

DWIGHT M. JAFFEE, BERTRAND RENAUD

STRATEGIE ROZWOJU RYNKÓW KREDYTÓW HIPOTECZNYCH W KRAJACH TWORZĄCYCH GOSPODARKE RYNKOWĄ*

1. WPROWADZENIE

Trwająca obecnie w krajach Europy środkowej i centralnej transformacja gospodarki z planowej w rynkową, obejmuje trzy kluczowe procesy:

- 1) stabilizacji i liberalizacji gospodarczej,
- 2) prywatyzacji,
- 3) rozwoju sektora finansowego.

Sektor budownictwa mieszkaniowego wraz z rynkiem kredytów hipotecznych, będącym jego finansowym wymiarem, jest elementem każdego procesu, przy czym jego znaczenie nie jest jednakowe.

Rozwój systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego, w porównaniu z gwałtownym rozwojem bankowości i innych rynków finansowych, znajduje się dopiero w początkowym stadium. Jest to szczególnie zastanawiające, jeśli wziąć pod uwagę fakt, że w większości krajów rozwiniętych udział **ryнку kredytów hipotecznych** - rozumianego jako rynku finansowania nieruchomości - w rynku kapitałowym należy do największych. Przykładowo w USA, udział długu hipotecznego w strukturze krajowego zadłużenia jest najwyższy (Tabela 1).

Należy spodziewać się, że rozwój rynku kredytów hipotecznych będzie miał kluczowe znaczenie dla ogólnego rozwoju rynku finansowego. W szczególności chodzi tu o efektywny rynek kredytów hipotecznych, który poprzez korzystne, zewnętrzne oddziaływanie na rynek kapitałowy, wymusi jego efektywność. W innym przypadku, źle funkcjonujący rynek kredytów hipotecznych może zakłócać działanie całego rynku finansowego. Na przykład w sytuacji, kiedy rząd "wspiera" nieefektywny rynek kredytu hipotecznego poprzez subwencje i uregulowania prawne wpływa to negatywnie (drogą ukrytych podatków i ograniczeń) na funkcjonowanie całego rynku kapitałowego. W praktyce więc, specyficznym dla krajów tworzących gospodarkę rynkową (*emerging market economies* - EME) problemem jest kontrolowanie zakresu rozprzestrzeniania się quasi-fiskalnych subwencji.

* Dwight M. Jaffee jest profesorem w Haas School of Business, University of California, Berkeley. Bertrand Renaud jest pracownikiem The World Bank. Opracowanie zostało zaprezentowane podczas konferencji *Financial Reform in Emerging Market Economies*, która odbyła się w Akademii Ekonomicznej w Poznaniu w dniach 20-21 stycznia 1996 roku. Konferencja została zorganizowana w ramach projektu ACE 94-0685-R *Coping with Financial Reform in Emerging Market Economies: Analytical Tools, Policy Implications, and Case Studies of Estonia and Poland*. Opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy i poglądów autorów a nie instytucji, z którymi są oni związani.

Tabela 1

Majątek trwały i instrumenty dłużne w USA, stan na koniec 1993

L.p.	Majątek trwały	liony USD	Procent
1	Budynki mieszkalne	5,5	29
2	Budynki niemieszkalne	3,0	16
3	Ziemia	4,2	23
4	Nieruchomości ogółem (1 + 2 + 3)	12,7	68
5	Majątek trwały ogółem	18,7	100
	Instrumenty dłużne		
6	Kredyty hipoteczne	4,2	34
7	Rządowe papiery wartościowe	3,4	27
8	Obligacje przedsiębiorstw	1,2	10
9	Papiery wartościowe władz stanowych i lokalnych	1,2	10
10	Zadłużenie ogółem	12,4	100

Źródło: Flow of Funds, Federal Reserve Board.

Głównym celem niniejszego opracowania jest analiza czynników ograniczających rozwój efektywnych systemów finansowania budownictwa mieszkaniowego w EME i wyciągnięcie trafnych wniosków. System finansowania budownictwa mieszkaniowego jest tylko częścią znacznie szerszego programu rozwoju trwałych podstaw funkcjonowania sektora finansowego w EME. Podejmując temat finansowania budownictwa mieszkaniowego będziemy nawiązywać także do innych elementów systemu finansowego, jednakże ich szczegółowa analiza wykracza poza ramy niniejszego opracowania.

Gwałtowny rozwój sektora bankowego w większości EME musi rodzić pytanie, dlaczego bankom w tych krajach nie udało się przejąć wiodącej roli w procesie tworzenia systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego. Odpowiedzi na to pytanie dostarczy druga część opracowania, w której koncentrujemy się na zagadnieniach ryzyk kredytowego, stóp procentowych i płynności, których występowanie ogranicza zdolność banków do tworzenia systemów finansowania budownictwa mieszkaniowego w EME.

Powolny rozwój pierwotnych rynków kredytu hipotecznego w EME wskazuje na potrzebę stworzenia spójnej strategii finansowania budownictwa mieszkaniowego. W trzeciej części opracowania podejmujemy tę kwestię, dokonując najpierw oceny systemów finansowania budownictwa mieszkaniowego funkcjonujących w krajach rozwiniętych. Porównujemy stosowane tam dwa podstawowe systemy: system, w którym instytucje depozytowe działają w charakterze pożyczkodawców portfelowych i ten, oparty na systemie rynku wtórnego. Następnie analizujemy alternatywne wersje systemu rynków wtórnych.

W czwartej części opracowania poddajemy ocenie, z punktu widzenia skuteczności, możliwość zastosowania w EME, typowych dla krajów rozwiniętych, systemów rynku hipotecznego. Dochodzimy do wniosku, że zastosowanie wtórnych rynków kredytów hipotecznych eliminuje ograniczenia

hamujące rozwój systemów finansowania budownictwa mieszkaniowego. Korzyści z tego tytułu są dwojakiego rodzaju. Po pierwsze, istnienie rynku wtórnego daje bankom możliwość przeniesienia ryzyka związanego z posiadaniem kredytów hipotecznych na innych inwestorów. Po drugie, funkcjonowanie rynku wtórnego wymusza stworzenie odpowiednich standardów oceny kredytowej i sposobów zabezpieczeń, które z kolei bezpośrednio zwiększają efektywność rynków pierwotnych w fazie powstawania nowych kredytów hipotecznych. Pomimo iż treść niniejszego opracowania koncentruje się na problemie rozwoju wtórnych rynków kredytów hipotecznych, należy podkreślić, że o rozwoju pierwotnych rynków w EME zadecyduje wprowadzenie zasadniczych zmian w sposobach ich funkcjonowania¹. Część piąta, ostatnia, stanowi podsumowanie naszych wniosków.

2. SYSTEM BANKOWY I SYSTEM FINANSOWANIA BUDOWNICTWA MIESZKANIOWEGO W EME

Rozważmy najpierw kwestię ryzyka, które jest bezpośrednią przyczyną niechęci banków do udzielania pożyczek na finansowanie budownictwa mieszkaniowego. We wszystkich krajach długoterminowe pożyczki na budownictwo mieszkaniowe obciążone są znacznym ryzykiem, obejmującym ryzyko kredytowe, stóp procentowych i płynności, które utrudnia zarządzanie bankami. Zmienny poziom inflacji i polityczne naciski by państwo kontrolowało stopy procentowe to czynniki, które dodatkowo zwiększają poziom ryzyka występujący w EME. Instrumenty finansowe, które pomagają zarządzać ryzykiem w krajach rozwiniętych, znajdują właściwe zastosowanie jedynie w tych krajach, w których reformy gospodarcze są już najbardziej zaawansowane. Brak umiejętności i metod oceny zdolności kredytowej i niedostateczny poziom kapitałów to kolejne, lecz powoli przewyższające, ograniczenia w aktywności banków w dziedzinie kredytów hipotecznych. Obecnie przyjrzymy się poszczególnym rodzajom ryzyka.

2.1. Ryzyko kredytowe

Na rozwiniętych rynkach kredytu hipotecznego ryzyko kredytowe tj. ryzyko niewywiązania się z płatności - mierzone jest zazwyczaj za pomocą dwóch wskaźników, przy czym im niższa wartość każdego z nich, tym mniejsze ryzyko kredytowe:

- *Wskaźnik pożyczka/wartość* liczony jako iloraz kwoty pożyczki i wartości nieruchomości,
- *Wskaźnik płatność/dochód* liczony jako iloraz rocznej płatności z tytułu kredytu hipotecznego (łącznie z płatnościami ubezpieczenia, podatku od nieruchomości, itp.) i rocznego dochodu pożyczkobiorcy.

¹ Zob. World Bank [1995] opracowanie na temat pierwotnych rynków hipotecznych w Rosji.

Wskaźnik pożyczka/wartość uznawany jest za bardziej miarodajny wskaźnik ryzyka kredytowego, z uwagi na to, że dopóki kwota pożyczki nie przewyższa wartości nieruchomości, pożyczkodawca może zawsze odzyskać nominalną kwotę pożyczki poprzez zajęcie nieruchomości i jej sprzedaż. Takie podejście nie ma zastosowania w EME z dwóch powodów. Po pierwsze, w krajach tych prawa własności i procedury zajęcia nieruchomości przez wierzyciela, konieczne do uznania nieruchomości jako zabezpieczenie pożyczki, nie są wystarczająco przez prawo i administrację unormowane. Po drugie, dokładne metody wyceny wartości nieruchomości w tych krajach dopiero się upowszechniają, a wycenę dodatkowo utrudnia wysoka, w większości tych krajów, inflacja.

2.2 Prawa własności nieruchomości

W większości EME prawo własności wymagało reinterpretacji w celu przywrócenia pojęcia nieruchomości. Korzystanie przez osoby prywatne z przysługujących im praw własności z tytułu posiadania gruntów i budynków, określanych w krajach o gospodarkach rynkowych jako prawa własności nieruchomości, w EME jest nadal nowym sposobem działania. Władze centralne i lokalne często nie rozumieją i nie akceptują warunków rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych. W szczególności w Rosji okazuje się, że rozszerzenie pojęcia prywatnej własności ziemi, obrót ziemią oraz powstanie rynków ziemi jest, ze względów politycznych, bardzo trudne². Prywatyzacja zasobów budownictwa mieszkaniowego także nie jest pełna. Pojedyncze mieszkania mogą być prywatyzowane, ale z uwagi na brak przepisów prawnych dotyczących spółdzielczych mieszkań własnościowych oraz stowarzyszeń właścicieli mieszkań, finansowanie i utrzymywanie w dobrym stanie przez mieszkańców powierzchni wspólnej i instalacji wewnętrznych nie jest odpowiednie. Ciągłe jeszcze problemem jest brak pełnej dokumentacji własności ziemi (ksiąg wieczystych) w odniesieniu do nieruchomości wybudowanych w poprzednim ustroju. Niejednokrotnie granice działek muszą więc być na nowo wytyczane, a zainteresowane strony muszą je zaakceptować, co z uwagi na ich dużą wzajemną nieufność, utrudnia cały proces.

Zabezpieczone kredyty i nieruchomości

Wszystkie typy pożyczek i kredytów w EME cechuje brak dobrych zabezpieczeń. W szczególności, z uwagi na odziedziczoną po poprzednim ustroju niską rzetelność czynności podziału ziemi, dotyczy to również pożyczek zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości. Nawet w krajach, w których rzetelność wpisów do rejestru i ksiąg tradycyjnie oceniana była jako bardzo wysoka, jak na przykład w Niemczech Wschodnich, "księgi wieczyste-

² Zob. Alain Betraud i Bertrand Renaud [1994].

ste" w erze socjalizmu nie były właściwie prowadzone. Stabilne i funkcjonalne systemy zagospodarowania terenu wyłaniają się bardzo powoli, hamowane spuścizną państwowego planowania urbanistycznego. Nieaktualne plany rozwoju miast i nieadekwatne granice miast ograniczają rozwój całego sektora nieruchomości, a także inwestycji materialnych. Niespójne przepisy prawne regulujące kwestie zabezpieczeń i przejmowania nieruchomości przez wierzyciela są dla pożyczkodawców źródłem wysokiego ryzyka kredytowego. W związku z powyższym zastosowanie alternatywnych form pożyczek zabezpieczonych, różniących się od zwyczajowo stosowanych na Zachodzie praktyk zajmowania nieruchomości przez wierzyciela, mogłoby być użyteczne w warunkach EME.

Wskaźnik płatność/dochód

W przypadku gdy nieruchomość nie stanowi właściwego, pewnego zabezpieczenia, o wysokości ryzyka kredytowego rozstrzyga wartość wskaźnika płatność/dochód. W odniesieniu do EME oparcie się na tym wskaźniku nie chroni pożyczkodawcy przed niedotrzymaniem przez pożyczkobiorcę umowy kredytowej. Wynika to z faktu, że wysokość stosunku średniego dochodu do wartości nieruchomości w tych krajach jest niska. W krajach gospodarczo najbardziej rozwiniętych wartość tego wskaźnika mieści się w przedziale 1/4 do 1/3, podczas gdy w większości EME ten sam wskaźnik osiąga wartość 1/10 lub niższą. Mimo, iż sytuacja ta może mieć charakter przejściowy, głównie z uwagi na ograniczane w przeszłości dochody i segmentację rynku budownictwa mieszkaniowego, to nie zmienia to faktu, że ryzyko przy udzielaniu pożyczek na budownictwo mieszkaniowe w EME jest niezwykle wysokie. Dodatkową przeszkodą są trudności w weryfikowaniu wysokości faktycznych dochodów wynikające z braku biur kredytowych i z dużego znaczenia szarej strefy w gospodarce. Czynniki te zwiększają ryzyko kredytowe, sprzyjają zachowawczym postawom banków i w efekcie prowadzą do racjonowania kredytu.

Ryzyko stopy procentowej

W krajach gospodarczo rozwiniętych wielu pożyczkodawców finansujących budownictwo mieszkaniowe wykorzystuje *kapitał krótkoterminowy*, co oznacza, że termin wymagalności ich aktywów hipotecznych jest dłuższy od terminu zapadalności finansujących je źródeł (na przykład depozytów bankowych). Takie niedopasowanie struktury aktywów i pasywów wynika z różnych preferencji inwestorów: pożyczkobiorcy korzystają z długoterminowych kredytów hipotecznych, deponenci zaś preferują instrumenty krótkoterminowe, ze względu na ich płynność. Finansowaniu kapitałem krótkoterminowym towarzyszy ryzyko stóp procentowych, ponieważ wzrost stóp procentowych zwiększając koszt depozytów nie jest natychmiast rekompensowany wzrostem dochodu z kredytów hipotecznych. Do osłony

przed ryzykiem stóp procentowych mogą być wykorzystane instrumenty rynku kapitałowego. Transakcje zabezpieczające są jednak drogie, koszt ich przeprowadzenia często jest w przybliżeniu równy różnicy pomiędzy stopą długookresową a stopą krótkookresową. Alternatywnie, ryzyko stóp procentowych można kontrolować poprzez udzielanie kredytów hipotecznych o zmiennej stopie procentowej. Takie rozwiązanie efektywnie przenosi ryzyko stóp procentowych na pożyczkobiorcę.

W EME nie ma jeszcze instrumentów rynku kapitałowego, które mogłyby być wykorzystane przez pożyczkodawców do osłony przed ryzykiem stóp procentowych. Tak więc standardem będą kredyty hipoteczne o zmiennej stopie procentowej. Oznacza to, że ryzyko stóp procentowych obciąża kredytobiorców, co z kolei zwiększa prawdopodobieństwo niedotrzymania warunków umowy kredytowej. Innymi słowy, ryzyko stóp procentowych przy pożyczkach hipotecznych o zmiennej stopie procentowej, z punktu widzenia banku, ulega transformacji w niekoniecznie niższe ryzyko kredytowe. Ponadto w EME, poziom realnych stóp procentowych (nominalne stopy procentowe minus oczekiwana stopa inflacji) jest wysoki (często powyżej 15%) i zmienny, co dodatkowo podnosi ryzyko kredytowe pożyczek hipotecznych o zmiennej stopie procentowej.

W rzeczywistości więc, *kredyty hipoteczne indeksowane o wskaźnik wzrostu cen*, które efektywnie są kredytami o stałej realnej stopie procentowej, są potencjalnie lepszym rozwiązaniem dla EME, z uwagi na możliwość regulowania zarówno wysokości stopy procentowej jak i ryzyka kredytowego. Na rynku kredytów hipotecznych istnieją również instrumenty hybrydowe, na przykład *pożyczki hipoteczne o dualnym oprocentowaniu* (DIM) (dual interest rate mortgage), stosowane w Meksyku, które charakteryzują się zmienną realną stopą procentową³. Ten typ pożyczek ma jednak dość skomplikowaną konstrukcję i trudno byłoby wprowadzić go do innego, słabo jednak rozwiniętego systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego.

Ryzyko płynności

Wysokie ogólne ryzyko, które w EME towarzyszy działalności gospodarczej, sprawia, że podmioty deponujące swe środki wysoko cenią sobie płynność swoich depozytów, rozumianą jako możliwość szybkiej konwersji depozytu w gotówkę. Banki w tych krajach muszą więc liczyć się z możliwością wystąpienia sytuacji nagłego i znacznego odpływu depozytów i, w celu sfinansowania tego potencjalnego odpływu, muszą być gotowe do szybkiej sprzedaży innych aktywów. Dobrą lokatą, uwzględniając tego typu działania banków, są więc rządowe papiery wartościowe, bowiem obrót nimi jest płynny a ich ceny są prawidłowo określone. Pożyczki handlowe upłynnia się trudniej, chociaż ze względu na krótkie okresy ich wymagalności można je zasadniczo uznać za aktywa quasi-płynne. Kredyty hipoteczne mają

³ Zob. Chiquier i Renaud [1992] referat na temat DIM w Meksyku.

długie terminy wymagalności, a obrót nimi na wtórnym rynku jest utrudniony. Jest tak, ponieważ dla ewentualnego nabywcy zweryfikowanie jakości każdego kredytu wystawionego na sprzedaż jest zbyt kosztowne. Podsumowując, kredyty hipoteczne, z punktu widzenia kredytodawców, są obciążone znacznym ryzykiem płynności.

3. EFEKTYWNE RYNKI KREDYTÓW HIPOTECZNYCH W KRAJACH GOSPODARCZO ROZWINIĘTYCH

Na efektywnych rynkach kredytów hipotecznych ryzyko związane z pozyczeniem, czyli ryzyko kredytowe, stóp procentowych i płynności winno być alokowane tak, by było ono zarządzane przez najbardziej do tego predysponowanych inwestorów długoterminowych. Z uwagi na różne uwarunkowania ekonomiczne i podejścia do kwestii ryzyka stosowanych jest wiele alternatywnych systemów. Przykładowo, w końcu dziewiętnastego wieku w Europie, a ściślej w Europie północnej, miał miejsce rozwój tak zwanych *instytutów kredytu hipotecznego* (MCI)⁴. Sposób działania tych, w istocie banków, odzwierciedlał swego rodzaju relację wymienną występującą między ryzykiem kredytowym a ryzykiem stóp procentowych i płynności. W wersji niemieckiej (Hypothekenbank) instytucje te minimalizowały ryzyko kredytowe ustalając wysokość wskaźnika pożyczka/wartość obiektu dla kredytów hipotecznych na poziomie poniżej 60%. Choć takie podejście z punktu widzenia banku ograniczało ryzyko kredytowe, to jednak odsuwało w czasie możliwość zakupu domu lub mieszkania do czasu zgromadzenia przez pożyczkobiorców znacznej kwoty środków własnych.

Podstawową zaletą takiego systemu *instytucji depozytowych* jest pionowa integracja trzech różnych funkcji rynku kredytów hipotecznych. Do tych funkcji zalicza się:

Tworzenie kredytu hipotecznego, jest to proces generowania długu hipotecznego, porównywalny do czynności gwarantowania emisji papierów wartościowych na rynku kapitałowym⁵;

Posiadanie kredytu hipotecznego, odnosi się do działalności instytucji lub innych inwestorów, którzy są w posiadaniu lub są właścicielami długu hipotecznego. Jeśli posiadacz długu nie jest równocześnie jego twórcą, musi nastąpić *przeniesienie prawa własności* do długu. Proces przeniesienia prawa własności utrudniony jest jednakże z uwagi na relatywnie wysoki poziom ryzyka, wysokie koszty informacji i małą wartość pojedynczych kredytów hipotecznych;

Obsługa kredytu hipotecznego, dotyczy takich czynności jak: (1) pobieranie od pożyczkobiorcy miesięcznych płatności i przelewanie ich na konto właściciela, (2) potwierdzanie, że pożyczkobiorca nie zalega z ubez-

⁴ Mortgage Credit Institute. Zob. European Mortgage Federation [1992] i [1993]. MCI udzielały kredytów hipotecznych różnym podmiotom, także gospodarstwu domowemu, przedsiębiorstwom i władzom lokalnym.

⁵ Ściślej mówiąc, umowa kredytu hipotecznego zazwyczaj składa się z dwóch dokumentów: (bond or note) **zobowiązania zapłaty**, które precyzuje warunki zwrotu pożyczki i (mortgage) **hipoteki**, która stanowi jej zabezpieczenie. Dalej będziemy jednak używać powszechnie stosowanego terminu kredyt hipoteczny, który faktycznie odnosi się do kompletu owych dwóch dokumentów.

pieczeniem i podatkiem od nieruchomości, (3) przeprowadzanie procesu zajęcia nieruchomości w przypadku niedotrzymania przez pożyczkobiorcę warunków umowy.

Obserwacja ostatnich 30 lat prowadzi do wniosku, że istnieje tendencja do oddzielania lub niełączenia powyższych funkcji rynku kredytów hipotecznych. Nowe rozwiązania można określić mianem *systemów rynku wtórnego* (*secondary market systems*), w których dany podmiot tworzy kredyty hipoteczne (instytucja depozytowa lub inna wyspecjalizowana instytucja) aby je następnie transferować do finalnego posiadacza, którym jest inny inwestor lub instytucja rynku kapitałowego. W większości krajów europejskich tym finalnym posiadaczem jest **instytucja kredytu hipotecznego** (*mortgage credit institution*), która emituje swój własny dług. Federal National Mortgage Association (FNMA lub *Fannie Mae*) i Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC lub *Freddie Mac*) to dwie kontrolowane przez rząd agencje w USA, które kupują kredyty hipoteczne bezpośrednio od ich emitentów. Inna agencja rządowa, Federal Home Loan Banks z kolei udziela pożyczek twórcom kredytów hipotecznych.

Kryteria oceny struktur efektywnych rynków hipotecznych

Podstawowym wskaźnikiem oceniającym alternatywne struktury kredytów hipotecznych jest ponoszony przez pożyczkobiorcę łączny, całkowity koszt. Obejmuje on więc zarówno wysokość bezpośredniego oprocentowania, jak i pozostałe, związane z warunkami umowy elementy (termin płatności, zmienne stopy procentowe, wymóg płatności gotówkowej i dostępność kredytu). Zasadniczo każda z trzech funkcji kredytu hipotecznego - tworzenie, posiadanie i obsługa - może mieć swój niezależny wpływ na jego koszt. W praktyce jednakże, podstawowe znaczenie finansowe i ekonomiczne ma funkcja posiadania, z uwagi na to, że posiadacz pożyczki hipotecznej może następnie sam wybrać najbardziej efektywne instytucje, które tworzą i obsługują kredyty hipoteczne.

Kategoria łącznego kosztu obejmuje również koszt państwowej gwarancji lub inaczej koszt zarządzania systemem finansowania budownictwa mieszkaniowego. Na przykład w ramach systemu instytucji depozytowych, koszt łączny systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego powinien obejmować koszt gwarantowania przez państwo bezpieczeństwa depozytów. W odniesieniu do systemu rynku wtórnego, dotyczy to kosztu gwarantowania przez państwo instrumentów hipotecznych lub/i wypłacalności instytucji posiadających kredyty hipoteczne. Państwo może oczywiście nie przyjąć odpowiedzialności za ryzyko kredytowe systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego, ale jest to rzadko opłacalne.

Poniżej dokonamy analizy poszczególnych systemów stosując wprowadzone pojęcie kosztu łącznego⁶.

⁶ Szerzej na ten temat zob. Diamond i Lea [1992a] i [1992b].

Depozytowi "pożyczkodawcy portfelowi"⁷

Instytucje depozytowe posiadające w swoich portfelach kredyty są, jako źródło funduszy dla udzielania pożyczek hipotecznych, potrójnie uprzywilejowane. Po pierwsze, oprocentowanie depozytów, z uwagi na ich detaliczny charakter, jest najniższe. Po drugie, połączenie wszystkich funkcji kredytów hipotecznych w ramach jednej instytucji (efektywność integracji pionowej), pozwala im uniknąć kosztu transferu kredytów hipotecznych do innych posiadaczy. Po trzecie, detaliczni pożyczkodawcy mając przewagę informacyjną, mogą rozszerzyć ofertę kredytową na gospodarstwa domowe, które korzystają również z innych usług bankowych.

Czynniki zwiększające koszty łączne depozytowych pożyczkodawców

Bliższe przyjrzenie się wyżej wymienionym zaletom systemu depozytowego ujawnia, że mogą one być bardziej pozorne niż rzeczywiste. Po pierwsze, łączny koszt depozytów detalicznych musi zawierać koszty zabezpieczenia się przed ryzykiem stóp procentowych, które towarzyszy strategii finansowania kapitałem krótkoterminowym⁸. Łączny koszt depozytów detalicznych powinien także obejmować koszt utrzymywania przez instytucje wymaganych norm kapitałowych i innych standardów nadzoru oraz koszt gwarantowania przez państwo depozytów detalicznych. Po drugie, okazuje się, że *korzyści skali* jakie obecnie, z uwagi na technologiczny postęp w dziedzinie komputeryzacji, łączności i pozyskiwania informacji, towarzyszą tworzeniu i obsłudze kredytów hipotecznych przewyższają oszczędności wynikające z integracji pionowej, która stanowi podstawę systemu depozytowego. Ta zmiana nabiera znaczenia w kontekście wspomnianej już tendencji do rozłączania poszczególnych funkcji rynku kredytów hipotecznych.

Po trzecie, korzystniejsze, z punktu widzenia pożyczkodawców może być wykorzystanie swych doświadczeń i technologii oceny wniosków kredytowych w dziedzinie np. kredytów obrotowych i konsumpcyjnych, a nie hipotecznych. Takie podejście wynika z możliwości uzyskania przez te instytucje depozytowo-kredytowe wyższego oprocentowania, odzwierciedlającego złożony charakter ryzyk na rynku kredytu konsumpcyjnego, czy też kredytu dla podmiotów gospodarczych. Ponadto, takie kredyty są w większości przypadków kredytami krótkoterminowymi, a więc udzielanie ich nie grozi zachwianiem struktury zapadalności aktywów i pasywów, omawianej powyżej przy okazji analizy kredytów hipotecznych.

Wyspecjalizowani pożyczkodawcy depozytowi

Wysokie koszty łączne, które depozytowi pośrednicy ponoszą przy udzielaniu kredytów hipotecznych, często czynią tę działalność nierentow-

⁷ Depository "Portfolio Lenders", przyp. tłum.

⁸ Alternatywnie, instytucje te mogą czerpać korzyść ze strategii, krótkiego finansowania. Może ona jednak oznaczać ryzyko katastrofy w przypadku wystąpienia nieprzewidywalnych zdarzeń

ną, co z kolei jest głównym powodem nieuczestniczenia banków w finansowaniu budownictwa. Aby temu zaradzić, nakłania się często państwo, aby powołało do życia wyspecjalizowaną grupę instytucji depozytowych, przeznaczoną do udzielania kredytów hipotecznych. Przykładami takiego podejścia są The Savings and Loan Associations (S&Ls) w USA i States and the Building Societies w Anglii. Dla zachowania swego specjalnego statusu, instytucje te zobowiązane były do utrzymywania większości swych aktywów w kredytach hipotecznych. W zamian, instytucje te uzyskiwały ulgi podatkowe i mogły działać przy niższych normach bezpieczeństwa kapitałowego. Działalność ich mogła również opierać się na krótkoterminowym finansowaniu.

Okazuje się jednakże, że działalność wyspecjalizowanych pożyczkodawców przynosi tyle samo problemów co korzyści. Z uwagi na fakt, że ich aktywa nie są zdywersyfikowane, a w działalności swojej mogą stosować strategię krótkoterminowego finansowania, są narażeni na wpływ niekorzystnych zmian w otoczeniu gospodarczym. Dodatkowo, takie wyspecjalizowane instytucje unikają konkurencji i opóźniają wprowadzanie nowych technologii. W USA, na przykład, gwałtowny wzrost stóp procentowych na początku lat 80-tych spowodował znaczne straty we wspomnianych S&Ls i w konsekwencji doprowadził do ich bankructw na dużą skalę. Aktualnie trwają prace legislacyjne, mające na celu przekształcenie pozostałych S&Ls w banki komercyjne. Prace te doprowadzą do eliminacji tej klasy wyspecjalizowanych pożyczkodawców.

Wnioski dotyczące finansowania budownictwa mieszkaniowego przez banki komercyjne

Prywatne banki komercyjne w EME, z uwagi na niski koszt depozytów, ich wiedzę i doświadczenie w dziedzinie udzielania kredytów oraz dostęp do klientów detalicznych⁹, stanowią naturalny punkt wyjścia do konstruowania systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego. W praktyce jednakże, banki tych krajów udzielają niewielu pożyczek hipotecznych, bowiem działalność ta, biorąc pod uwagę łączny koszt, jest nierentowna. Państwo mogłoby powrócić do subsydiowania grupy wyspecjalizowanych depozytowych pożyczkodawców, ale z doświadczenia krajów rozwiniętych wynika, że ingerencja ta mogłaby być kosztowna i nieefektywna.

Strategiczna rola systemów wtórnych rynków kredytów hipotecznych (SMM)¹⁰

Z punktu widzenia ryzyka, które towarzyszy udzielaniu kredytów hipotecznych, funkcja posiadania tego kredytu ma strategiczne znaczenie.

⁹ Większość EME otrzymała w spadku po erze socjalizmu sieć banków oszczędnościowych. Te banki obsługiwały wyłącznie sektor gospodarstw domowych i właściwie nie rozwinęły umiejętności oceny zdolności kredytowej.

¹⁰ Secondary Mortgage Markets, przyp. tłum.

Przyjrzymy się teraz wtórnym rynkom kredytów hipotecznych (SMM), stanowiącym rozwiązanie kwestii zarządzania ryzykiem w systemie finansowania budownictwa mieszkaniowego. Główną zasadą działania SMM jest zdobycie dla rynku kredytów hipotecznych inwestorów rynku kapitałowego, którzy są źródłem długoterminowego finansowania, i w ten sposób zmniejszenie ryzyka stóp procentowych i ryzyka kredytowego. Kredyty hipoteczne powstają najpierw w instytucjach depozytowych lub innych *bankach hipotecznych*¹¹, od których oczekuje się wiedzy i doświadczenia w zakresie oceny ryzyka i gwarantowania nowych kredytów hipotecznych. Kredyty te są następnie sprzedawane finalnym inwestorom, bądź przez tych inwestorów finansowane. Jest wiele form SMM, różniących się głównie ze względu na odmienne instrumenty użyte do sprzedaży kredytów hipotecznych oraz ze względu na typ inwestorów lub instytucji kupujących kredyty hipoteczne.

Problemy związane ze sprzedażą udzielonych kredytów hipotecznych

Na SMM nabywca udzielonego kredytu hipotecznego staje wobec problemu *asymetrii informacji*. Wynika to z faktu, że sprzedawca kredytu hipotecznego może mieć więcej informacji na temat ryzyka kredytowego przedmiotowej pożyczki niż jej nabywca. To tworzy *ryzyko moralne*, to jest sytuację, w której sprzedawca oświadcza, że kredyt hipoteczny jest wysokiej jakości, podczas gdy w rzeczywistości jego jakość jest niska. Ponadto, niska jakość kredytów hipotecznych może się ujawnić dopiero po wielu latach, kiedy pojawią się wyższe od spodziewanych wskaźniki niewywiązywania się ze spłat kredytu. Po tym czasie określenie przyczyn wystąpienia wysokich wskaźników zaległości w spłatach może być trudne¹². W związku z tym, większość nabywców kredytów na SMM narzuca takie warunki lub podejmuje działania, aby kontrolować ewentualne skutki asymetrii informacji.

Jedno z rozwiązań polega więc na tym, że nabywca ocenia jakość kredytu z taką samą starannością jak jego wystawca (który jest jednocześnie sprzedawcą kredytu) i w ten sposób eliminuje asymetrię informacji¹³. Jest to jednak proces niewygodny i kosztowny z uwagi na to, że pojedyncze kredyty hipoteczne mają niską wartość w porównaniu do wartości portfela inwestora, a każdy kredyt hipoteczny musi być poddany ocenie. W związku z tym, sprzedaży kredytów hipotecznych rzadko dokonuje się w oparciu o ponowną ocenę pojedynczych kredytów hipotecznych. W zamian, asymetria informacji może być ograniczana za pomocą kilku metod. Należą do

¹¹ Termin *bank hipoteczny* (w oryginale *mortgage banker*, przyp. tłum.) jest tutaj użyty w odniesieniu do instytucji specjalizującej się w tworzeniu nowych kredytów hipotecznych. Nie należy tego podejścia mylić z *bankami kredytów hipotecznych* (*mortgage credit banks*, przyp. tłum.), które specjalizują się w posiadaniu kredytów hipotecznych, kupionych od banków hipotecznych.

¹² Faktem jest, że we wszystkich systemach kredytów hipotecznych "stare" (będące przedmiotem spłaty przez wiele lat) kredyty hipoteczne mają niski wskaźnik niewywiązywania się lub zaległości spłat.

¹³ Większość inwestorów prowadzących działalność typu *venture capital* i banków inwestycyjnych dokonuje oceny inwestycji w nowe spółki typu *stair up* właśnie w oparciu o tę metodę.

nich standardy zabezpieczenia (*underwriting standards*), gwarancje kredytowe oraz reputacja sprzedawcy.

Standardy zabezpieczenia. Nabywca w ramach SMM może określić warunki *underwritingu*, które powinien spełniać kredyt hipoteczny (np. maksymalna wartość wskaźników kredyt/wartość i dochód/płatność). Obiektywne trudności sprawozdawcze sprawiają jednak, że nie można uznać takich standardów za rozwiązanie problemu asymetrii informacji. Niemniej, w przypadku niespodziewanie wysokich wskaźników zalegania ze spłatami, nabywca może żądać odszkodowań wykazując, że zaistniały odchylenia od uzgodnionych standardów.

Reputacja. W praktyce większość nabywców w ramach SMM "dokonuje wstępnej oceny" podmiotów tworzących kredyty, od których zamierzają kupić kredyty hipoteczne. Jeśli sprzedawca na SMM spodziewa się zawarcia wielu transakcji z nabywcą, wtedy, aby utrzymać swoją reputację, może nie wykorzystywać swojej przewagi informacyjnej. Jednakże poleganie na reputacji ma większe znaczenie w przypadku istnienia nabywcy o dominującej pozycji na rynku, ponieważ tylko wtedy sprzedawcy mogą spodziewać się zawarcia transakcji także w przyszłości i będą starali się utrzymać swą wysoką reputację.

Gwarancje kredytowe. Nabywca może wymagać gwarancji na kredyty hipoteczne będące przedmiotem obrotu. W przypadku, gdy zdolność kredytowa sprzedawcy na SMM jest wysoko oceniana, może on sam zapewnić takie gwarancje. Często jednak, ocena zdolności kredytowej sprzedawców działających na SMM nie jest wystarczająco wysoka i konieczne jest oparcie się na zewnętrznych gwarancjach osób trzecich, włącznie z państwem. Tego typu gwarancje osób trzecich mogą dotyczyć zarówno instytucji sprzedających jak i pojedynczych kredytów hipotecznych.

Aktywność rynkowa kredytowych instytucji hipotecznych

W wielu krajach rozwiniętych SMM jest zdominowany przez duże instytucje, które specjalizują się zarówno w nabywaniu kredytów hipotecznych jak i pożyczaniu kapitału instytucjom posiadającym kredyty hipoteczne. Przykładami są Federal National Mortgage Association (FNMA) w USA i Stadshypothek w Szwecji. Głównym źródłem funduszy tych instytucji są emisje obligacji na rynku kapitałowym. Wielkość tych instytucji pozwala im ustanawiać warunki *underwritingu* i polegać na reputacji sprzedawców. Duża skala emisji obligacji, a także stała obecność na rynkach kapitałowych zapewniają także korzyści płynności w postaci niższych stóp procentowych. Wysokość oprocentowania tych obligacji jest zazwyczaj bardzo zbliżona do wysokości oprocentowania rządowych papierów wartościowych o tym samym terminie wykupu (pozbawionych ryzyka lub dla których premia za ryzyko jest niewielka), ponieważ inwestorzy traktują te obligacje tak, jakby były całkowicie gwarantowane przez państwo. Przekonanie to wynika zarówno z wiary, że państwo nie pozwoliłoby upaść głównemu składnikowi rynku hipotecznego lub/i, że instytucja ta jest zbyt

dużym elementem szeroko rozumianego rynku finansowego, aby pozwolono jej upaść.

Kredyty udzielane przez kredytowe instytucje hipoteczne (MCI)

MCI mogą wspomagać rynek kredytów hipotecznych poprzez pożyczanie środków instytucjom depozytowym, które w następstwie ich działalności stają się posiadaczami kredytów hipotecznych. The Federal Home Loan Banks (FHLBs) w USA i Caisse de Refinancement Hypothécaire (CRH) we Francji działają dokładnie w ten sposób. W ramach tego systemu MCI ponosi ryzyko upadku instytucji, której pożycza pieniądze, ale nie ponosi bezpośredniego ryzyka w odniesieniu do posiadanych przez tę instytucję kredytów hipotecznych. (W praktyce MCI mogą stanąć wobec problemu ryzyka kredytowego w odniesieniu do tych kredytów hipotecznych, które instytucje pożyczające traktują jako zabezpieczone, ale nawet to ryzyko, z pomocą dodatkowych zabezpieczeń, może zostać znacznie obniżone). Dla rynku kredytów hipotecznych nie ma właściwie znaczenia czy MCI sama nabywa kredyty hipoteczne, czy udziela pożyczki innej instytucji, która będzie w posiadaniu tych kredytów. Ryzyko, które MCI potencjalnie ponosi nie jest jednak takie samo.

Sekurytyzacja kredytów hipotecznych

Sekurytyzacja kredytów hipotecznych jest trzecią formą SMM, która bardzo gwałtownie rozwinęła się w USA i doraźnie jest także stosowana w Europie. Procedura sekurytyzacji rozpoczyna się w momencie nabycia przez MCI kredytów hipotecznych od ich twórców w sposób opisany powyżej. Nabyte kredyty hipoteczne następnie łączy się w *pool hipoteczny* i proporcjonalnie do wielkości poolu hipotecznego, podzielone akcje sprzedaje się inwestorom jako hipoteczne papiery wartościowe. Pool hipoteczny i hipoteczne papiery wartościowe zostają tym sposobem bezpośrednio powiązane ze sobą i nie występują w bilansie MCI. Nie będziemy jednak w tym miejscu rozwijać tematu sekurytyzacji kredytów hipotecznych, ponieważ rozwiązania, które ona oferuje nie mają jeszcze zastosowania w przypadku EME¹⁴.

4, WTÓRNE RYNKI KREDYTÓW HIPOTECZNYCH W EME

SMM, z uwagi na możliwość usunięcia (za pewną cenę) ryzyka związanego z posiadaniem kredytów hipotecznych z banków komercyjnych lub innych instytucji tworzących kredyty hipoteczne, mogą być pomocne w rozwoju systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego w EME. W tej części opracowania, przedstawimy zasady organizacji SMM oraz wynikające stąd zagadnienia. Za podstawę rozważań przyjmijemy pojedynczą *kredyty-*

¹⁴ Na ten temat zob. Jaffee i Renaud [1995].

ową instytucję hipoteczną (MCI), która nabywa kredyty hipoteczne od instytucji je tworzących. (W dalszej części przedstawimy także alternatywne struktury). Źródłem finansowania MCI są obligacje o różnych terminach wykupu, emitowane na rynkach kapitałowych.

Rola państwa na wtórnym rynku kredytów hipotecznych

Można zadać pytanie: jeśli SMM jest tak efektywnym instrumentem rozwoju systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego, to dlaczego prywatne banki komercyjne same nie tworzą MCI? Krótka odpowiedź na to pytanie brzmi: MCI musi mieć odpowiednio wysoki *rating* aby emitować obligacje na rynkach kapitałowych, a bank komercyjny o *ratingu* B zasadniczo nie może utworzyć MCI o *ratingu* A. Ponadto, MCI musi być odpowiednio duża i silna aby wyznaczać dla całego rynku hipotecznego odpowiednio wysokie standardy. Prywatne podmioty rynkowe nie mają ani środków, ani motywacji, aby ponieść na wejściu wysokie koszty stałe związane z tworzeniem takiego podmiotu.

Całkowicie prywatna MCI mogłaby być zbyt mała, aby osiągnąć korzyści płynności, które występują w warunkach stałej emisji dużej ilości papierów wartościowych. Dobrze funkcjonujący rynek kredytów hipotecznych także zapewnia olbrzymie zewnętrzne korzyści dla całej gospodarki, włącznie z rozwojem rynku kapitałowego, zwiększoną mobilnością rynku pracy, wzrostem zatrudnienia w sektorze budownictwa i efektywną alokacją rzadkiego majątku, jakim są nieruchomości. To są powody, dla których, jak pokazuje doświadczenie wielu krajów, działalność MCI może znacznie podnosić efektywność szeroko rozumianych rynków kapitałowych.

Podsumowując można stwierdzić, że poparcie przez państwo funkcjonowania SMM w jego początkowym stadium rozwoju ma znaczenie podstawowe i z punktu widzenia państwa jest korzystne. Dlatego też przy tworzeniu MCI w krajach rozwiniętych zawsze pomagało państwo. Jednocześnie, doświadczenie zdobyte przy tworzeniu SMM w krajach rozwiniętych można skutecznie przenieść na grunt EME. Obecnie przeanalizujemy zasady, których stosowanie pomaga w organizacji najbardziej efektywnych form wsparcia SMM przez państwo.

Równe warunki działania dla wszystkich pożyczkodawców i pożyczkobiorców

Celem SMM jest stworzenie efektywnego systemu finansowania budownictwa, a nie wspieranie którejkolwiek klasy pożyczkodawców czy pożyczkobiorców¹⁵. Dlatego też, dostęp do SMM powinni mieć ci wszyscy

¹⁵ Dotacje z budżetu państwa powinny być wykorzystane w sytuacji, gdy pewne grupy społeczne wymagają szczególnej pomocy.

pożyczkodawcy i pożyczkobiorcy, którzy mogą zaoferować do sprzedaży prawidłowo zabezpieczone instrumenty hipoteczne. W ten sposób udziela się wsparcia tym instytucjom sektora prywatnego, które wykorzystując SMM są najbardziej efektywne na rynku pożyczek hipotecznych, bez konieczności powoływania centralnej agencji, która przesądzałaby o uczestnictwie poszczególnych instytucji. Przyjęcie takiego kryterium jest szczególnie ważne z uwagi na to, że w większości EME tworzą się systemy bankowe oparte na *bankach uniwersalnych*.

Jawne dotacje

Dla rozwoju SMM ważne jest, aby w jego wstępnej fazie emitowane przez MCI obligacje uzyskały gwarancje państwa. Gwarancje te powinny mieć wyraźny, publiczny charakter. Ukryte, domniemane gwarancje nie są efektywne, ponieważ państwo jest zobligowane do ich wypełnienia, a MCI nie może czerpać z nich pełnych korzyści. Ponadto, w zależności od wysokości udzielonych gwarancji, państwo powinno obciążyć MCI opłatą za gotowość. Takie podejście sprawia, że dotowanie ma charakter jawny, a także stwarza MCI bodźce do rezygnowania z gwarancji w momencie, kiedy sama ta instytucja uzyska wysoką zdolność kredytową, której podstawą będą fundusze własne i umiejętne zarządzanie. Jednocześnie, jeśli państwo, poprzez celowe segmentowanie rynku, dotuje budownictwo mieszkaniowe lub zakup mieszkania w sposób bezpośredni, to powinno tę działalność prowadzić w ramach swojego budżetu, albo w ramach specjalnych programów pomocowych, jednakże nie poprzez SMM.

Państwowe regulowanie lecz nie państwowe zarządzanie

Można z góry założyć, że w EME, podobnie jak w krajach rozwiniętych, państwo nie będzie efektywnym zarządcą instytucji finansowych. Najkrócej mówiąc oznacza to, że państwo nie powinno zarządzać żadną instytucją finansową, a więc także tymi, działającymi w ramach SMM. Powstaje więc pytanie, kto powinien być właścicielem, a kto zarządzać MCI. Jedynym, sensownym rozwiązaniem jest podzielenie własności, proporcjonalnie do wysokości wniesionego kapitału, pomiędzy państwo i prywatne banki komercyjne. Zarząd natomiast powinien być wyselekcjonowany i nadzorowany przez prywatne banki komercyjne.

Z racji swojego zaangażowania w gwarantowanie kredytów hipotecznych i instytucji działających w ramach SMM, państwo powinno oczywiście utrzymać ważną funkcję nadzorującą działalność MCI. W szczególności powinno ono ustalać zasady nabywania przez MCI aktywów hipotecznych i zaciągania przez nie zobowiązań wynikających z emitowanych obligacji. Ponadto, państwo powinno, stosownie do wymogów stawianych bankom komercyjnym, określać wysokość współczynników adekwatności kapitałowej i inne standardy nadzoru dla MCI.

Konkurencja, prywatyzacja i moment wyjścia

Można spodziewać się, że w miarę rozwoju systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego, wcześniej czy później, działalność MCI stanie się rentowną. Dlatego też, ważne jest ustalenie kierunku rozwoju całego systemu już w fazie jego powstawania. Oznacza to po pierwsze, że nowe, wchodzące na rynek (po zapoczątkowaniu działalności przez pierwszą MCI) konkurencyjne MCI powinny mieć zapewnione równe warunki startu i działania. W innym przypadku, działający na rynku pierwszy MCI wykorzystywał sytuację monopolisty do maksymalizacji zysku ze szkodą dla rozwoju systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego. Po drugie, powinna być ustalona procedura zakupu przez prywatnych akcjonariuszy MCI akcji będących w posiadaniu państwa, która w konsekwencji doprowadzi do pełnej prywatyzacji instytucji. Powyższą zasadę wprowadzono w USA przy tworzeniu Federal Home Loan Bank System. Aby nie było niejasności, czy pełna prywatyzacja ma mieć w ogóle miejsce, pozytecznym działaniem może być ustalenie *daty wyjścia*, to jest terminu, do którego finansowy udział państwa musi w pełni wygasnąć. Na przykład, aby pomóc w powstaniu SMM, rząd Francji zapewnił gwarancje papierom wartościowym emitowanym przez CRH, jedynie na okres pierwszych 4 lat¹⁶.

Polityka wspierania pierwotnych pożyczkodawców

Mimo, iż treść opracowania dotyczy zagadnienia wtórnego rynku kredytów hipotecznych, czyli mechanizmu alokacji ryzyka związanego z utrzymaniem kredytu to jednak należy podkreślić, że dobrze funkcjonujący rynek kredytu hipotecznego wymaga, aby efektywne były także systemy emisji kredytu hipotecznego na rynku pierwotnym. Pojawienie się instytucji nabywających kredyty hipoteczne na wtórnym rynku spowoduje szybki rozwój instytucji spełniających pierwotne funkcje rynku kredytów. Jednakże, to właśnie państwo najpierw musi wziąć na siebie obowiązki i odpowiedzialność za stworzenie prawnej i finansowej infrastruktury takiego rynku. Dotyczy to w pierwszej kolejności praw własności nieruchomości, procedur przejmowania obciążonej nieruchomości przez wierzyciela i reguł emisji zabezpieczonego kredytu.

5. WNIOSKI

System finansowania budownictwa mieszkaniowego jest zasadniczym elementem rozwoju efektywnego sektora finansowego w krajach tworzących gospodarki rynkowe. Z uwagi na duży udział nieruchomości w majątku rzeczowym w tych krajach oraz możliwość tworzenia dużej liczby zabezpie-

¹⁶ Różnica w oprocentowaniu papierów wartościowych CRH i państwa spadała dalej nawet po ustaniu, gwarancji. Fakt ten odzwierciedlał korzyści płynące dla inwestorów z tytułu rosnącej płynności papierów.

czonych hipoteką zobowiązań, system finansowania budownictwa mieszkaniowego może stać się siłą napędową unowocześniania pozostałych elementów sektora finansowego. Z drugiej strony, jeżeli rozwój tego systemu będzie hamowany, powstaną inne nierynkowe sposoby finansowania i subsydiowania sektora budownictwa mieszkaniowego. Będą one wywierać niekorzystny wpływ na resztę systemu finansowego tych krajów.

System finansowania budownictwa mieszkaniowego nie może rozwinąć się bez wsparcia ze strony państwa, nawet przy uwzględnieniu sprawności działania niewidzialnej ręki Adama Smith'a. Tak nie stało się w krajach rozwiniętych i tak nie stanie się również w EME. W krajach tworzących gospodarki rynkowe dodatkową istotną przeszkodą jest brak infrastruktury gospodarczej i prawnej, bez których nie mogą funkcjonować długoterminowe, skomplikowane umowy rynkowe, tworzące system finansowania budownictwa mieszkaniowego.

Widzimy więc, że powstanie systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego jest integralną częścią rozwoju całego sektora finansowego. We wprowadzeniu wspomnieliśmy, że transformacja gospodarki planowej w rynkową obejmuje trzy kluczowe procesy: 1) stabilizację i liberalizację gospodarczą, 2) prywatyzację i 3) rozwój sektora finansowego. Rozwój systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego powinien być odzwierciedleniem powyższej kolejności procesów, ponieważ rynek kredytów hipotecznych stanowi zasadniczy element procesu rozwoju sektora finansowego tylko wtedy, gdy osiągnięto stabilizację i liberalizację gospodarki i gdy uzyskano znaczący postęp w prywatyzacji.

BIBLIOGRAFIA

- A. Betraud and B. Renaud, [1994], *Cities Without Land Markets, Lessons of the Failed Socialist Experiment*, World Bank Staff Discussion Paper 227.
- L. Chiquier and B. Renaud, [1992], *Housing Reforms in Eastern Europe: How the Dual-Rate Adjustable Mortgage Could Improve Access to How Ownership*, mimeo, 98 pp, World Bank and Caisse des Depots et Consignations (CDC), January.
- D. Diamond and M. Lea, [1992a], *Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency*, Journal of Housing Research, 3.01.1992.
- D. Diamond and M. Lea, [1992b], *The Decline of Special Circuits in Developed Country Housing Finance*, Housing Policy Debate, 3.03.1992.
- European Mortgage Federation, [1992], *The Creation and Transfer of Securities and Other Refinancing Instruments*, Brussels, Belgium, March.
- European Mortgage Federation, [1993], *Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Europe*, Brussels, Belgium.
- B. Hermalin and D. Jaffee, [1995], *The Privatization of Fannie Mae and Freddie Mac: Implications for Mortgage Industry Structure*, mimeo, March.
- International Securitization Report, [1995], IFR Publishing, Aldgate House, 33 Aldgate High Street, London EC31DL.
- L. Kendall, [1995], *Time for Retooling*, Mortgage Banker, vol. 56, #1, pp. 14 - 25, October.
- Ch. A. Stone and A. Zissu, [1994], *The French Secondary Mortgage Market*, Housing Finance International, March, 15 - 21.
- R. Weiss, [1991], *A Primer on French Mortgage-Backed Securities*, in Charles A. Stone, Anne Zissu and Jess Lederman, *Asset Securitization: Theory and Practice in Europe*, Euro-money.

Titrisation: en attente du démarrage Paris Credit Foncier de France: L'Observateur Immobilier
No. 30 February 1995.

World Bank, [1995], Country Report No. 14929-RU, Russia Housing Reform and Privatization:
Strategy and Transition Issues.

Tłumaczenie
Danuta Staniszewska
Tadeusz Kowalski

STRATEGIES TO DEVELOP MORTGAGE MARKETS IN TRANSITION ECONOMIES

S u m m a r y

Mortgage market development is likely to be a key factor in overall financial market development in emerging market economies. An efficient mortgage market will act as a positive externality for other capital markets, creating pressure for higher efficiency in these markets. On the other hand, a poorly functioning mortgage market is likely to distort other financial markets.

The primary goal of the paper is to analyse the problems that are inhibiting the development of viable housing finance systems in transition economies and to draw relevant policy conclusions. In part two we address the question of why the banks in emerging market economies have failed to take the lead in developing a housing finance system. We focus on credit, liquidity and interest rate risks. In the next part we evaluate the housing finance system used in the developed economies and put special emphasis on the two primary systems: those that rely on depository institutions acting as portfolio lenders and those that are driven by secondary market systems.

In part four we evaluate the likely efficacy for the emerging market economies of alternative systems used in developed economies. Our conclusions favour the use of secondary mortgage markets as the key financial structure to eliminate the constraints that have slowed down the development of housing finance systems. Secondary markets confer two classes of benefits. First, banks can shed the risks associated with holding mortgage loans by selling the loans to other investors through secondary market. Second, secondary markets create standards for credit evaluation and collateral procedures that directly increase the efficiency of the primary markets for new mortgage originations.

A housing finance system is unlikely to develop without government support. This did not occur in developed market economies and will not happen in transition economies. These economies face the additional major hurdle in that they must first create an economic and legal infrastructure that can support the long-term and complex market relationships and contracts that constitute a housing financial system, this economic and legal infrastructure is an integral part of the overall development of the financial sector in emerging market economies.