážná většina nových nebo nově uzavřených úvěrových smluv sazbu variabilní.

Zdroj: OECD 2000.

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 indexu¹⁰ 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 dceřinými společnostmi velkých komerčních bank.

¹⁰ 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 třetí¹¹ 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).

¹¹ Něm. *Überbrückungskredit*, angl. *top-up loan*.

¹² 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). Zákon¹² 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 premií ve výši 5/9 úroků (maximálně 1.150 EUR) a po pouhých 18 měsících spoření vzniká nárok na nízkoúročenou 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 nízkoúročený úvěr. Úspory však musí být ukládány v dohodnuté výši, pravidelně a nejméně po dobu 5 let; úrok je navíc navýšen státní premií 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.¹³ 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.¹⁴ 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

¹³ Není třeba, aby finance pro bydlení byly administrativně vydělovány či směrovány.

¹⁴ 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*“)¹⁵ 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.¹⁶ Hlavním zdrojem financování hypotečních úvěrů tak dodnes zůstávají depozita.

Přes značnou různorodost nabízených produktů je nejčastěji využívaným hypoteční 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 %.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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 limity¹⁷ – 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

¹⁷ 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 garancí¹⁸ 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;

¹⁸ 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

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 (Daimond 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 nejrozličnějších 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 účelů, 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

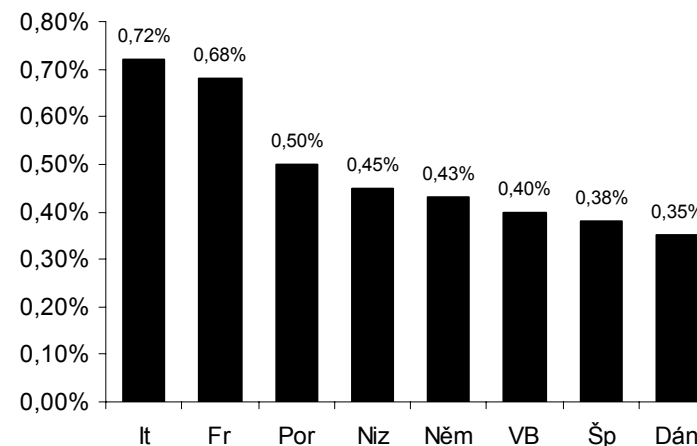
zjištěny výzkumem poskytovatelů hypotečních úvěrů provedeném pomocí dotazníkového šetření a individuálních rozhovorů. Autoři průzkumu upozorňují, že s ohledem na nízký počet respondentů je nutno prezentované údaje interpretovat s velkou opatrností. Graf 6 uvádí podíl provozních nákladů (definovaných 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 banky „přenášejí“ 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.

Závěr

Problematika měření efektivity tržních systémů financování bydlení je značně komplikovaná. Hlavním otázkou je samo pojetí či definice efektivity, jelikož ta obsahuje jak složku objektivní (nákladová efektivita), tak složku subjektivní (alokační efektivita), které od sebe nelze jednoduše odlišit. Jde tedy o to, z jakého pohledu efektivitu měříme. Proto efektivita byla námi, v souladu s uskutečněnými studiemi ve vyspělých zemích, na počátku definována jako implicitní vlastnost (konkurenčních) trhů, které zajišťují jak efektivitu nákladovou na straně nabídky, tak efektivitu na straně poptávky – jinými slovy dokážou uspokojit potřeby lidí plynoucí z jejich preferencí, a to s nejnižšími možnými náklady. *Výsledky obou výzkumů – Low, Sebag, Dübel 2003 a Diamond a Lea 1992 – dochází k podobnému závěru: v těchto zemích, kde je umožněno volnější fungování trhů s financováním bydlení (Velká Británie, Nizozemí, Dánsko a USA), byly zaznamenány lepší výsledky, jak na straně nákladovosti, tak, především, na straně dostupnosti široké nabídky produktů hypotečního úvěrování, než v zemích charakteristických větší mírou státní regulace (Francie, Německo, Itálie, Španělsko, Portugalsko).*

Očekávaný vývoj systémů financování bydlení ve vyspělých zemích

Z výše uvedeného textu je patrné, že mnohé systémy financování bydlení (Velká Británie, USA) prošly v uplynulých třech desetiletích dynamickým vývojem. Hlavním „mottem“ tohoto vývoje byla postupná deregulace plynoucí z rozpoznání neefektivit, ke kterým vedou byrokratické zásahy do fungování trhů a výhod, které přináší spontánní koordinace lidského jednání, tedy trh. V závěrečné části této části textu se pokusíme shrnout očekávání ohledně budoucího vývoje systémů financování bydlení v kontextu EU a naznačit možné cesty a výhody pokračující integrace v horizontu první dekády 21. století.

Jednoznačným trendem se zdá být pokračování ve fúzích a akvizicích poskytovatelů hypotečních úvěrů (kromě Dánska a Portugalska, kde koncentrace již nyní dosahuje značné úrovně) plynoucí z otevírání trhů s financemi na bydlení jak v rámci EU tak i mimo ni. Otevřením „hracího prostoru“ vzniká přirozený tlak na vyšší míru slučování tržních subjektů uvnitř národních hranic. V případě Španělska, Francie,

Itálie, Nizozemí a Velké Británie by mohlo v budoucnu docházet ke konsolidaci menších hráčů s omezeným portfoliem produktů, kteří již dnes obtížně konkurují velkým bankám a specializovaným poskytovatelům využívajícím úspor z rozsahu, s širším portfoliem nabízených produktů a schopností kombinovat je a vzájemně „podporovat“. Proces konsolidace by mohl být urychlen případným hospodářským poklesem, který by stlačil objemy nově uzavíraných smluv.

Dalším a v jistém smyslu protichůdným trendem očekávaným v zemích jako Velká Británie, Nizozemí, Německo a Itálie je segmentace tvorby úvěrů, oddělení jednotlivých složek hypotečního průmyslu do specializovaných segmentů prováděných specializovanými finančními institucemi. Již dnes se distribuce hypotečních úvěrů přesouvá z poboček bank ke specializovaným distributorům – vzhledem k větší potřebě poradenství v důsledku větší komplexity nabízených produktů a větší poptávce spotřebitelů po informacích o paletě produktů je tento trend zcela pochopitelný. Specializovaní poskytovatelé služeb již posílili svůj podíl na trhu, a to především v Nizozemí a Velké Británii, přičemž tento trend zřejmě bude pokračovat i nadále. *Ze stejného důvodu se očekává růst významu MBS a sekuritizace obecně, což rovněž vede k další specializaci.*

V oblasti regulace a vládních zásahů existuje stále prostor pro jejich omezení, což bývá v jednotlivých zemích často velmi široce diskutováno. Jako příklad můžeme uvést omezení daňových zvýhodnění v Nizozemí, omezení státního vlivu v německém a portugalském bankovníctví a odstranění či omezení dotací ve Francii. Ústup vlád od ovlivňování systémů financování bydlení bude mít za následek rozsáhlé strukturální změny, jejichž důsledky jsou, minimálně v krátkém období, ne zcela předvídatelné (Low, Sebag, Dübel 2003). *V oblasti ochrany spotřebitele lze očekávat pokračování tlaku spotřebitelských zájmových skupin. Hlavní změny v této oblasti mohou zahrnovat regulaci hypotečního poradenství ve Velké Británii a možné rozšíření evropského práva v oblasti ochrany spotřebitele i na hypoteční úvěry.* Přísnější opatření na ochranu spotřebitelů, kupříkladu omezení poplatků za předčasné splacení, mohou vést k růstu úrokových sazeb z úvěrů, omezení výběru produktů a nižším ziskovým maržím.

Rozdíly mezi úrokovými sazbami z úvěrů na bydlení v jednotlivých zemích by se měly nadále snižovat, stejně jako v předešlém desetiletí především v důsledku větší konkurence a snižování provozních nákladů. Jen mezi roky 1993 a 2003 došlo k poklesu marží z průměrných 4 % na 1 % až 3 %. Existují však pochybnosti o dalším prostoru pro pokles marží a objevují se názory, že v některých zemích s nízkými maržemi (Nizozemí, Dánsko) může dojít naopak k jejich zvýšení. V oblasti zdrojového financování by růst objemu emitovaných hypotečních zástavních listů a MBS mohl vést ke snížení nákladnosti zdrojů a na některých trzích umožnit poskytovatelům rozšířit nabídku produktů. Nárůst emisí hypotečních zástavních listů je na evropských hypotečních trzích v posledních letech velmi patrný. Emise MBS a zástavních listů budou atraktivní zejména:

- potřebou diverzifikovat zdroje financí;
- omezením objemu depozit na účtech bank;
- vysokými náklady na alternativní zdroje (kupř. nezajištěný bankovní dluh);
- schopností přenosu některých rizik na investory do cenných papírů;
- a omezením kapitálové přiměřenosti v důsledku implementace podmínek *Basel II*.

Trh s MBS zaznamenává roční nárůsty o 50 % (ovšem, je nutné říci, téměř z nuly); MBS začínají pomalu hrát ne zcela bezvýznamnou roli vedle Velké Británie i v zemích jako Itálie, Nizozemí či Španělsko. Do konečné podoby úvěrových produktů se proto mohou v budoucnu více promítat potřeby investorů do MBS či hypotečních zástavních listů, což by mohlo vést k určité standardizaci úvěrových produktů. **Rozvinutí rozsáhlého sekundárního trhu v EU je ovšem i z důvodu dosud závazných evropských norem spíše projektem vzdálenější budoucnosti.** Mnoho poskytovatelů vidí příležitost pro zvýšení likvidity trhů v harmonizaci standardů napříč Evropskou unií a v rozvoji evropského trhu hypotečních zástavních listů. **Je nutné poznamenat, že přirozený trend ke standardizaci produktů a zdrojového financování probíhá daleko pomaleji, než se původně od integračního procesu očekávalo (Stephens 2003).**

Při Evropské komisi vzniklo Fórum pro hypoteční úvěr, jehož cílem je identifikace hlavních překážek pro integraci trhů v oblasti daní, legislativy a ochrany spotřebitele. Poznatky byly soustředěny do studie, jež je součástí návrhu na legislativní změny

vedoucí ke zlepšení integrace primárních a sekundárních hypotečních trhů. Mezi návrhy, mimo jiné, patří (Forum Group on Mortgage Credit 2004):

- přijetí definice přeshraničního poskytování úvěru a statistické sledování;
- harmonizace poplatků za předčasné splacení jistin;
- vytvoření standardizovaného formátu úvěrových smluv;
- zajistit, aby právo, jež je u úvěrových smluv aplikováno, bylo definováno obecným pravidlem o konfliktu právních řádů, tedy podle principu svobodného výběru.

Literatura

- Coles, A., J. Hardt 2000. „Mortgage Markets: Why US and EU Markets Are So Different.“ *Housing Studies* 15: 775-783.
- Contact Group on Asset Prices 2002. Turbulence in Asset Markets: the Role of Micro Policies, Summary of questionnaire results.
- Diamond, D. B., M. J. Lea, 1992. Housing Finance in Developed Countries – An International Comparison of Efficiency. *Journal of Housing Research* 3 (1).
- Donner, Ch. 2000. *Housing Policies in the European Union*. Vienna.
- Forum Group on Mortgage Credit 2004. The Integration of The EU Mortgage Credit Markets. European Commission.
- Frame, W. S., L. J. White 2004a. *Regulating Housing GSEs: Thoughts on Institutional Structure and Authorities*. Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Second Quarter.
- Frame, W. S., L. J. White 2004b. *Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire?* Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper Series 2004-26.
- Frame, W. S., L. Wall 2002. *Financing Housing through Government-Sponsored Enterprises*. Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, First Quarter.
- Greenspan, A. 2004. *Testimony before the Committee on Housing and Urban Affairs*, U.S. Senate (February 24).
- Hardt, J., D. Manning 2000. *European mortgage markets: structure, funding and future development*. OECD.
- Kasparova, D. 2002. *Mortgage Pricing in the EU*. Paper pro konferenci European Network for Housing Research, Cambridge, červenec 2002.

Low, S., M. Sebag, A. Dübel 2003. *Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets*. Mercer Oliver Wyman – London ad Brussels: European Mortgage Federation.

Lux et al. 2004: *Standardy bydlení 2003/2004 – bytová politika v ČR: efektivněji a cíleněji*. Praha: Sociologický ústav AV ČR.

Menzelová, K. 2004. *Kam vede regulace*. Euro 20/2005.

OECD Economic Outlook No. 76, December 2004.

OECD Economic Outlook No. 68, December 2000.

OFHEO 2003. *Systemic Risk: Fannie Mae, Freddie Mac and the Role of OFHEO*. Washington.

Stephens, M 2003. „Convergence in European Mortgage Systems before and after EMU. Ch. 18.“ Pp. 492-516 in Eijffinger, S., J.J.G. Lemmen (eds.) *International Financial Integration*, Cheltenham UK and Northampton MA USA: Edward Edgar.

Tumpel-Gugerell, G. 2004. *Capital Markets and Financial Integration in Europe*. ECB.

UN/ECE 2005. *Housing Finance Systems for Countries in Transition – Principles and Examples*. United Nations, New York and Geneva.

White, L. J. 2004. *Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance: Why True Privatization Is Good Public Policy*. Policy Analysis No. 528, Cato Institute.