

Ekonomiczne aspekty sekurytyzacji wierzytelności hipotecznych Cześć I*

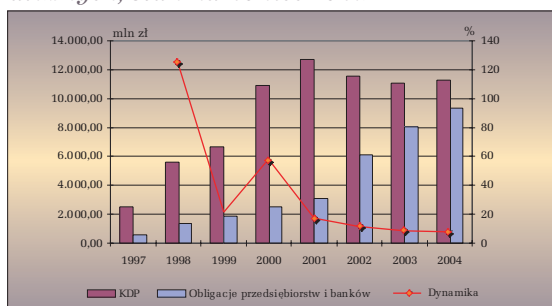
Łukasz Reksa

Polska wciąż znajduje się w trakcie licznych przemian gospodarczych i społecznych. Zmiany te w coraz większym stopniu będą zauważalne również na rynku nieruchomości, dzięki czemu w niedalekiej przyszłości nasz kraj ma szansę na znaczne postępy w dziedzinie budownictwa, a tym samym w jego finansowaniu. W tym kontekście należy zwrócić szczególną uwagę na zagraniczne doświadczenia, obfitujące w liczne, ciekawe rozwiązania. Ich adaptacja w polskich warunkach może mieć niebagatelne znaczenie dla ewolucji rynków refinansowania wierzytelności hipotecznych.

Obecne zmiany w Polsce można porównać z przemianami, które zachodziły w Europie kontynentalnej na początku lat 80. W owym czasie w większości państw zachodnioeuropejskich nastąpiła deregulacja rynków. Objawiało się to m.in. zwiększeniem udziału podmiotów niebankowych w finansowaniu przedsiębiorstw. Ponadto coraz więcej podmiotów prawnych i osób fizycznych lokowało swoje nadwyżki kapitałowe nie w bankach, a bezpośrednio na rynku kapitałowym. W ten sposób banki zostały zmuszone do obniżenia marż na swoich produktach kredytowych i podwyższenia oprocentowania lokat i rachunków oszczędnościowych-rozliczeniowych.

* Druga część artykułu opublikujemy w nr. 4 /2005 „Banku i Kredytu”.

Wykres 1 Rynek nieskarbowych papierów dłużnych, stan na koniec roku



Uwaga: dane za 2004 r. dotyczą pierwszych 3 kwartałów.
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów publikowanych przez agencję ratingową Fitch Polska.

Podobna tendencja widoczna jest obecnie na polskim rynku. Coraz więcej przedsiębiorstw finansuje swoją działalność poprzez emisję papierów wartościowych.

Drugą z tendencji, którą możemy zaobserwować obecnie w Polsce, jest wzrost udziału i wartości portfela kredytów przeznaczonych na finansowanie rynku nieruchomości. Zgodnie ze statystykami Narodowego Banku Polskiego, w 2003 r. zaangażowanie banków w kredyty na finansowanie nieruchomości wzrosło aż o 43,3% w stosunku do poprzedniego roku. Ponad 91% wszystkich kredytów przeznaczonych było na finansowanie nieruchomości mieszkaniowych, a udział ich wartości w stosunku do PKB wyniósł 4,8% (3,6% w 2002 r.).

Jak pokazują doświadczenia zagraniczne, sekurytyzacja na rynku wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie może stać się doskonałym narzędziem pozyskiwania długoterminowego finansowania przez banki. Stąd też wynika rosnące zainteresowanie tą techniką, obserwowane w ostatnich latach w naszym kraju. Szczególnie dużo uwagi poświęca się prawnym aspektom, które mają fundamentalne znaczenie z punktu widzenia zasad wykorzystania tej techniki. Jednak w debacie na temat sekurytyzacji należy również brać pod uwagę ekonomiczne uwarunkowania jej stosowania. Dyskusja powinna być poprzedzona szczegółowymi ba-

daniami, które pozwolą na weryfikację wielu obecnie wypowiedzianych tez.

Według autora, o sukcesie ekonomicznym sekurytyzacji będą decydować:

- 1) dynamika rozwoju pierwotnego i wtórnego rynku nieruchomości oraz rynku kredytowania hipotecznego,
- 2) struktura oraz jakość portfela wierzytelności hipotecznych,
- 3) przygotowanie ekonomiczne, techniczne, kadrowe podmiotów biorących udział w procesie,
- 4) poziom faktycznego popytu zgłaszanego przez inwestorów,
- 5) charakterystyki dłużnych papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie, oferowanych w sprzedaży,
- 6) regulacje prawne o charakterze narodowym i międzynarodowym odnoszące się bezpośrednio do sekurytyzacji,
- 7) korzyści finansowe dla inicjatora procesu sekurytyzacyjnego.

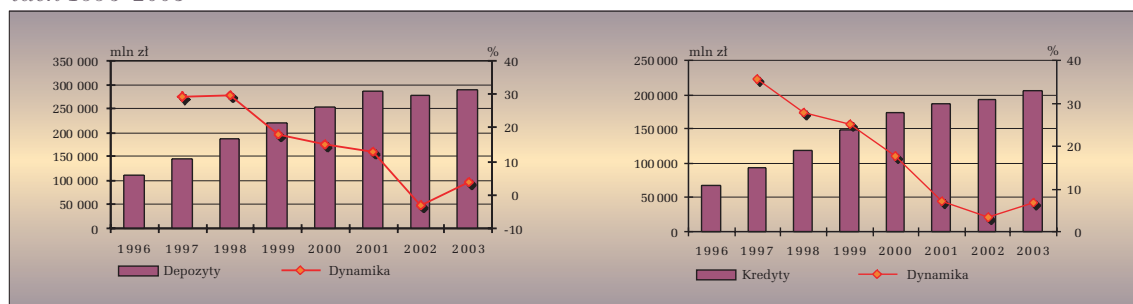
Wykorzystanie sekurytyzacji w Polsce jest znikome. Do chwili obecnej przeprowadzono w naszym kraju 7 tego typu transakcji, z czego pierwszej dokonano w połowie 1999 r.

Pierwotny i wtórny rynek hipoteczny

Potencjał rozwoju sekurytyzacji wierzytelności hipotecznych w dużej mierze będzie zależał od wielkości portfela kredytów finansujących rynek nieruchomości. Należy jednocześnie pamiętać, że rozwój pierwotnego rynku wierzytelności hipotecznych ma bezpośredni wpływ na zmiany na rynku wtórnym, rozumianym jako system finansowania rynku nieruchomości poprzez rynek kapitałowy. Jego rozwój może przyczynić się do zwiększenia dostępności kredytów zabezpieczonych hipotecznie dla większej liczby potencjalnych klientów. Sprawny rynek umożliwia¹:

¹ B. Meluch: *Ożywienie w budownictwie mieszkaniowym. Rynek wtórny kredytów hipotecznych*. Warszawa UMiRM, maj 2003 r.

Wykres 2 Struktura i dynamika wybranych aktywów i pasywów sektora bankowego w latach 1996-2003



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych publikowanych przez Narodowy Bank Polski.

- 1) rozproszenie ryzyka wśród uczestników rynku,
- 2) większą kontrolę ryzyka w bankach udzielających kredytów poprzez dostosowanie terminów zapadalności źródeł finansowania i aktywów do długości trwania aktywów,
- 3) dostęp do tańszych źródeł finansowania,
- 4) wprowadzenie nowych standardów udzielania kredytów,
- 5) stabilizację rynku mieszkaniowego,
- 6) współpracę z rynkiem kapitałowym, tworząc nowe instrumenty dłużne,
- 7) zwiększenie płynności w systemie bankowym dzięki sekurytyzacji portfeli kredytów hipotecznych,
- 8) obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału na finansowanie kredytów hipotecznych, a tym samym umożliwienie obniżenia oprocentowania kredytów hipotecznych.

W konsekwencji właściwie funkcjonujący rynek wtórny kredytów hipotecznych umożliwia szerszy dostęp do tych kredytów, a tym samym kształtuje popyt na budownictwo mieszkaniowe. Dla utworzenia właściwie funkcjonującego rynku wtórnego kredytów hipotecznych muszą być spełnione poniższe warunki.

1. Zmniejszenie kosztów operacyjnych banków udzielających kredytów hipotecznych

Średni poziom kosztów operacyjnych w Polsce w 2003 r. dla banków komercyjnych wyniósł 68% (liczony jako koszty operacyjne w stosunku do wyniku działalności bankowej). Od 3 lat jego wielkość systematycznie się zwiększa, co obrazuje wykres 3.

Zmniejszenie kosztów operacyjnych banków udzielających kredytów hipotecznych może nastąpić m.in. dzięki wprowadzeniu i unowocześnianiu systemów informatycznych przeznaczonych do analizy wniosków kredytowych, ryzyka kredytowego, jakości i wartości zabezpieczeń oraz bieżącego administrowania portfelem kredytowym.

2. Akceptacja długoterminowych instrumentów finansowych przez rynek

Na rynkach zachodnioeuropejskich termin pełnej amortyzacji papierów dłużnych zabezpieczonych hipotecznie nie jest krótszy niż 10 lat. Wynika to z długoterminowego charakteru wierzytelności hipotecznych, które stanowią zabezpieczenie emisji. W Polsce dominujący udział w rynku papierów dłużnych mają instrumenty z terminem zapadalności nieprzekraczającym 5 lat. Istnieje kilka przyczyn zachowawczego nastawienia inwestorów do inwestowania długookresowego:

- 1) brak pełnej stabilności gospodarki i rynku kapitałowego, co uniemożliwia oszacowanie długoterminowego ryzyka,
- 2) brak stabilności poziomu stóp procentowych,
- 3) nadpodaż krótko- i średnioterminowych papierów skarbowych,
- 4) niska płynność rynku długoterminowego,
- 5) niska jakość papierów długoterminowych.

3. System informacji służący do oceny ryzyka i jego rozkładu na rynku nieruchomości

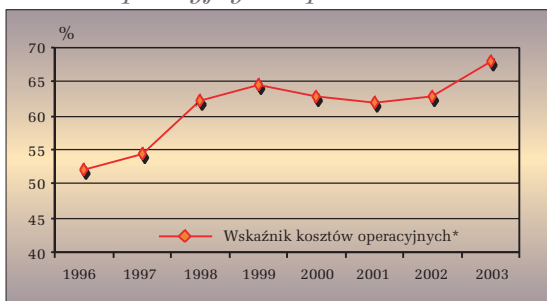
Jednym z większych sukcesów w tym zakresie było utworzenie w 2001 r. Biura Informacji Kredytowej, które rok po rozpoczęciu działalności sprzedało ponad 3 mln raportów kredytowych. Istotnym elementem prowadzonych przez BIK działań jest posiadanie ponad 3-letniej historii kredytowej klientów, co ma istotne znaczenie szczególnie w przypadku sekurytyzacji. Prace nad stworzeniem kolejnych systemów są w toku. Najbardziej zaawansowanym projektem powstającym przy współpracy Związku Banków Polskich jest tzw. baza cen transakcyjnych na rynku nieruchomości. Szerokie i szczegółowe (na poziomie lokalnym i regionalnym) rozpoznanie rynku oraz możliwość monitorowania tego rynku pozwolą na istotne obniżenie poziomu ryzyka, co w efekcie umożliwi zwiększenie aktywności banków na rynku nieruchomości. Z kolei odpowiednio wczesne wykrycie ryzyka z wykorzystaniem nowoczesnych technik zarządzania doprowadzi do spadku oprocentowania kredytów, a tym samym do wzrostu zainteresowania potencjalnych kredytobiorców. Ponadto w terminie kilkunastu miesięcy planowane jest udostępnienie bankom informacji pochodzących z tzw. rządowych źródeł informacyjnych: krajowego rejestru sądowego, sądowego rejestru zastawów, elektronicznej księgi wieczystej, rejestru zastawów skarbowych.

4. Spadek i stabilizacja stóp procentowych kredytów hipotecznych

Struktura i jakość portfela wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie w Polsce

Według danych Narodowego Banku Polskiego, na koniec 2003 r. wartość udzielonych kredytów finansujących rynek nieruchomości (kredyty komercyjne i indywidualne) wyniosła ponad 53 mld zł. Jednak tylko niewielka ich część może zostać wykorzystana w procesie sekurytyzacji.

Wykres 3 *Zmiana wartości wskaźnika kosztów operacyjnych w polskich bankach*



*Koszty operacyjne = koszty operacyjne/wynik działalności bankowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych publikowanych przez Narodowy Bank Polski.

Według międzynarodowych standardów popartych wieloletnimi doświadczeniami, sekurytyzowane wierzytelności muszą się charakteryzować:

- 1) homogenicznością pod względem sposobu zabezpieczenia (w badanym przypadku muszą to być tylko kredyty zabezpieczone hipotecznie),
- 2) statystyczną przewidywalnością strat,
- 3) podobieństwem terminów zapadalności,
- 4) pewną zakładaną wielkością i jakością.

Ponadto powinny przejść wszystkie etapy testu przedstawionego na schemacie.

Do chwili obecnej nie powstała ujednolicona baza danych na temat polskiego rynku wierzytelności hipotecznych. Dostępne cząstkowe dane nie pozwalają jednoznacznie określić, czy i w jakim zakresie portfel kredytów hipotecznych całego sektora bankowego może zostać wykorzystany do sekurytyzacji. Istotny element stanowią również zestawienia statystyczne dla pojedynczych banków, ponieważ to one są potencjalnymi inicjatorami transakcji sekurytyzacyjnych. Dopiero szczegółowa analiza portfeli poszczególnych banków pozwoliłaby ustalić, czy dysponują one odpowiednimi, tzn. spełniającymi przedstawione kryteria, zasobami kredytów hipotecznych.

Oczywiście możliwa jest sytuacja, w której bank skupuje portfel wierzytelności od innych banków, gromadząc w ten sposób ich odpowiedni jakościowo i ilościowo zasób. Istnieje też możliwość utworzenia konsorcjum kilku banków, które wspólnie przygotowują emisje papierów dłużnych zabezpieczonych wierzytelnościami hipotecznymi, powołując jedną spółkę celową. Są to jednak techniki rzadko stosowane na rynkach międzynarodowych. Dzieje się tak z powodu komplikacji struktury prawnej, małej homogeniczności wierzytelności hipotecznych pochodzących z różnych banków oraz wysokiego zróżnicowania procedur, wykszolenia i wyposażenia technicznego w poszczególnych bankach. Harmonizacja wszystkich elementów między poszczególnymi podmiotami w ramach jednej transakcji jest procesem długotrwałym i bardzo kosztownym, co czyni całe przedsięwzięcie nieopłacalnym.

Zasób niezbędnych danych statystycznych pozwalających na określenie, czy i w jakim stopniu portfel wierzytelności hipotecznych może zostać wykorzystany w procesie sekurytyzacji, powinien opierać się na analizie następujących elementów:

- 1) co najmniej 5-letni okres gromadzenia danych statystycznych na temat portfela kredytów hipotecznych,
- 2) wartość i liczba udzielonych kredytów w rozbiciu na demograficzne i geograficzne zaangażowanie oraz walutę,
- 3) udział portfela kredytów hipotecznych i mieszkaniowych w wartości kredytów ogółem,
- 4) wartość portfela kredytów mających zabezpieczenie w postaci hipoteki wpisanej do księgi wieczystej

i ustanowionej na rzecz banku w stosunku do całego portfela kredytów na nieruchomości,

5) terminy zapadalności poszczególnych grup kredytów (w rozbiciu na geograficzne i demograficzne zaangażowanie oraz walutę),

6) udział poszczególnych rodzajów kredytów w całym portfelu kredytów hipotecznych i mieszkaniowych pod względem rodzaju zastosowanego oprocentowania,

7) forma spłaty kredytu,

8) sposób refinansowania działalności w zakresie kredytów hipotecznych i mieszkaniowych (udział oraz zmiany),

9) udział kredytów z przedwczesnymi spłatami oraz udział tych kredytów, w których przedwczesna spłata jest dozwolona w stosunku do całego portfela kredytów hipotecznych i mieszkaniowych,

10) udział kredytów niemających docelowego zabezpieczenia w postaci hipoteki ustanowionej na rzecz banku,

11) udział poszczególnych grup kredytów wg wartości kredytu do wartości zabezpieczenia (wskaźnik LTV) w stosunku do całego portfela kredytów mieszkaniowych i hipotecznych,

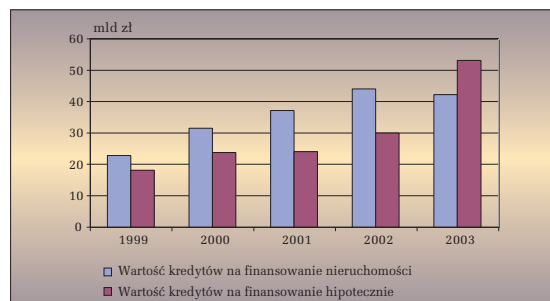
12) wszystkie powyżej wymienione elementy w rozbiciu na klientów i indywidualnych i instytucjonalnych.

Na podstawie danych gromadzonych przez Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego w 2003 r. sporządzono raport dla Komisji Nadzoru Bankowego, analizujący sytuację polskiego rynku finansowania nieruchomości². Według zaprezentowanych danych, wartość kredytów na finansowanie nieruchomości wzrosła w ciągu 4 lat dwukrotnie i odznaczała się dynamicznym przyrostem, znacznie przewyższającym przyrost innych należności od sektora niefinansowego.

Spśród pozostałych wniosków należy wymienić następujące:

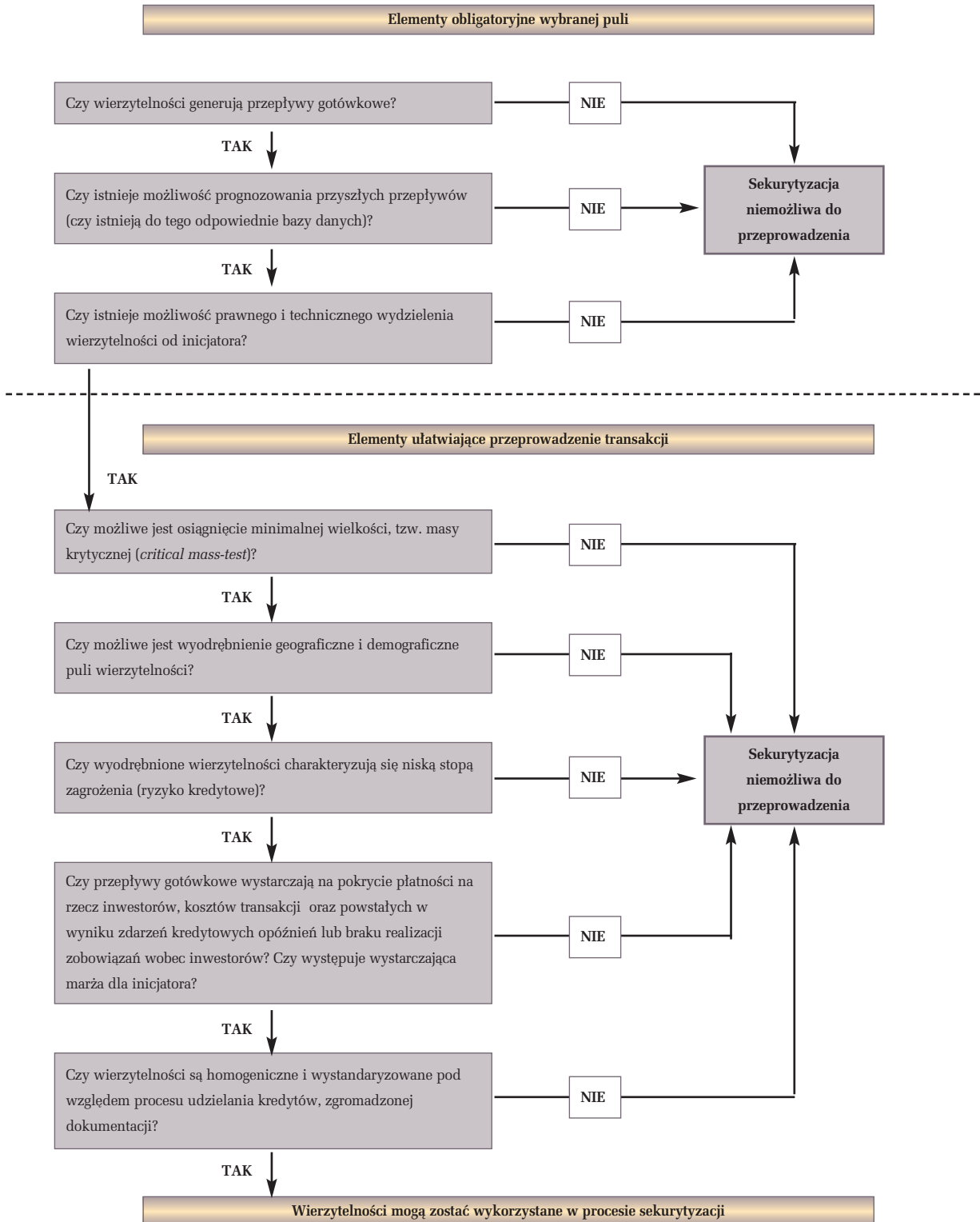
² Raport GINB, *Finansowanie rynku nieruchomości przez banki w Polsce w latach 1999-2002*. Warszawa kwiecień 2003.

Wykres 4 Wartość kredytów zabezpieczonych hipoteką i kredytów na finansowanie nieruchomości dla sektora niefinansowego w latach 1999-2003

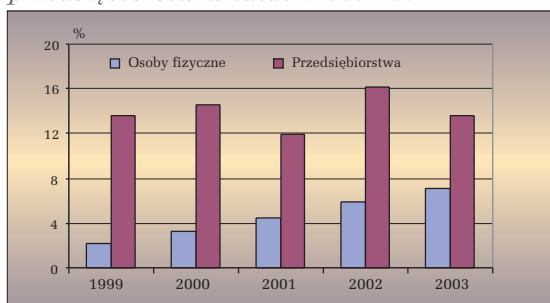


Źródło: NBP.

Schemat 1 | Test przydatność wybranej puli wierzytelności do sekurytyzacji



Wykres 5 Udział kredytów zagrożonych w strukturze kredytów dla osób fizycznych i przedsiębiorstw w latach 1999-2002



Źródło: NBP.

1) wzrósł udział kredytów na finansowanie nieruchomości mieszkaniowych w stosunku do wartości tego rynku ogółem,

2) spadł udział kredytowania na rzecz podmiotów gospodarczych oraz silnie wzrosła wartość kredytów dla osób fizycznych,

3) wzrosło zaangażowanie banków w finansowanie deweloperów,

4) w 2002 r. po raz pierwszy dominujący udział zdobyły kredyty denominowane w walutach obcych (tj. kredyty udzielane i indeksowane w walutach obcych),

5) rynek kredytów na finansowanie nieruchomości charakteryzował się koncentracją podaży – 5 największych banków miało 50-procentowy udział w rynku.

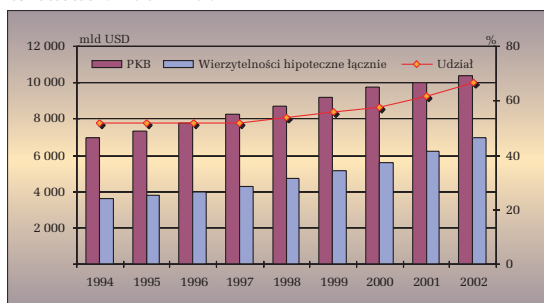
Z punktu widzenia przydatności portfela wierzytelności do wykorzystania w procesie sekurytyzacji duże znaczenie ma jakość. W 2002 r. udział kredytów zagrożonych w kredytach udzielonych przedsiębiorcom był wyższy niż ich udział w kredytowaniu osób fizycznych. Dla przedsiębiorstw wskaźnik ten wynosił 16,2%, a dla osób fizycznych 5,9%. Są to jednocześnie najwyższe wartości zaobserwowane od 1999 r. (patrz wykres 5).

Według danych zgromadzonych przez Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego w ciągu 4 lat, począwszy od 1999 r., udział zagrożonych należności na finansowanie rynku nieruchomości w kredytach ogółem był dosyć stabilny i wynosił od 9% do 11%. Stale jednak pogarsza się jakość kredytów dla osób fizycznych. Mimo tej negatywnej tendencji kredyty na finansowanie nieruchomości udzielane przedsiębiorcom mają znacznie gorszą jakość. Dla porównania, w 2002 r. udział kredytów zagrożonych w stosunku do łącznej wartości kredytów przeznaczonych na finansowanie nieruchomości wynosił 5,9%, a dla przedsiębiorców 16,2%.

Zagraniczne rynki hipoteczne

Dostępne analizy rynku kredytowania hipotecznego w Polsce prowadzone przez Narodowy Bank Polski nie

Wykres 6 Rynek wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie w stosunku do PKB w USA w latach 1994-2002



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fannie Mae i Freddie Mac.

dają podstaw do określenia przydatności wierzytelności hipotecznych do celów sekurytyzacji. Należy zatem zwiększyć wysiłki idące w kierunku gromadzenia i analizowania danych dotyczących portfela wierzytelności hipotecznych i rynku nieruchomości. W przyszłości wiedza taka przyczyni się do zwiększenia jakości oferowanych instrumentów dłużnych opartych na procesie sekurytyzacji.

Pytaniem na teraz jest wybór systemu finansowania rynku nieruchomości w naszym kraju. Przykładów zachodnich rozwiązań mija się z celem. Wprowadzenie pewnych rozwiązań musi zostać poprzedzone szczegółowymi badaniami popytu na oferowane produkty i ich podaży, podatności rynku na wahania koniunkturalne oraz elastyczności, tj. umiejętności dopasowania się do zmieniającego się otoczenia.

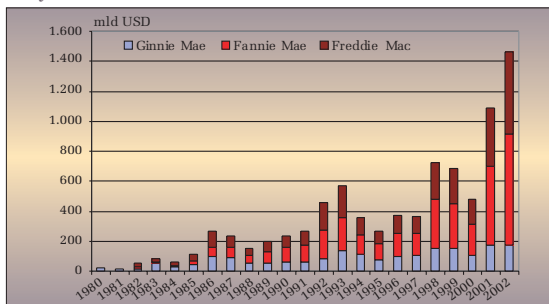
Warto w tym miejscu przyjrzeć się odmiennym modelom finansowania rynku nieruchomości, które rozwinęły się w Stanach Zjednoczonych i Niemczech. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z silnie rozwiniętym rynkiem sekurytyzacji pozabilansowej, a w drugim z bankowością hipoteczną opartą na sekurytyzacji bilansowej.

System amerykański

Na początku lat 70. zakończyło się tworzenie podwalin amerykańskiego systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego – głównie za pomocą kredytowania hipotecznego. Opiera się on na trzech agencjach, które przez długi czas korzystały z pomocy rządu amerykańskiego. Były to: Federal National Mortgage Association (FNMA), zwana również Fannie Mae, Government National Mortgage Association (GNMA) – czyli Ginnie Mae, oraz Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) zwana Freddie Mac.

W 2002 r. łączna wielkość amerykańskiego rynku kredytowania hipotecznego i mieszkaniowego wynosiła 8,5 bln dolarów, z czego aż 6,5 bln przypadało na budownictwo jedno- i wielorodzinne (patrz wykres 7).

Wykres 7 Emisje MBS dokonane w latach 1980-2002 przez trzy największe agencje rządowe*



* Wszystkie emisje dotyczą tzw. Multifamily i Single-Family MBS, które stanowią ponad 98% wszystkich emisji dokonywanych przez Agencje.

Źródło: opracowanie własne na podstawie The Bond Market Association, www.thebondmarket.com

Znacznie ponad połowa wszystkich wierzytelności hipotecznych sprzedawana jest na wtórnym rynku hipotecznym. Od 60% do 85% kredytów o stałym oprocentowaniu zostaje sprzedane, z czego ponad 50% przejmują Fannie Mae i Freddie Mac, a około 10% – prywatne podmioty³.

W skład rynku kredytów zabezpieczonych hipotecznie wchodzi m.in. kredyty przeznaczone na budownictwo:

- jednorodzinne (Single-Family Mortgages),
- wielorodzinne (Multifamily Mortgages),
- komercyjne (Commercial Mortgages),
- tzw. Farm Mortgages.

Punktem wyjścia dla rozwoju amerykańskiego rynku nieruchomości stał się problem refinansowania kredytów hipotecznych za pomocą dłużnych papierów wartościowych. Chodziło o pozyskanie długoterminowych środków, których okres lokaty byłby skorelowany z okresem, na jaki udzielane są kredyty hipoteczne. Papiery wartościowe służące refinansowaniu kredytów hipotecznych musiały spełniać następujące cechy:

- długi okres pierwotny,
- wysoki poziom bezpieczeństwa w opinii inwestorów,
- zadowalająca rentowność w opinii inwestorów,
- płynny obrót na rynku wtórnym.

Możliwa jest sprzedaż papierów wartościowych o długim okresie pierwotnym, o ile potencjalni inwestorzy będą przekonani o bardzo niskim poziomie ryzyka takiego instrumentu finansowego. Ryzyko w tym przypadku powinno być zbliżone do ryzyka związanego ze skarbowymi papierami wartościowymi. Taką wiarygodność mogą zapewnić gwarancja rządowa, emitent związany ze skarbem państwa albo odpowiednio wysokie zabezpieczenia papierów wartościowych. Właśnie sposób zapewnienia wiarygodności był podstawą od-

mienności systemu refinansowania kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych. O ile w Europie wiarygodność banku hipotecznego jako instytucji specjalistycznej i listu zastawnego zostały oparte na zaufaniu inwestora do funkcjonowania systemu banków hipotecznych i listów zastawnych, o tyle w USA to instytucje rządowe zapewniły bezpieczeństwo obrotu.

Jednym z najważniejszych instrumentów stały się papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie, tzw. Mortgage Backed Securities (MBS). Możliwość sekurytyzacji pożyczek hipotecznych umożliwiła kredytodawcom dostęp do zasobów kapitałowych, a to z kolei zmniejszyło koszty refinansowania działalności kredytowej. Taki system pozwolił na rozdysponowanie kapitału na obszarach z jego niedoborem. Za pośrednictwem szerokiej sieci instytucji finansowych, tj. banków komercyjnych, kas oszczędnościowo-pożyczkowych, instytucji ubezpieczeniowych, samodzielnych brokerów, udziela się kredytów hipotecznych. Wykorzystuje się w tym celu różne kanały dystrybucji, jak tradycyjna sieć bankowa, sprzedaż bezpośrednia (brokerzy hipoteczni), aż po sprzedaż w Internecie. Kolejnym etapem jest odsprzedaż owego kredytu pośrednikowi, który łączy kredyty w portfele o określonych cechach. Tak „poskładane” portfele kredytowe odsprzedawane są agencjom oraz prywatnym podmiotom, które na ich podstawie emitują MBS.

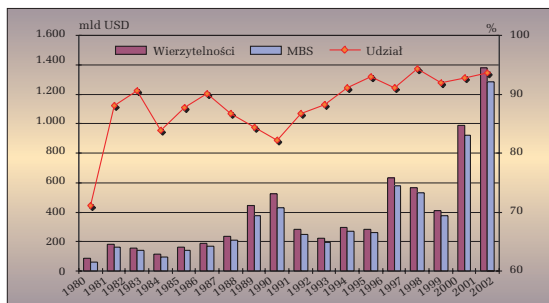
Amerykańskie obligacje hipoteczne reprezentują udział każdego ich posiadacza w pożyczkach hipotecznych udzielonych przez instytucje rynku kapitałowego. Wykres 8 przedstawia wolumen obrotu papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie na rynku amerykańskim w latach 1980-2002. Amerykański rynek MBS ma największy udział w całym sektorze papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, tj. około 35% tego rynku. Jednocześnie należy do najbardziej płynnych rynków na świecie z dziennym obrotem przekraczającym 100 mld USD, porównywalnym jedynie z obrotami na rynku skarbowym. W 2002 r. Fannie Mae i Freddie Mac wyemitowały papiery dłużne o wartości 1,4 bln USD, co stanowiło ponad 65% całkowitej sprzedaży papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Ponadto należy do tego doliczyć emisję gwarantowaną przez Ginnie Mae (około 170 mld USD) oraz emisje prywatnych podmiotów szacowane w 2002 r. na 700 mld USD. Dla porównania w tym samym roku Rząd Federalny Stanów Zjednoczonych wyemitował prawie czterokrotnie mniej papierów wartościowych.

W rezultacie wzrastającego zainteresowania tego typu inwestycjami, rynek obligacji hipotecznych stał się jednym z największych i najlepiej rozwiniętych na świecie. W 2002 r. globalny obrót nimi wyniósł w USA 3,15 bln USD.

Wierzytelności hipoteczne kupowane przez agencje są utrzymywane jako inwestycje portfelowe lub „składane” w pule i sprzedawane inwestorom w posta-

³ Dane statystyczne za: R. Van Order: *The structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with some Implications for Developing Countries*. New York październik 2003 Freddie Mac.

Wykres 8 Struktura wierzytelności hipotecznych i wyemitowanych MBS w portfelu Fannie Mae i Freddie Mac



Źródło: opracowanie własne na podstawie 2002 Report to Congress. Washington Office Of Federal Housing Enterprise Oversight, 15 czerwca 2003 r.

ci obligacji hipotecznych. Taka konstrukcja pozwala na transfer ryzyka związanego z wierzytelnościami hipotecznymi od kredytobiorców do inwestorów. Należy jednak podkreślić, że nie wszystkie wierzytelności zakupione przez Fannie Mae, Freddie Mac i Ginnie Mae są wykorzystywane jako zabezpieczenie MBS, co obrazuje wykres 9.

W ciągu ostatnich 5 lat zarówno Fannie Mae, jak i Freddie Mac zanotowały silny, bo aż czterokrotny wzrost wartości zakupionych wierzytelności. Podobne zmiany nastąpiły w przypadku emisji MBS (z 370 mld USD w 1997 r. do ponad 1,4 bln USD w 2002 r., co stanowi prawie 300-procentowy wzrost). Warto jednocześnie zauważyć, że udział emitowanych papierów dłużnych w łącznej wartości nabytych wierzytelności również wzrósł: z około 90% do ponad 94%. Świadczy to m.in. o zwiększonym zainteresowaniu tymi instrumentami oraz rosnącej pojemności rynku, który bez większych trudności może wchłonąć olbrzymie transze ryzyka. Wynika to z wielu przyczyn. Wysoki rating osiągnięty przez MBS stawia te papiery na równi z papierami emitowanymi przez rząd amerykański. Budowana przez lata reputacja agencji dziś spotyka się z coraz powszechniejszą krytyką, wynikającą m.in. z monopoli-

stycznej pozycji czy dyktowania reguł obowiązujących na rynku wierzytelności hipotecznych. Ponadto agencje MBS mają stosunkowo wysokie oprocentowane przekraczające poziom, jaki oferują podobnie bezpieczne papiery wartościowe emitowane przez rząd amerykański.

Bezpośrednio z emisją papierów dłużnych zabezpieczonych hipotecznie wiąże się transfer ryzyka. Nabywając MBS, inwestor, w zamian za płatności odsetkowe, przejmuje pewne ryzyko kredytowe związane z zabezpieczającą je pulą wierzytelności. W ciągu ostatnich 20 lat nastąpiły bardzo duże zmiany w strukturze nabywców tego ryzyka. Cechą charakterystyczną ostatniej dekady jest znaczny wzrost udziału agencji w strukturze inwestorów, co przedstawia wykres 9.

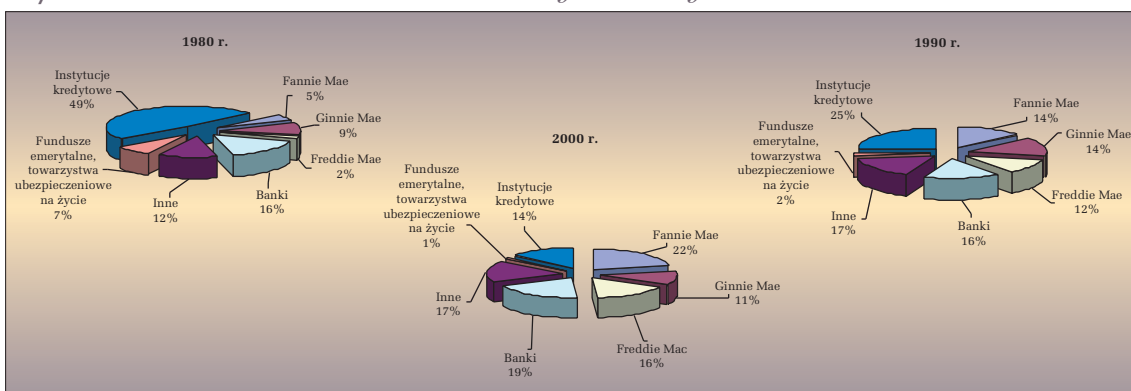
Agencje utrzymują część zakupionych obligacji hipotecznych w swoim portfelu do końca terminu ich zapadalności, jednocześnie emitując nowe, zabezpieczone uprzednio nabytymi. W ten sposób agencje osiągają przychód wynikający z różnicy między płatnościami kupowanymi z MBS.

Drugą znaczącą grupą inwestorów są banki, które najczęściej nabywają papiery wartościowe z 30-letnim terminem zapadalności. Wynika to z dużej płynności tego rynku oraz korzystnych warunków finansowych. Bardzo istotnym czynnikiem są również regulacje dotyczące utrzymywania kapitałów własnych w stosunku do papierów dłużnych ważonych ryzykiem.

System niemiecki

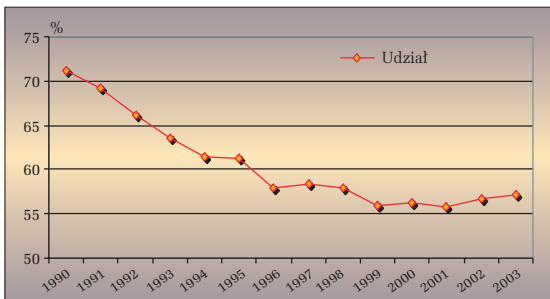
Zgodnie z obowiązującymi zapisami, prawo do emisji listów zastawnych do końca 2004 r. miało 38 instytucji, z tego 21 banków hipotecznych, 2 banki morskie (Schiffsbanken), 10 banków krajowych (Landesbanken) i 3 banki publiczne. Z 21 banków hipotecznych 18 to tzw. banki czyste (reine Hypothekbanken), a 3 to „mieszane” banki hipoteczne (gemischte Hypothekbanken), które oprócz podstawowych czynności banków hipotecznych mogą prowadzić działalność typową

Wykres 9 Struktura inwestorów w MBS na rynku amerykańskim



Źródło: H. J. Dübel: Zakres i efekty państwowych gwarancji kredytowych w finansowaniu budownictwa mieszkaniowego. Warszawa 2003 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, „Zeszyt Hipoteczny” nr 16.

Wykres 10 *Udział listów zastawnych w obiegu od wartości udzielonych kredytów przez niemieckie banki hipoteczne w latach 1990-2003*



Źródło: Verband deutscher Hypothekenbanken, Jahresbericht 1990-2003.

dla banków uniwersalnych⁴. Po 2004 r. uprawnienia do emisji listów zastawnych otrzymają wszystkie banki uniwersalne, po spełnieniu bardzo ostrych kryteriów.

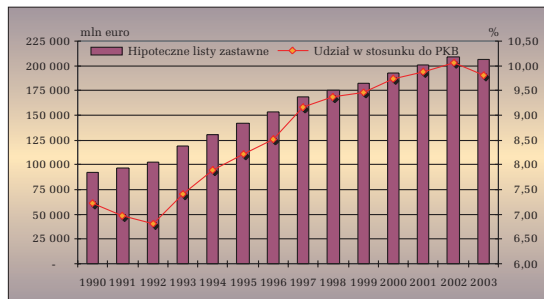
W 2003 r. banki hipoteczne w Niemczech były emitentami 55% listów zastawnych zabezpieczonych hipotecznie (są również uprawnione do emisji publicznych listów zastawnych, których wartość kilkakrotnie przekracza wysokość hipotecznych listów zastawnych znajdujących się w obiegu). Udział banków komercyjnych w tym zakresie wynosi 30%. Wynika to z faktu, że Landesbanki, będąc bankami niespecjalistycznymi, mają w swojej ofercie oprócz listów zastawnych również inne produkty, np. lokaty czy obligacje⁵.

Zasadniczą działalność banków hipotecznych polega na udzielaniu kredytów hipotecznych podmiotom prywatnym oraz instytucjom prawa publicznego oraz refinansowaniu ich emisją listów zastawnych zarówno hipotecznych (Hypothekenspfandbriefe), jak i publicznych (Kommunalschuldverschreibungen). Ponadto banki hipoteczne od 1991 r. mogą przyjmować hipoteki w innych krajach członkowskich Unii Europejskiej i na tej podstawie emitować listy zastawne⁶.

Klasycznym instrumentem refinansowania działalności kredytowej banków hipotecznych są listy zastawne, których łączna wartość w obiegu przekracza 1,4 bln euro, co stanowi największy segment rynku kapitałowego w Niemczech. Niemieckie banki są uprawnione do emisji publicznych listów zastawnych (Kommunalspfandbriefe) i hipotecznych listów zastawnych (Hypothekenspfandbriefe), które są papierami wartościowymi na okaziciela bądź imiennymi. Dominujące znaczenie mają jednak publiczne listy zastawne, których wartość w obiegu przekroczyła w 2003 r. 1 bln euro.

Niezależnie od wszystkich statystyk, system ten należy do najbezpieczniejszych. Świadczy o tym choć-

Wykres 11 *Rynek hipotecznych listów zastawnych oraz jego udział w stosunku do PKB w Niemczech w latach 1990-2003*



Źródło: opracowanie własne na podstawie VdH: Der Pfandbrief, Fakten und Daten, Berlin 2004.

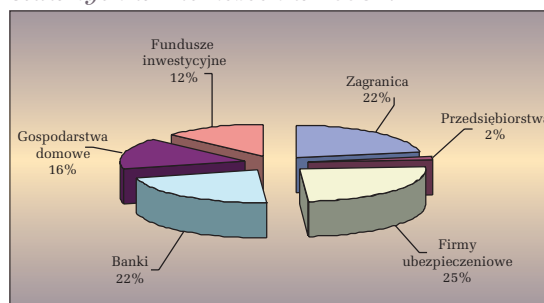
by fakt, że nie jest znany żaden przypadek, w całej długoletniej historii systemu bankowości hipotecznej w Niemczech, w którym list zastawny nie byłby punktualnie i całkowicie obsługiwany. W tym okresie żaden bank-emitent listów nie stał się niewypłacalny.

W ostatnich latach przeciętny okres zapadalności został znacznie skrócony: z przedziału 30 – 50 lat do 5 – 10 lat. Wynikało to z konieczności dopasowania terminów amortyzacji listów zastawnych do przeciętnych okresów zapadalności wierzytelności hipotecznych, na których listy były zabezpieczone. W Niemczech nabywcami listów zastawnych są najczęściej towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz banki, co przedstawia wykres 12.

Specyfiką rynku Niemieckiego są tzw. listy zastawne Jumbo (Jumbo-Pfandbriefe). Wolumen emisji takich listów musi wynieść minimum 750 mln euro⁷. W celu zagwarantowania płynności obrotu muszą to być listy na okaziciela. W związku z tym podlegają wyłącznie obrotowi giełdowemu. Listy te nie mogą zostać umorzone przed terminem ich zapadalności. Stałe oprocentowanie z tych listów wypłacane jest w cyklu rocznym (tzw. Straight Bond-Format). Do emisji każdego listu zastawnego Jumbo musi powstać konsorcjum

⁷ VdH, Der Pfandbrief: Fakten und Daten 2003. Berlin, maj 2004 r.

Wykres 12 *Struktura nabywców listów zastawnych w Niemczech w 1998 r.*



Źródło: Der Deutsche Pfandbrief 1999. Bonn 1999 Verband Deutscher Hypothekenbanken, s. 24.

⁴ VdH: Der Pfandbrief; Fakten und Daten. Berlin 2004.

⁵ R. Łopiński: List zastawny w Europie. Warszawa 2001 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, z. 13.

⁶ K. Kanigowski: List zastawny. Warszawa 2000 Centrum Szkoleniowo-Wydawnicze Kwantum, s. 19.

składające się co najmniej z trzech podmiotów (najczęściej banków), tzw. market maker, którzy jednocześnie gwarantują utrzymanie stałego spreadu. Po pierwszej emisji listów zastawnych Jumbo w maju 1995 r. w krótkim czasie powstał odrębny segment rynku⁸.

Długoletnie doświadczenia niemieckie czy amerykańskie wskazują na bardzo silny rozwój rynku kredytowania hipotecznego oraz systemu jego finansowania, tzw. wtórnego rynku hipotecznego. Podobne zmiany zachodzą w innych krajach Europy Zachodniej, np.

w Holandii, Danii, Irlandii, Francji czy Hiszpanii, gdzie udział kredytowania hipotecznego w stosunku do PKB waha się od 40% do 80%. Polska z portfelem wierzytelności hipotecznych sięgającym 5% wartości krajowego PKB ma w tej dziedzinie bardzo wiele do nadrobienia. Z drugiej strony taka sytuacja znacznie zwiększa potencjał rozwojowy pierwotnego i wtórnego rynku hipotecznego. Wykorzystanie tego potencjału w dużej mierze będzie jednak zależęć od umiejętności przezwyciężenia barier o charakterze prawnym i ekonomicznym oraz wyboru systemu, który będzie podstawą działania rynku hipotecznego, co bardziej szczegółowo zostanie przedstawione w kolejnej części artykułu.

⁸ Ibidem.

Bibliografia

1. K. Kanigowski: *List zastawny*. Warszawa 2000 Centrum Szkoleniowo-Wydawnicze Kwantum.
2. R. Łopiński: *List zastawny w Europie*. Warszawa Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, z. 13.
3. B. Meluch: *Ożywienie w budownictwie mieszkaniowym. Rynek wtórny kredytów hipotecznych*. UMiRM maj 2003.
4. P. Monkiewicz: *Ocena rozwoju instrumentów ubezpieczeniowych na rynku wierzytelności*. I Kongres finansowania budownictwa mieszkaniowego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Warszawa, grudzień 2004 r.
5. Raport GINB, *Finansowanie rynku nieruchomości przez banki w Polsce w latach 1999-2002*.
6. R. Van Order: *The structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with some Implications for Developing Countries*. Freddie Mac, październik 2003 r.
7. *Rynek finansowy w Polsce w latach 1998-2001*. Warszawa 2001 NBP.
8. *Raport o rozwoju Otwartych Funduszy Emerytalnych na rynku finansowym do roku 2010*. Warszawa 2003 Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.
9. VdH: *Der Pfandbrief; Fakten und Daten*. Berlin 2004.
10. *True sale versus synthetics for MBS/CLO transactions. Relative Values (the originators point of view)*. Commerzbank Securities, 23 maja 2003 r.