

PRZEGLĄD ŹRÓDEŁ I MECHANIZMÓW FINANSOWANIA BANKOWOŚCI HIPOTECZNEJ W WYBRANYCH PAŃSTWACH UE – WNIOSKI DLA POLSKIEGO MODELU ROZWOJU I PROPOZYCJE ZMIAN

Sygn. PAB/WIB 2/2024

Raport przygotowany na zlecenie
Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

WIB

PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O raporcie

Raport **Przegląd źródeł i mechanizmów finansowania bankowości hipotecznej w wybranych państwach UE – wnioski dla polskiego modelu rozwoju i propozycje zmian** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport został opracowany przez zespół w składzie:

Eugeniusz Gostomski – emerytowany profesor Uniwersytetu Gdańskiego, wieloletni pracownik Katedry Biznesu Międzynarodowego Wydziału Ekonomicznego UG, doktor habilitowany nauk ekonomicznych, członek rady nadzorczej spółki giełdowej. Specjalizuje się w obszarze bankowości (zwłaszcza bankowości spółdzielczej), analiz gospodarczych i międzynarodowego handlu morskiego – ze szczególnym uwzględnieniem gospodarki niemieckiej.

Błażej Lepczyński – pracownik Katedry Bankowości i Finansów Uniwersytetu Gdańskiego. Doktor nauk ekonomicznych, specjalizujący się w zagadnieniach związanych z bankowością, funkcjonowaniem agencji ratingowych oraz rynkiem venture capital. Doświadczenie zawodowe zdobywał kierując przez wiele lat projektami badawczymi w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową. W latach 2014–2016 był wiceprezesem Instytutu Analiz i Ratingu (obecnie Polska Agencja Ratingowa SA). W przeszłości członek rad nadzorczych banków. Od lat pracę naukową łączy z konsultingiem gospodarczym. Współzałożyciel spółki konsultingowej Saski Business Advisory. Autor i współautor książek, podręczników i artykułów naukowych.

O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie analizy zjawisk, tworzenia opracowań i porządkowania wiedzy w obszarach cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania ich wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów bankowości. PAB WIB kładzie duży nacisk na rozwój współpracy ze środowiskami akademickimi i eksperckimi, poszukując synergii w zakresie zainteresowań badawczych autorów oraz potrzeb rozwojowych sektora bankowego.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  Nowe technologie w sektorze bankowym, cyberbezpieczeństwo banków i systemy płatnicze
-  Ekonomiczna analiza rozwoju sektora bankowego, stabilności banków, otoczenia makroekonomicznego
-  Prawno-regulacyjne i legislacyjne uwarunkowania działalności sektora bankowego oraz wyzwania wynikające z orzecznictwa sądów krajowych i europejskich
-  ESG i sustainable finance
-  Prace analityczno-badawcze w zakresie poszczególnych obszarów funkcjonowania banków oraz w zakresie funkcjonowania wskaźników referencyjnych

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pabwib.pl

Kontakt

dr Andrzej Banasiak
Koordynator Programu
m: 696 405 104
e: abanasiak@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Agnieszka Wicha
m: 661 646 474
e: agnieszka.wicha@zbp.pl

dr Tomasz Pawlonka
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8
t: (22) 182 31 70
www.pabwib.pl

Spis treści

	Streszczenie kierownicze	6
	1. Finansowanie i refinansowanie długoterminowych kredytów mieszkaniowych w Europie	9
	1.1. Wielkość i struktura kredytów mieszkaniowych w krajach unijnych	10
	1.2. Model finansowania rozwoju kredytów mieszkaniowych oparty na bankach uniwersalnych i depozytach	15
	1.3. Kontraktowy system oszczędzania i finansowania nieruchomości mieszkaniowych – kasy oszczędnościowo-budowlane	20
	1.4. Refinansowanie portfeli kredytów mieszkaniowych oparte na liście zastawnym	23
	1.5. Sekurytyzacja kredytów hipotecznych w Europie	31
	2. Nowe czynniki wpływające na rozwój rynku kredytów mieszkaniowych i jego refinansowanie w Europie	34
	2.1. Cel 11 zrównoważonego rozwoju i jego znaczenie dla rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych	35
	2.2. Wzrost stóp procentowych na unijnym rynku kredytów mieszkaniowych	37
	2.3. Operacje TLTRO i wpływ ich wygaszania na rynek listów zastawnych w strefie euro	39
	2.4. Spowolnienie gospodarcze i wzrost ryzyka geopolitycznego w wyniku agresji rosyjskiej na Ukrainę	40
	2.5. Działania regulacyjne w obszarze listów zastawnych	43
	3. Analiza porównawcza modeli refinansowania kredytów mieszkaniowych w wybranych państwach UE	45
	3.1. Duński model refinansowania listem zastawnym	46



3.2.	Finansowanie kredytów mieszkaniowych w Niemczech	51
3.3.	Finansowanie rozwoju kredytów mieszkaniowych w Hiszpanii	57
3.4.	Francuski system refinansowania kredytów mieszkaniowych	61
3.5.	Włoski system refinansowania kredytów mieszkaniowych	64
3.6.	Węgierski system refinansowania kredytów mieszkaniowych	65
3.7.	System refinansowania kredytów na cele mieszkaniowe w Czechach	70
3.8.	System refinansowania kredytów na cele mieszkaniowe w Szwecji	73
3.9.	Zielone listy zastawne – nowy trend	78
3.10.	Wnioski z przeglądu zagranicznych systemów finansowania kredytów mieszkalnictwa	81
4.	Polski model finansowania kredytów mieszkaniowych	83
4.1.	Sytuacja na rynku kredytów mieszkaniowych i potencjał jego rozwoju	84
4.2.	Skala emisji listów zastawnych i sytuacja finansowa polskich banków hipotecznych	87
4.3.	Ewolucja regulacji prawnych w zakresie listów zastawnych w Polsce	88
5.	Kierunki zmian modelu finansowania bankowości hipotecznej w Polsce	92
5.1.	Nieporozumienia wokół depozytowego modelu finansowania kredytów mieszkaniowych	93
5.2.	Dlaczego w Polsce nie udało się stworzyć większego rynku listów zastawnych?	94
5.3.	Drogi intensyfikacji rozwoju listów zastawnych w Polsce na tle doświadczeń zagranicznych	96
	Podsumowanie	100



Streszczenie kierownicze





W Europie podstawową rolę w finansowaniu kredytów mieszkaniowych odgrywają depozyty gromadzone przez banki uniwersalne oraz listy zastawne, które stanowią ważne narzędzie refinansowania portfeli kredytowych. Pozostałe formy finansowania, takie jak systemy łączące systematyczne oszczędzanie z możliwością pozyskania kredytu hipotecznego i sekurytyzacja kredytów hipotecznych, odgrywają mniejszą rolę.

W Polsce rozwój bankowości hipotecznej od początku transformacji gospodarczej opierał się głównie na depozytach gospodarstw domowych (deposit-based model). Był to naturalny sposób budowania portfeli kredytów mieszkaniowych w sytuacji braku wyspecjalizowanych instytucji (np. kas mieszkaniowych czy specjalistycznych banków hipotecznych) i stosunkowo słabo rozwiniętego rynku kapitałowego.

Na potrzeby badań sformułowano tezę, że w Polsce jest konieczna zmiana modelu rozwoju bankowości hipotecznej i refinansowania kredytów mieszkaniowych. Od co najmniej dekady krytykowany jest model (depozytowy)¹. Wskazuje się, że jednowymiarowe finansowanie bankowości hipotecznej oparte na krótkoterminowych depozytach detalicznych petryfikuje ryzyko niedopasowania terminowego kredytów i depozytów². Z drugiej jednak strony nie udało się w Polsce stworzyć efektywnie funkcjonującego systemu opartego na specjalistycznych bankach hipotecznych. Polska bankowość hipoteczna znalazła się w impasie.

Temat reformy polskiej bankowości hipotecznej jest niezwykle ważny z punktu widzenia potrzeb sektora bankowego. Kredyty mieszkaniowe w ostatnich dwudziestu latach stały się bowiem bardzo ważnym elementem aktywów polskich banków komercyjnych i mają wpływ na ich rentowność i poziom bezpieczeństwa. Niestety przyczyniły się również do powstania ryzyka prawnego i konieczności utworzenia rezerw na to ryzyko. Mowa tu oczywiście o kredytach frankowych.

Z punktu widzenia rozwoju bankowości hipotecznej w Polsce ważna wydaje się dywersyfikacja źródeł finansowania i udrożnienie innych niż depozyty ka-

nałów finansowania. Szczególnie ważne w tym kontekście są listy zastawne, które pozwalają zmniejszyć lukę terminową. W świetle danych European Covered Bond Council – ECBC wartość listów zastawnych w obiegu wyemitowanych przez polskie banki hipoteczne wynosiła na koniec 2022 r. 4,467 mld euro (11,7% mniej niż przed rokiem) czyli mniej np. niż w Słowacji i 42 razy mniej niż w Hiszpanii.

Europejski rynek listów zastawnych to największy tego typu rynek na świecie. Do wiodących modeli rozwoju bankowości hipotecznej opartych na liście zastawnym należy zaliczyć model duński (powstały po wielkim pożarze Kopenhagi w XVIII w.) i model niemiecki. Do dużych rynków listów zastawnych należy zaliczyć również rynek francuski i hiszpański.

List zastawny ma kilka niewątpliwych zalet (m.in. podwójny regres, co oznacza, że zobowiązanie emitenta ma charakter osobisty i rzeczowy). Generalnie listy zastawne to obligacje zabezpieczone, ale z silniejszymi gwarancjami zabezpieczenia w porównaniu z innymi rodzajami długu zabezpieczonego gwarantowanego przez instytucje pozarządowe. Podkreśla się, że list zastawny okazał się odporny na kryzys finansowy i zadłużeniowy z lat 2008–2011. Dlatego warto ten model bankowości hipotecznej w Polsce rozwijać.

Podstawowym celem badania jest przeprowadzenie analizy porównawczej systemów finansowania bankowości hipotecznej w wybranych państwach europejskich oraz określenie na ile można z tych doświadczeń skorzystać w celu intensyfikacji rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce.

Badaniem objęto systemy i modele finansowania bankowości hipotecznej w Danii, Francji, Niemczech, Hiszpanii, Szwecji i we Włoszech. Spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej do badań wybrano Czechy i Węgry. Dobór państw do badań miał na celu uchwycenie różnorodności modeli finansowania kredytów mieszkaniowych.

Uszczegółowieniem celu badania są następujące pytania:

- ▶ Jakie są główne cechy systemów finansowania bankowości hipotecznej w UE?
- ▶ Jakie kierunki ewolucji można zaobserwować w systemach finansowania kredytów hipotecznych w wybranych państwach UE i jakie czynniki wpływają na te zmiany?

1 „Głównym źródłem finansowania banków w Polsce pozostają nadal depozyty sektora niefinansowego (71% sumy bilansowej na koniec marca 2023 r.)” (Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, Warszawa, czerwiec 2023 r., s. 47).

2 Na ten problem zwraca uwagę NBP, KNF, think thanki (m.in. Europejski Kongres Finansowy), przedstawiciele środowiska akademickiego.



- ▶ Jakie są podobieństwa i różnice między badanymi systemami/modelami?
- ▶ Jakie znaczenie dla rozwoju polskiej bankowości hipotecznej w kontekście jej finansowania może mieć rozwój zielonych instrumentów finansowania (m.in. zielonych listów zastawnych)?

W badaniu skupiono się na tych elementach, które mogą mieć istotne znaczenie dla rozwoju polskiej bankowości hipotecznej. Ważnym elementem badania będzie ocena polskiego systemu finansowania bankowości hipotecznej, określenie barier jego rozwoju i zidentyfikowanie możliwości wykorzystania doświadczeń z innych państw europejskich w celu jego usprawnienia. W celu wypracowania konkretnych rozwiązań usprawniających polską bankowość hipoteczną skonfrontujemy wybrane rozwiązania z opiniami ekspertów.

Coraz większe znaczenie w rozwoju bankowości hipotecznej w Europie mają zielone produkty kredytowe i zielone instrumenty refinansowania portfeli kredytów hipotecznych. Trend ten będzie się nasilał, z uwagi na nacisk polityczny mający na celu osiągnięcie neutralności klimatycznej. Dlatego w projekcie odnieśliśmy się do tych kwestii i oceniliśmy znaczenie tego trendu w Europie. Drugim ważnym czynnikiem, którego wpływ na rozwój źródeł finansowania bankowości hipotecznej został poddany ocenie, jest wzrost stóp procentowych i związany z tym koniec polityki łatwego i taniego pieniądza.

Ostatni element badania będzie polegał na opracowaniu kierunków zmian modelu rozwoju bankowości hipotecznej w Polsce.

W pracy wykorzystano następujące metody badawcze:

1. analizę i krytykę piśmiennictwa (w badaniu odwołujemy się do istniejącej literatury na temat modeli finansowania kredytów mieszkaniowych i nieruchomości),

2. metodę ekspercką,
3. metodę analizy porównawczej (metoda została wykorzystana do uchwycenia różnic między modelami rozwoju bankowości hipotecznej w poszczególnych państwach oraz wyspecyfikowania na tej podstawie cech tych modeli oraz rozwiązań, które mogłyby zostać zaadaptowane w polskiej bankowości hipotecznej),
4. wywiad swobodny (wywiady z przedstawicielami Verband deutscher Pfandbriefbanken oraz przedstawicielem Verband der privaten Bausparkassen).

Dane statystyczne i informacje pochodzą w raportów i baz danych The European Covered Bond Council (ECBC), serwisu statystycznego STATISTA. Bardzo ważnym źródłem informacji i danych statystycznych były raporty EMF HYPOSTAT³.

Opracowanie składa się z pięciu rozdziałów. W pierwszym przedstawiono modele finansowania długoterminowych kredytów hipotecznych. W kolejnym zostały opisane nowe czynniki, które wpływają i będą wpływać w kolejnych latach na rozwój bankowości hipotecznej w Europie. W rozdziale trzecim zawarto wyniki analizy porównawczej modeli finansowania i refinansowania kredytów mieszkaniowych w wybranych krajach UE. Szczegółowo przedstawiono następujące modele finansowania długoterminowych kredytów na zakup nieruchomości: duński, niemiecki, francuski, hiszpański, włoski, węgierski, czeski i szwedzki. W czwartym zaprezentowano polski model finansowania kredytów hipotecznych na tle wybranych modeli z państw UE. W ostatnim (piątym) rozdziale przedstawiono kierunki zmian modelu rozwoju bankowości hipotecznej w Polsce.

³ Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

1. Finansowanie i refinansowanie długoterminowych kredytów mieszkaniowych w Europie





1.1. Wielkość i struktura kredytów mieszkaniowych w krajach unijnych

Spośród wszystkich nieruchomości, którymi obraca się na rynku, dla gospodarstw domowych największe znaczenie mają nieruchomości mieszkaniowe (własnościowe domy jednorodzinne wolnostojące lub w zabudowie szeregowej oraz własnościowe lub czynszowe najczęściej w budynkach wielorodzinnych). Wielkość sektora nieruchomości mieszkaniowych jest szacowana na 70–80% wartości całego majątku nieruchomości⁴.

Rynki nieruchomości mieszkaniowych mają charakter lokalny. Każdy kraj UE ma własny rynek charakteryzujący się specyficznymi cechami i rozwiązaniami. Dodatkowo poszczególne państwa unijne prowadzą autonomiczną politykę mieszkaniową, która może mieć zróżnicowany charakter oraz istotnie wpływać na rynek mieszkań i domów. W Polsce, niestety, polityka mieszkaniowa jest od początku transformacji gospodarczej nieefektywna, procykliczna i chaotyczna.

Należy również podkreślić, że rynki nieruchomości mieszkaniowych mają charakter cykliczny. Ryzyko pojawienia się na rynku nieruchomości bańki spekulacyjnej i kryzysu jest stosunkowo wysokie. „Kryzysy nieruchomościowe w skali globalnej są dosyć częstym zjawiskiem, w skali kraju występują zwykle raz na pokolenie, gdyż tyle czasu potrzeba, aby zapomnieć o złych doświadczeniach z przeszłości”⁵. G. Główna podkreśla, że przyczyny mogą mieć endogeniczny i egzogeniczny charakter⁶. Wśród czynników endogenicznych wymienia m.in. opóźnienia w dostosowywaniu się podaży do impulsów popytowych.

Mieszkanie stanowi podstawowe dobro niezbędne do życia i rozwoju człowieka. Warunkuje ono zaspokojenie elementarnych potrzeb bytowych i potrzeb wyższego rzędu, takich jak rozwój życia rodzinnego, emocjonalnego, intelektualnego, kształtowanie własnej osobowości i poszanowanie prywatności. Ma ono dużą wartość materialną i wysokie są koszty jego pozyskania i eksploatacji, co sprawia, że mało

osób stać na zakup własnego mieszkania z zaoszczędzonych pieniędzy. Muszą więc korzystać z kredytów bankowych lub pozostaje im wynajem mieszkań od osób prywatnych, gmin lub innych instytucji.

Czynniki, które wpływały na rynek nieruchomości mieszkaniowych, kredytów hipotecznych i źródeł ich refinansowania, podlegają od kilkunastu lat dynamicznym zmianom. Najpierw rynki były wstrząśnięte pod wpływem globalnego kryzysu finansowego i jego następstw. Ostatnie lata to pandemia COVID-19, której wpływ obecnie zanika, ale kolejne zawirowania rynkowe w postaci wojny rosyjsko-ukraińskiej i rosnącego ryzyka inflacyjnego oraz rosnących krzywych dochodowości wpływają na omawiane rynki.

Rynek kredytów hipotecznych (mieszkaniowych) podlega również coraz silniejszym uregulowaniom w zakresie ochrony konsumenta. Nacisk na ochronę konsumenta w UE jest znaczący i wynika z przyjęcia doktryny słabszej strony kontraktu. Na rynku tych kredytów słabszą stroną jest kredytobiorca. Dlatego chroni się go przed ryzykiem wystąpienia nieuczciwych praktyk rynkowych. Regulacje dotyczące ochrony konsumentów korzystających z kredytów hipotecznych zawarto w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z dnia 4 lutego 2014 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi⁷. Zostały one wprowadzone do polskiego prawa ustawą z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami, Dz.U. z 2017 r., poz. 819. Do najważniejszych postanowień ustawy mających chronić osoby zaciągające kredyty mieszkaniowe należą:

- ▶ kredyt mieszkaniowy w określonej walucie obcej (lub indeksowany do waluty) może otrzymać jedynie osoba uzyskująca większość dochodów w tej walucie (art. 6.1);
- ▶ dozwolona jest tylko rzetelna i jednoznaczna reklama kredytów hipotecznych (art. 7.1);
- ▶ kredytodawca jest zobowiązany udostępnić konsumentowi informacje niezbędne do porównania ofert kredytowych na rynku i podjęcia świadomej decyzji (art. 11);

4 J. Łaszek, H. Augustyniak, M. Wiślak, Euro a ryzyko bąbli na rynku nieruchomości mieszkaniowych, *Materiały i Studia*, Zeszyt nr 238, NBP, Warszawa 2009, s. 11.

5 Tamże, s. 16.

6 G. Główna, Determinanty i skutki wahań koniunkturalnych na współczesnym rynku nieruchomości mieszkaniowych, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 3(975), 2018, s. 13–14.

7 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z dnia 4 lutego 2014 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi i zmieniająca dyrektywę 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 (Dz.U. L 60 z 28.02.2014 r.)



- ▶ wprowadzony został zakaz dokonywania sprzedaży związanej z zawarciem umowy dotyczącej kredytu hipotecznego;
- ▶ konsument może odstąpić od umowy o kredyt hipoteczny w terminie 14 dni (art. 42.1.) od dnia jej zawarcia, mając obowiązek zwrócić udostępniony kredyt wraz z odsetkami najpóźniej w terminie 30 dni (art. 44.2).

Sytuacja mieszkaniowa w krajach Unii Europejskiej jest bardzo zróżnicowana pod względem struktury własnościowej mieszkań, ich wielkości, wyposażenia w media, kosztów utrzymania, liczby budowanych mieszkań na 1000 mieszkańców, ich ceny, sposobu finansowania zakupu mieszkania i wielu innych czynników. Dane statystyczne dotyczące mieszkalnictwa publikują różne instytucje: Eurostat, EMF, GUS, Deloitte i inne.

Z danych opublikowanych w raporcie EMF Hypostat 2023⁸ wynika, że w krajach UE w 2022 r. 61,1% gospodarstw domowych mieszkało we własnym domu lub mieszkaniu i ten wskaźnik od 2010 r. istotnie się nie zmienił. Odsetek osób dysponujących własnym lokum jest wyższy od średniego w nowych krajach unijnych, a najwyższy w Rumunii (94,8%), Słowacji (93%), Chorwacji (91%) i na Węgrzech (90%). Stosunkowo niski jest udział mieszkań własnościowych w Niemczech (46,7%), Austrii (51,4%) i Danii (59,6%)⁹.

W najbardziej rozwiniętych gospodarczo krajach UE, takich jak Niemcy, Austria, Dania, Szwecja czy Finlandia, udział właścicieli mieszkań i domów w całej populacji w ciągu ostatnich 10 lat wyraźnie się skurczył, na co wpłynął dobrze funkcjonujący rynek wynajmu mieszkań.

Polacy przywiązują dużą wagę do własnego mieszkania. Z danych Hypostat wynika, że w Polsce na koniec 2022 r. 87,2% ludności mieszkało we własnym mieszkaniu, co oznacza wzrost o 4,8 pkt. proc. w stosunku do 2012 r. Wysoki udział mieszkań własnościowych w całej puli mieszkań wynika z przywiązywania przez gospodarstwa domowe dużej wagi do mieszkania jako czynnika dobrobytu oraz ze słabo jeszcze rozwiniętego rynku najmu mieszkań, który boryka się z nadmierną ochroną najemców.

W 2021 r. prawie 17% ludności UE mieszkało w przeludnionych mieszkaniach¹⁰. W naszym kraju ten wskaźnik jest jednym z najwyższych w Europie i wynosi 35,7%, ale od 2010 r. zmniejszył się o 11,8 pkt. proc. Najgorzej pod tym względem jest w Rumunii, gdzie według Eurostatu problem przeludnienia dotyka ponad 41% mieszkańców. Najlepsza sytuacja mieszkaniowa jest w Belgii, Irlandii i na Malcie, gdzie na jedną osobę przypadają ponad dwa pokoje. W Polsce na każdego mieszkańca przypadało w 2021 r. 1,1 pokoju, co jest jednym z najgorszych wskaźników w całej UE, gdzie średnia to 1,6 pokoju¹¹. Tak samo jest w Rumunii. Zbliżona do Polski sytuacja występuje na Słowacji, Łotwie i w Chorwacji.

Hypostat podaje, że w 2022 r. najwięcej mieszkań zbudowano w Niemczech (295 tys.) i Polsce (239 tys.). W przeliczeniu na 1000 mieszkańców najwięcej w Polsce (6,2) i Danii (5,8), a najmniej w Bułgarii (0,12), Łotwie (1,6) i Hiszpanii (1,7).

Wg raportu Deloitte Property Index 2022 cena 1 m² nowego mieszkania była najwyższa w krajach o wysokich płacach, takich jak Austria (4782 euro/m²), Francja (4639 euro/m²), Niemcy (4600 euro/m²) i Holandia (3949 euro/m²), a najniższa w Rumunii (1266 euro/m²), Łotwie (1726 euro/m²) i Polsce (1729 euro/m²). Deloitte podał, że na zakup 70-metrowego mieszkania trzeba odłożyć w Czechach 13,3 średnich rocznych pensji brutto, w Słowacji 12,8, Słowenii 10, na Węgrzech 9,6, w Polsce 7,7. Najlepsza pod tym względem sytuacja była w Irlandii, gdzie takie mieszkanie kosztowało równowartość 3,1 rocznej pensji, następnie w Belgii, gdzie potrzeba było 4,5, rocznego wynagrodzenia, Portugalii 5,1, Danii 5,7 i we Włoszech 6,1. W krajach UE na utrzymanie mieszkania gospodarstwa domowe przeznaczają przeciętnie jedną piątą swego rozporządzalnego dochodu, najwięcej w Grecji 36,9%, a w Polsce 18,1%¹².

Ceny mieszkań na niektórych rynkach krajów UE są zawyżone (wyższe niżby to wynikało z czynników fundamentalnych). „Pojawia się coraz więcej oznak

8 W dalszej części tego podrozdziału analiza została oparta na danych statystycznych z raportów Hypostat 2022 i Hypostat 2023.

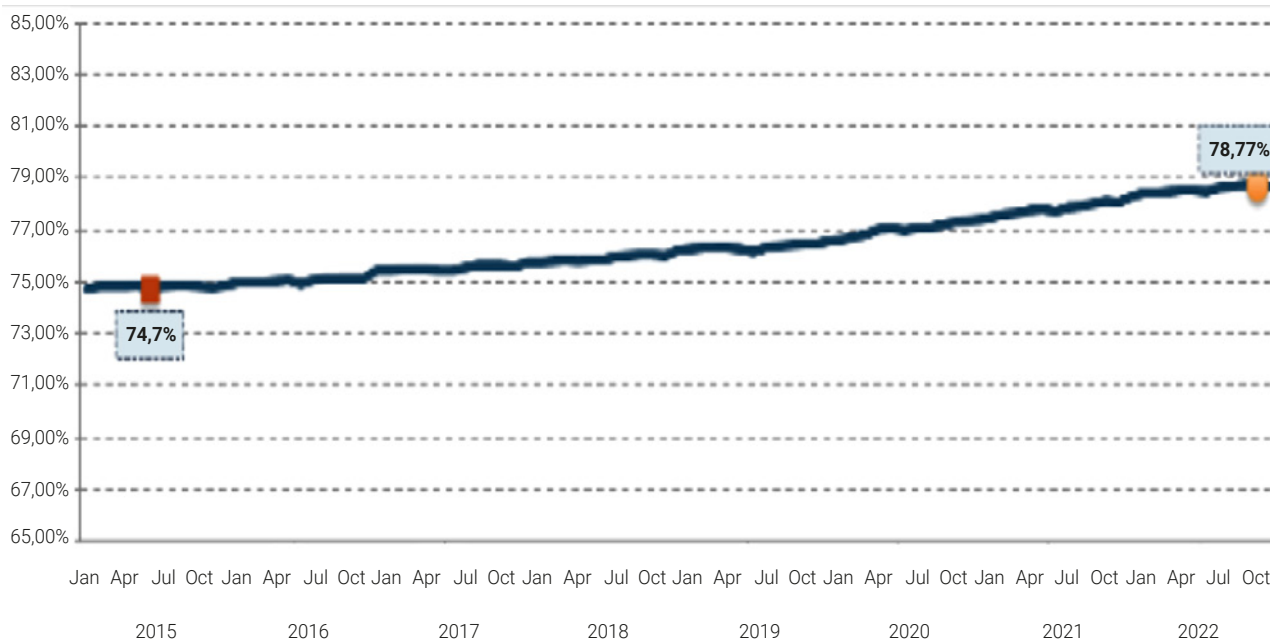
9 Hypostat 2023. A Review..., op. cit.

10 Według przyjętej przez Eurostat definicji zarówno singiel, jak i bezdzietne małżeństwo powinni mieć do dyspozycji mieszkanie minimum z jednym pokojem dziennym i sypialnią. Dwójka dzieci w wieku do 12 lat może zajmować jeden pokój dziecięcy, ale gdy przekroczą ten wiek i są różnej płci, każde powinno mieć własny (https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Overcrowding_rate&lang=en).

11 <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/digpub/housing/bloc-1b.html?lang=en> (dostęp: 15.11.2023).

12 Deloitte Property Index 2022. 11th edition, August 2022.

Wykres 1.1. Kredyty mieszkaniowe jako procent kredytów dla gospodarstw domowych ogółem w państwach UE (27)



Źródło: EBA Consumer Trends Report 2022/23, 24 April 2023, European Banking Authority, s. 12.

zawyżania cen na rynkach mieszkaniowych w całej Europie, rzędu 15 do 20 procent w większości krajów¹³. Ceny w Szwecji i Norwegii wydają się podwyższone, porównując średni roczny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych z długoterminowym wzrostem PKB¹⁴. Podobnie jest w Austrii, Luksemburgu i Czechach.

Z przedstawionych porównań wynika, że w Polsce buduje się stosunkowo dużo mieszkań na tle innych państw UE. Z jednej strony wynika to z potrzeb bytowych polskiego społeczeństwa i dużego niedoboru mieszkań dobrych pod względem jakości (w Polsce mamy problem deprywacji mieszkań, co jest wynikiem wieloletnich zaniedbań inwestycyjnych w obszarze gospodarki mieszkaniowej¹⁵), z drugiej zaś wskazuje na relatywnie dużą atrakcyjność Polski jako miejsca do życia.

Nieruchomości mieszkaniowe cechują się dużą kapitałochłonnością, tzn. budowa domu, zakup mieszkania na rynku pierwotnym lub wtórnym, a także remont domu bądź mieszkania wymagają wysokich nakładów

kapitałowych. Z reguły środki własne inwestora nie pozwalają mu sfinansować całej inwestycji mieszkaniowej. Musi on zatem korzystać z zewnętrznych źródeł finansowania, z których najważniejsze są kredyty i pożyczki bankowe zabezpieczone hipoteką, najczęściej ustanowioną na finansowanej nieruchomości, a rzadziej na innej nieruchomości o odpowiedniej wartości. Zgodnie z art. 65 ust. 1 ustawy o księgach wieczystych i hipotece z 1982 r. hipoteka pozwala wierzycielowi dochodzić zaspokojenia roszczeń z zastawionej nieruchomości, bez względu na to czyją stała się własnością, przed wierzycielami osobistymi właściciela.

Kredyty mieszkaniowe odgrywają dużą rolę w finansach osobistych europejskich gospodarstw domowych¹⁶. Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem wyniósł na koniec 2022 r. prawie 79%.

Z powodu zasadniczych różnic o charakterze kulturowym, prawnym i ekonomicznym, w Europie ukształtowało się wiele rodzajów systemów finansowania nieruchomości mieszkaniowych. Różnice te dotyczą proporcji między finansowaniem kapitałem własnym i obcym, struktury stóp procentowych (stopa stała lub zmienna), warunków wcześniejszej spłaty kredytu mieszkaniowego, procedur realizacji zabezpieczenia hipotecznego w celu egzekucji rosz-

13 L. Valderrama, P. Gorse, M. Marinkov, P. Topalova European Housing Markets at a Turning Point. Risks, Household and Bank Vulnerabilities, and Policy Options, WP/23/76, International Monetary Fund, 2023, s. 6.

14 <https://www.scoperatings.com/ratings-and-research/research/EN/173213> (dostęp: 1.08.2023).

15 D. Sikora-Fernandez, Deprywacja mieszkaniowa w Polsce na podstawie wybranych czynników, Space-Society-Economy, 26, 2018, s. 115.

16 EBA Consumer Trends Report 2022/23, 24 April 2023, s. 11.



czeń oraz sposobu refinansowania kredytów mieszkaniowych (depozyty/listy zastawne).

W większości krajów europejskich na rynku kredytów hipotecznych dominują prywatne banki uniwersalne. W krajach z silnym sektorem kas oszczędności i banków spółdzielczych ważnymi graczami są także banki z tych sektorów, a budownictwo społeczne wspierają kredytami preferencyjnymi banki rozwoju. Natomiast w dziedzinie refinansowania kredytów mieszkaniowych ważną rolę pełnią banki hipoteczne lub inne instytucje finansowe, które emitują listy zastawne.

Warunkiem otrzymania kredytu hipotecznego na inwestycję mieszkaniową jest nie tylko posiadanie zdolności kredytowej, ale również dysponowanie wkładem własnym, zwykle na poziomie 20% wycenionej przez bank wartości finansowanej nieruchomości (a nie wartości wnioskowanego kredytu). Jest on przeznaczony na pokrycie części ceny zakupu mieszkania lub części kosztów budowy domu, zmniejszając ryzyko banku. Niekiedy banki akceptują niższy wkład (np. 10%), ale wówczas konieczne jest wykupienie odpowiedniego ubezpieczenia, co zwiększa koszty finansowania przedsięwzięcia, ale z drugiej strony pozwala konsumentowi zaciągnąć kredyt na takich samych warunkach jak w przypadku osób dysponujących większym wkładem własnym. Wkład własny stanowią zaoszczędzone przez kredytobiorcę lub otrzymane od rodziny środki na rachunku oszczędnościowym i lokatach terminowych. W przypadku ubiegania się o kredyt budowlany za wkład własny uznaje się wartość działki budowlanej, a jeżeli inwestor jest fachowcem w zakresie budownictwa, to wartość wkładu może zostać obniżona o 10–15% z tytułu jego pracy na budowie. Dzięki wkładowi własnemu wartość zakupionego mieszkania lub zbudowanego domu jest zawsze wyższa od kwoty udzielonego przez bank kredytu, co ma istotne znaczenie w przypadku problemów ze spłatą kredytu, gdyż dłużnik może wtedy sprzedać nieruchomość oraz spłacić swoje zobowiązanie.

Kredyty mieszkaniowe mogą być oprocentowane według zmiennej stopy procentowej, która stosownie do zmieniającej się stopy referencyjnej¹⁷ co jakiś

czas zostaje przeszacowana, lub stosowane jest stałe oprocentowanie przez cały okres spłaty kredytu, bądź oprocentowanie nie zmienia się przez długi okres, np. 10 lat. Spłata kredytu hipotecznego może następować w ratach równych lub malejących.

Według danych zamieszczonych w raporcie EMF Hypostat 2023 rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych w krajach UE w latach 2010–2022 zwiększył się o 36,8%, w tym w 2022 r. r/r o 3,6%. Wzrost odnotowano we wszystkich krajach unijnych, najsilniejszy w Słowacji o 285%, natomiast na Węgrzech wartość portfela kredytów mieszkaniowych zmniejszyła się o 42,5%. EMF Hypostat podał, że w 2022 r. kredyty te r/r najbardziej wzrosły w Chorwacji o 67% i Bułgarii (o 23%). W 2022 r. w UE-27 kredyty hipoteczne na cele mieszkaniowe osiągnęły wartość 6743 mld euro, największą w Niemczech – 1842,9 mld euro, Francji – 1280,9 mld euro i Niderlandach – 813,2 mld euro (zob. tabela 1.1). W tych trzech krajach w 2022 r. udzielono też najwięcej nowych kredytów mieszkaniowych – odpowiednio na sumę 273,5 mld, 259,7 mld i 154,1 mld euro. We wszystkich krajach UE od kilkunastu lat zwiększa się średnia wielkość hipotecznego kredytu mieszkaniowego, która zależy najbardziej od ceny mieszkania i wysokości dochodów kredytobiorcy.

W 2022 r. była ona najwyższa w Niemczech (338 tys. euro), Niderlandach (317 tys. euro) i Irlandii (241 tys. euro), zaś najniższa w nowych krajach unijnych, np. w Rumunii wynosiła 50 tys. euro¹⁸.

Dwa największe rynki kredytów mieszkaniowych w Europie (niemiecki i francuski) to prawie połowa wartości udzielonych w UE kredytów mieszkaniowych. Udział polskiego rynku to ok. 1,7%.

W stosunku do PKB zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych w całej UE w 2022 r. wynosiło 42,7% i w porównaniu z 2010 r. było o 4,3 pkt. proc. niższe. Wskaźnik ten był najwyższy w Niderlandach (86,4%), Danii (75,6%) i Luksemburgu (56,4%), a najniższy w Rumunii (7,8%), na Węgrzech (8,3%) i w Bułgarii (11,9%). W Polsce niespłacone kredyty mieszkaniowe w relacji do PKB w 2022 r. wynosiły 16,2%.

W przeliczeniu na jednego mieszkańca powyżej 18 lat najbardziej zadłużeni na koniec 2022 r. byli mieszkańcy Luksemburga (85,3 tys. euro), Danii (60,2 tys. euro) i Niderlandów (56,9 tys. euro),

17 LIBOR CHF jako stopę referencyjną stosowano przez wiele lat w przypadku kredytów frankowych o zmiennym oprocentowaniu. Decyzją KE LIBOR CHF został od 1 stycznia 2022 r. zastąpiony stopą SARON. Stosowanie stawki WIBOR przy określaniu oprocentowania kredytów hipotecznych w złotych stało się przedmiotem sporów kredytobiorców z bankami. Komitet Stabilności Finansowej podtrzymał swoją ocenę, w której brak jest podstaw prawnych i ekonomicznych do negocjowania prawidłowości wyznaczania tego wskaźnika. Do końca 2024 r. w Polsce stopa WIBOR ma zostać zastąpiona indeksem WIRON.

18 Hypostat 2023. A Review..., op. cit.

**Tabela 1.1.** Hipoteczne kredyty mieszkaniowe w krajach UE w latach 2010, 2015, 2022

Kraj	Kredyty mieszkaniowe do spłacenia (mld euro)			Średnie zadłużenie na 1 osobę powyżej 18 lat (w tys. euro)			Kredyty mieszkaniowe jako % PKB		
	2010	2015	2022	2010	2015	2022	2010	2015	2022
Austria	80,0	96,9	142,2	11,7	13,7	19,1	27,0	28,3	31,8
Belgia	161,7	207,1	308,6	18,7	23,1	33,2	44,5	49,7	56,2
Bułgaria	3,7	3,5	9,4	0,6	0,6	1,7	9,7	7,7	11,9
Chorwacja	8,3	7,7	9,9	2,4	2,2	3,1	18,1	17,1	14,8
Cypr	11,9	11,7	8,4	18,6	17,2	11,5	61,4	65,2	31,1
Czechy	24,1	32,1	65,5	2,8	3,7	7,7	15,3	18,9	23,7
Dania	224,0	238,8	284,1	51,9	53,2	60,2	92,1	87,5	75,6
Estonia	6,0	6,3	10,5	5,5	5,9	9,8	40,4	30,6	29,0
Finlandia	76,7	92,0	109,3	18,0	20,9	24,2	40,8	43,5	41,0
Francja	795,0	866,4	1280,9	15,8	16,8	24,0	39,9	39,4	48,5
Niemcy	1152,2	1279,5	1842,8	16,9	18,8	26,6	44,9	42,3	47,6
Grecja	80,5	67,6	29,8	8,8	7,5	3,4	35,9	38,3	14,3
Węgry	24,7	14,9	14,2	3,0	1,8	1,8	24,7	13,2	8,3
Irlandia	103,0	87,9	78,1	30,1	25,1	20,2	61,6	33,4	15,5
Włochy	352,1	362,3	47,1	7,2	7,1	8,6	21,9	21,9	22,4
Łotwa	6,6	4,5	427,1	3,8	2,7	3,1	36,6	18,3	12,1
Litwa	6,0	6,2	11,5	2,4	2,6	5,0	21,3	16,5	17,2
Luksemburg	18,6	26,6	44,6	47,1	59,1	85,3	43,6	49,1	57,1
Malta	2,7	3,9	7,9	8,0	10,8	18,0	39,1	39,1	46,7
Holandia	674,6	693,9	813,2	51,7	51,5	56,9	105,5	100,6	86,4
Polska	67,5	88,4	106,2	2,2	2,8	3,5	18,6	20,5	16,2
Portugalia	114,5	98,5	101,7	13,3	11,5	11,7	63,8	54,8	42,5
Rumunia	6,8	11,5	21,4	0,4	0,7	1,4	5,4	7,2	7,8
Słowacja	10,8	19,7	41,6	2,5	4,5	9,4	15,8	24,7	37,9
Słowenia	4,8	5,5	8,2	2,9	3,2	4,8	22,8	20,0	13,9
Hiszpania	620,4	526,1	486,9	16,2	13,8	12,4	104,1	61,2	36,7
Szwecja	292,3	375,3	474,5	39,4	48,3	57,8	78,0	82,4	84,4
EU-27	4930	5235	6743,2	13,8	14,5	18,4	47,0	43,7	42,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.



a najmniej Rumunii (1,4 tys. euro), Bułgarzy (1,7 tys. euro), Węgrzy (1,8 tys. euro), Polacy (2,8 tys. euro) i Grecy (3,4 tys. euro).

Bardzo zróżnicowane było obciążenie hipoteką domów i mieszkań należących do gospodarstw domowych – w krajach UE 26,5% ludności mieszkało we własnych mieszkaniach obciążonych niespłaconym do końca kredytem hipotecznym, a 43,5% w mieszkaniach własnościowych nieobciążonych hipoteką. Wskaźnik ten był największy w następujących krajach: w Niderlandach (60,4%), Szwecji (51,7%), Luksemburgu (45,9%), Danii (46,4%), Belgii (43,9%), Finlandii (40,2%) i Portugalii (37,5%, a najmniej ludności mieszkało w mieszkaniach własnościowych obciążonych hipoteką w: Rumunii (1,4%), Bułgarii (2,4%), Chorwacji (7,7%, Grecji (11,8%) i w Polsce (13,4%)¹⁹.

Jeszcze w 2010 r. w większości krajów unijnych na rynku mieszkaniowych kredytów hipotecznych preferowano zmienne oprocentowanie. W następnych latach udział kredytów mieszkaniowych oprocentowanych według zmiennej stopy procentowej w większości krajów stopniowo się zmniejszał na rzecz kredytów o stałym oprocentowaniu, np. w Czechach spadł z 56,0% w 2010 r. do 5,0% w 2022 r., w Irlandii w tym czasie zmniejszył się z 70,2% do 10,8%, w Hiszpanii z 86,4% do 23,7%, w Portugalii z 99,1% do 76,6%, natomiast w Danii wzrósł z 14,1% w 2015 r. do 38,7% w 2022 r. W 2022 r. największy udział kredyty mieszkaniowe o zmiennej stopie procentowej (ponad 90%) miały w Bułgarii (95%), na Litwie (96%), Łotwie (93,9%), w Finlandii (95,5%) i Estonii (93%). Zaś kredyty mieszkaniowe o stałym oprocentowaniu dominowały we Francji (99,2%), na Węgrzech (99,2%), na Słowacji (97,5%), w Belgii (93,2%) i w Niemczech (88,4%). Średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w krajach UE, które w 2008 r. wynosiło 6%, spadło do 0,6% w 2021 r. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej było ono znacznie wyższe i wynosiło 2,86%. W 2022 r. oprocentowanie kredytów mieszkaniowych we wszystkich krajach unijnych z wyjątkiem Bułgarii, Irlandii i Malty znacznie wzrosło, a najbardziej w Polsce i na Węgrzech.

Część kredytów hipotecznych przeznaczona jest na finansowanie inwestycji innych niż mieszkaniowe: infrastrukturalnych i komercyjnych. Dane Hypostat

wskazują, że najwięcej takich kredytów udziela się w Niemczech, gdzie na koniec 2022 r. ich portfel miał wartość 228,5 mld euro, na drugim miejscu plasuje się Hiszpania (131,3 mld euro) a na trzecim Dania (126,5 mld euro).

W Polsce portfel kredytów hipotecznych na cele niemieszkaniowe w 2022 r. wynosił 18,6 mld euro, czyli niemal tyle, co kredytów mieszkaniowych. Z zebranych informacji przez AMRON-SERAFIN wynika, że w Polsce w 2022 r. banki udzieliły 126 tys. nowych kredytów mieszkaniowych (spadek r/r 50,75%) na sumę 43,6 mld zł (spadek r/r 49,11%). Liczba czynnych umów kredytowych na koniec 2022 r. wynosiła 2366 tys. i była o 7,15% mniejsza niż przed rokiem. Łączna ich wartość wyniosła 496 mld zł (spadek r/r o 2,98%). Zmniejszyła się też średnia wartość kredytu mieszkaniowego – z rekordowego poziomu 353 tys. zł na koniec I kw. 2022 r. do 325 tys. zł na koniec roku 2022. Do załamania na rynku kredytów mieszkaniowych w największym stopniu przyczynił się wzrost oprocentowania tych kredytów, co stanowiło pokłosie wzrostu stopy referencyjnej NBP z 1,75% na początku 2022 r. do 6,75% pod koniec roku. W 2022 r. stopniowo zwiększał się udział udzielanych kredytów o stałym oprocentowaniu²⁰.

1.2. Model finansowania rozwoju kredytów mieszkaniowych oparty na bankach uniwersalnych i depozytach

W Europie zasadniczo rozwój rynku kredytów mieszkaniowych (hipotecznych) opiera się na dwóch źródłach środków finansowania. Pierwszym, tak jest w większości krajów UE, bardzo ważnym źródłem finansowania, co szczególnie widać w krajach, które przechodziły transformację gospodarczą, są oszczędności gospodarstw domowych. Lokowane są one zasadniczo w bankach, choć w kilku krajach (np. w Niemczech i Austrii) w mobilizowaniu oszczędności gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe istotną rolę odgrywają również kasy oszczędnościowo-budowlane. Drugim źródłem finansowania (refinansowania) kredytów hipotecznych są listy zastawne, które stanowią dla inwestorów alternatywę w stosunku do obligacji rządowych ze względu na ich wysoki rating kredytowy, co uwa-

19 Share of population in EU who are owner occupants in 2021 with or without a mortgage, STATISTA.

20 Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. Raport AMRON_SERAFIN 4/2022.



Tabela 1.2. Kredyty mieszkaniowe o zmiennym oprocentowaniu i średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w krajach UE

Kraj	Udział kredytów mieszkaniowych o zmiennym oprocentowaniu (w%)			Średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych (w %)			
	2010	2015	2022	2010	2015	2021	2022
Austria	73,7	76,1	39,6	2,71	2,02	1,20	1,87
Belgia	32,7	0,6	7,8	3,59	2,49	1,46	2,14
Bułgaria	97,5	93,4	95,0	8,47	5,89	3,27	3,11
Chorwacja	b.d.	77,5	9,0	6,32	5,07	2,65	2,55
Cypr	66,0	95,1	b.d.	4,73	3,59	2,17	2,55
Czechy	56,0	5,8	5,0	4,90	2,33	2,25	4,61
Dania	b.d.	14,1	38,7	2,17	1,09	0,69	1,29
Estonia	63,1	89,3	93,0	3,50	2,25	2,15	2,68
Finlandia	b.d.	92,9	95,5	1,98	1,35	0,77	3,30
Francja	11,8	3,1	0,8	3,42	2,32	1,15	1,47
Niemcy	16,6	12,4	11,6	3,69	1,95	1,26	2,33
Grecja	76,5	92,4	44,6	3,68	2,62	2,77	3,14
Węgry	83,4	45,0	0,8	10,88	6,21	4,43	7,35
Irlandia	70,2	66,0	10,8	3,13	3,49	2,73	2,71
Włochy	b.d.	47,9	40,0	2,97	2,50	1,40	3,01
Łotwa	87,8	95,3	93,9	4,13	3,18	2,38	2,94
Litwa	29,2	88,1	96,0	3,70	1,88	2,16	2,76
Luksemburg	86,9	51,1	46,2	2,16	1,86	1,32	2,12
Malta	90,8	72,4	65,4	3,43	2,99	2,73	2,87
Holandia	20,8	14,5	14,3	4,52	2,93	1,70	b.d.
Polska	100,0	100,0	47,7	6,48	4,40	3,06	7,70
Portugalia	99,2	91,1	76,5	2,43	2,38	0,83	3,24
Rumunia	b.d.	85,0	60,0	5,31	3,99	4,12	5,15
Słowacja	30,1	2,7	2,5	5,21	2,72	0,98	1,93
Słowenia	96,3	77,7	7,7	3,34	2,53	2,11	3,65
Hiszpania	86,4	62,9	23,7	2,53	2,24	1,49	1,96
Szwecja	69,8	71,0	63,7	3,39	1,66	1,35	2,34

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.



runkowane jest konstrukcją listu zastawnego (podwójnym zabezpieczeniem) oraz zabezpieczeniami prawnonadzorczymi. Wielkość emisji hipotecznych listów zastawnych w obiegu w UE w relacji do PKB wynosi ok. 14%. Popularna w USA sekurytyzacja kredytów hipotecznych nie odgrywa ważnej roli w rozwoju kredytów hipotecznych w Europie. Stosunkowo nowym natomiast trendem jest powstawanie funduszy inwestycyjnych udzielających kredytów mieszkaniowych.

Tradycyjny i najprostszy model finansowania inwestycji w sektorze mieszkaniowym polega na przyjmowaniu przez banki uniwersalne, prywatne banki komercyjne, kasy oszczędnościowe i banki spółdzielcze czasowo wolnych środków od podmiotów niefinansowych i udzielaniu z tych środków kredytów na budowę mieszkań przez deweloperów i gospodarstwa domowe lub na zakup mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym. Środki na cele mieszkaniowe pochodzą w tym przypadku z dobrowolnych oszczędności.

Warto podkreślić, że historycznie banki komercyjne nie były głównymi dostawcami finansowania budownictwa mieszkaniowego²¹. Wynikało to z dwóch przyczyn. Po pierwsze – banki nie były zorientowane na obsługę klienta detalicznego, a po drugie – zawsze obawiały się ryzyka płynności nieodłącznie związanego z finansowaniem długoterminowych pożyczek za pomocą krótkoterminowych depozytów²². Z tych powodów banki skupiały się raczej na finansowaniu biznesu i utrzymaniu systemu płatności²³.

Rola banków w ostatnich kilkudziesięciu latach znacząco wzrosła. Obecnie banki komercyjne odgrywają główną rolę w pożyczaniu na cele mieszkaniowe w Europie. Przyczyny wzrostu roli banków w finansowaniu zakupów mieszkań są różnorodne. Jednak warto podkreślić znaczenie następujących czynników, które zarysowały się już w latach 90. XX w. Po pierwsze – banki zmieniły swój charakter na bardziej detaliczny²⁴. Po drugie – krańcowy koszt finansowania detalicznego okazał się niższy niż finansowania hurtowego poprzez rynek kapitałowy, ponieważ oprocentowanie oferowane depozentom jest znacznie niższe niż oprocentowanie

płacone inwestorom w obligacje i papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką²⁵.

Depozyty stanowiły w 2021 r. ok. 61% całości finansowania banków w Europie²⁶. Ta wartość dotyczy wszystkich depozytów (od sektora niefinansowego i finansowego). Jeśli uwzględnimy tylko depozyty podmiotów niefinansowych (Non-MFI Deposits) to było to na koniec 2021 r. ok. 40,5%²⁷. Patrząc na sytuację na europejskim rynku depozytowym od wybuchu globalnego (wielkiego) kryzysu finansowego można zauważyć, że w UE nastąpił istotny wzrost znaczenia depozytów z 30,1% w 2008 r. do 40,5% na koniec 2021 r. Widać więc efekt postkryzysowych regulacji i nacisku na wzmocnienie bazy depozytowej w bankach europejskich. Depozyty, pomimo ryzyka ich szybkiego odpływu pod wpływem paniki bankowej, są stabilnym źródłem finansowania działalności bankowej. Banki w Europie (w tym w Polsce) wypracowały zasady zarządzania osadem we wkładach, który gwarantuje wysoki poziom bezpieczeństwa.

Co więcej, banki w Europie dysponują znacznymi buforami płynności (LCR i NSFR), co czyni je odpornymi na odpływ depozytów²⁸. Obligatoryjne systemy gwarantowania depozytów wspierają stabilność europejskich banków, zwłaszcza tych, które mają relatywnie duży udział w strukturze finansowania lokat pochodzących od osób fizycznych. Do takich krajów należy Polska. Na koniec grudnia 2022 r. niemal 66% wartości depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw było gwarantowanych²⁹.

Wzrost depozytów jest napędzany głównie wzrostem nominalnego produktu krajowego brutto³⁰. Powoduje to wzrost dochodów do dyspozycji, a w efekcie wzrost wolumenu depozytów³¹. Poziomy stóp procentowych zwykle powodują przesunięcie port-

21 M. Lea, Global models for funding housing. What is the best model for Poland, The Urban Institute, 2000, s. 6.

22 Tamże.

23 Tamże.

24 Tamże.

25 Tamże.

26 F. Saravia, Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2022, European Banking Federation, <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2023/05/Banking-in-Europe-EBF-Facts-and-Figures-2022-Updated-2023.pdf> (dostęp: 27.07.2023).

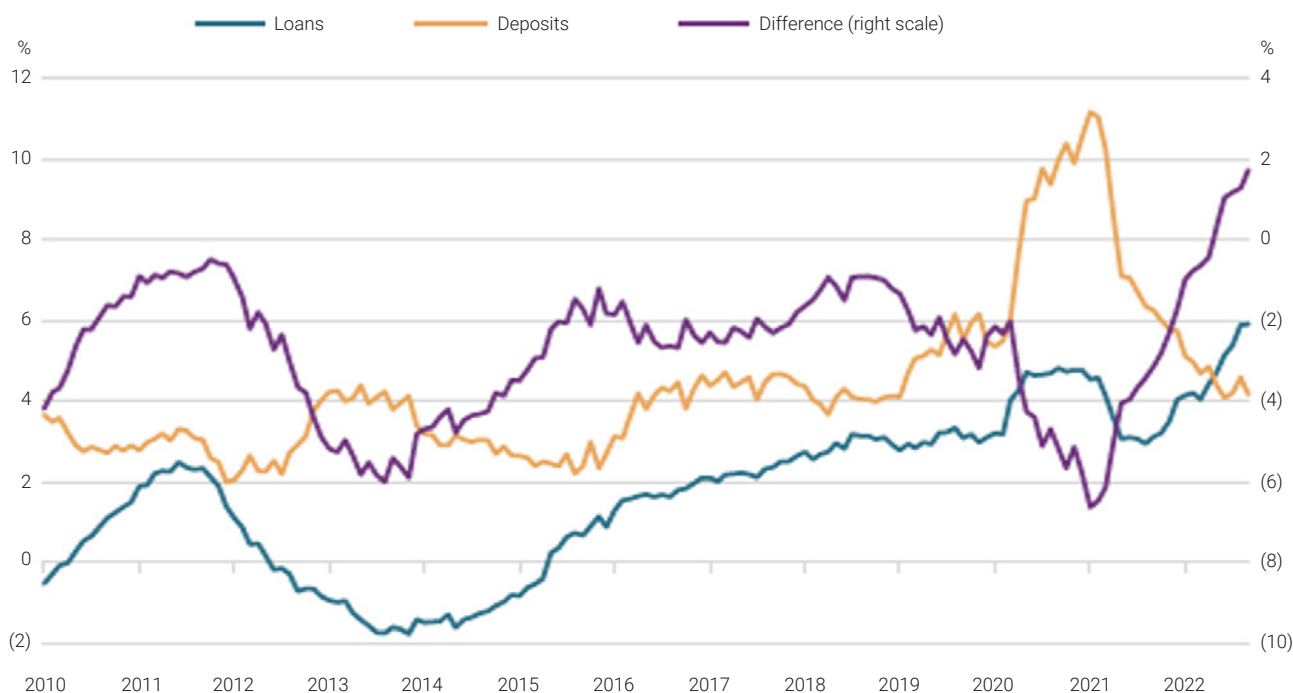
27 Tamże.

28 S. Platernik Kosonen, How American and European banks are dealing with the fallout from the US banking turmoil, ING THINK, 12 May 2023.

29 Raport o stabilności..., op. cit., s. 49.

30 S. Ahlswede, J. Schildbach, Poised for a comeback: Bank deposits, Current Issues, Deutsche Bank, DB Research, 2012, s. 1.

31 Tamże.

Wykres 1.2. Tempo wzrostu depozytów i kredytów w strefie euro w latach 2010–2022


Źródło: Covered Bonds Outlook 2023. Sailing Through Choppy Waters, S&P Global, 2022, s. 8.

fela między depozytami a vista a depozytami terminowymi, ale nie wpływają na wolumen depozytów jako całości³².

Tempo wzrostu depozytów w strefie euro i w państwach Europy Środkowo-Wschodniej było wysokie podczas pandemii (wyższe od długoletniej średniej). Wzrost inflacji i koniec pandemii odmienił ten trend. W strefie euro odnotowano w 2022 r. znaczny spadek tempa wzrostu depozytów, przy jednoczesnym wzroście kredytów.

Oszczędzanie na cele mieszkaniowe w niektórych krajach jest wspierane przez państwo za pomocą premii wypłacanych oszczędzającym. Państwo może ułatwiać gospodarstwu domowemu zaciąganie kredytów na zakup mieszkania na własne potrzeby, np. poprzez dopłaty do oprocentowania kredytów preferencyjnych.

W modelu finansowania inwestycji mieszkaniowych opartym na depozytach uzupełniającym źródłem refinansowania przez banki kredytów mieszkaniowych mogą być środki pozyskiwane z emisji listów zastawnych lub niezabezpieczonych obligacji banko-

wych. Te dodatkowe środki są potrzebne w sytuacji, gdy popyt na kredyty mieszkaniowe jest tak duży, że banki w oparciu o pozyskane od klientów depozyty nie byłyby w stanie zaspokoić całego zapotrzebowania na te kredyty.

Banki zainteresowane są pozyskiwaniem jak największej ilości środków i to na długi czas od gospodarstw domowych i innych klientów w celu przeznaczenia ich na udzielanie kredytów mieszkaniowych. Są to bowiem najtańsze środki refinansowania działalności kredytowej banku. Z punktu widzenia zarządzania płynnością w bankach idealnie byłoby, gdyby średni okres zapadalności kredytów mieszkaniowych pokrywał się ze średnim okresem wymagalności depozytów od klientów oraz elastyczność oprocentowania depozytów i kredytów, czyli ich wrażliwość na zmiany rynkowej stopy procentowej była jednakowa. Jednakże w praktyce uzyskanie takiej równowagi między aktywami (należnościami z tytułu udzielonych kredytów mieszkaniowych) i pasywami (depozytami od klientów zaangażowanymi w finansowanie inwestycji) jest niemożliwe. Klienci trzymają bowiem środki finansowe głównie na rachunkach bieżących lub w formie co najwyżej kilkuletnich lokat, a kredyty mieszkaniowe udzielane są nawet na 30 lat. Różna jest też elastyczność oprocentowania tych dwóch pozycji bilansowych banku.

32 Tamże.



Refinansowanie kredytów mieszkaniowych krótkoterminowymi depozytami polega na udzieleniu długoterminowego kredytu mieszkaniowego, który następnie jest refinansowany poprzez wielokrotne zaciąganie krótkoterminowych, niskooprocentowanych funduszy o stopie procentowej r^{33} .

Refinansowanie, które nie dotrzymuje terminu, nazywane jest również przekształceniem terminu zapadalności: bank „przekształca” refinansowanie krótkoterminowe w kredyt długoterminowy³⁴.

Działalność depozytowo-kredytowa banków uniwersalnych wiąże się z dokonywaniem transformacji terminów, która jest jednym ze źródeł ryzyka utraty płynności finansowej przez bank. Transformacja terminów wynika z udzielania kredytów na dłuższe terminy w porównaniu z terminami powierzonych bankowi depozytów. W efekcie dopływy środków do banku i odpływ środków z banku nie są zsynchronizowane. Niedopasowanie terminów zapadalności kredytów i wymagalności depozytów pogłębiają następujące działania klientów:

- ▶ opóźnienie spłaty kredytu i/lub odsetek;
- ▶ wycofanie wkładów z banku przed upływem ich wymagalności;
- ▶ nieprzedłużenie wkładu wbrew oczekiwaniom banku;
- ▶ niezastąpienie wycofanego wkładu innym.

Innym problemem przy refinansowaniu długoterminowych kredytów mieszkaniowych depozytami od klientów jest ryzyko stopy procentowej, które wpływa na wynik odsetkowy banku. Nie występowałoby ono, gdyby zarówno kredyty, jak i depozyty były oprocentowane według stałej stopy procentowej lub gdyby wszystkie kredyty i depozyty były oprocentowane według zmiennej stopy procentowej i ich elastyczność była jednakowa. Jednakże w praktyce takie rozwiązanie nie występuje. Najgorsza dla banku jest sytuacja, gdy kredyty są oprocentowane według stałej stopy procentowej, a depozyty według zmiennej i na rynku następuje wzrost stóp procentowych. Zwiększa się wówczas koszt refinansowania

kredytów przy niezmienionych dochodach z tytułu odsetek od kredytów. Niekorzystna jest również sytuacja, kiedy w warunkach wzrostu rynkowych stóp procentowych oprocentowanie kredytów z powodu mniejszej elastyczności ich oprocentowania rośnie wolniej niż oprocentowanie depozytów.

Zmiana rynkowych stóp procentowych wpływa też na dotrzymywanie przez klientów banku terminów zawartych umów. Wzrost stóp procentowych może ich skłonić do wcześniejszej spłaty kredytów o zmiennym oprocentowaniu, a spadek stóp procentowych do wcześniejszej spłaty kredytów o stałym oprocentowaniu. Jednocześnie spadek stóp procentowych będzie skłaniał deponentów lokat o zmiennym oprocentowaniu do ich wycofania. Z banku mogą też być wycofywane lokaty o stałym oprocentowaniu, gdy na rynku następuje wzrost stóp procentowych³⁵.

We wszystkich krajach unijnych oprócz Danii kredyty hipoteczne na cele mieszkaniowe w dużym stopniu refinansowane są depozytami od klientów. W krajach o rozwiniętym rynku listów zastawnych lub innych instrumentów rynku kapitałowego (Niemcy, Francja, Szwecja, Hiszpania, Niderlandy i Włochy) rola depozytów jest mniejsza niż w pozostałych państwach unijnych.

Zdominowane przez depozyty w UE są systemy części państw Europy Środkowo-Wschodniej. Bardzo duże znaczenie depozytów jako źródła finansowania kredytów mieszkaniowych występuje w Polsce i Rumunii.

Tam, gdzie dominują kredyty o stałym oprocentowaniu, również wysoki jest udział depozytów o stałym oprocentowaniu i vice versa – tam, gdzie dominują kredyty o zmiennym oprocentowaniu, depozyty oprocentowane są głównie według zmiennej stopy procentowej.

W intensyfikacji oszczędzania na dłuższe terminy i na cele mieszkaniowe ważną rolę może odegrać państwo. Zachęty bardzo często mają charakter zwolnień i ulg podatkowych, ale mogą również przyjąć formę współdzielenia wkładu własnego przez rząd.

W Polsce do lipca 2023 r., gdy weszła w życie ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa i oszczęd-

33 M. Fulmek, Finanzkrise: Kredit- und Liquiditätsrisiken, <https://www.oemg.ac.at/DK/Didaktikhefte/2010%20Band%2043/VortragFulmek.pdf> (dostęp: 11.07.2023).

34 Tamże.

35 Współczesna bankowość tom I, red. M. Zaleska, Difin Warszawa 2007, s. 391–392.

dzaniu na cele mieszkaniowe³⁶, nie było żadnych rozwiązań, które wspierały gromadzenie środków na wkład własny wymagany przy kredytach hipotecznych. Nowa ustawa wprowadziła nowy instrument w postaci konta mieszkaniowego w celu oszczędzania na mieszkanie. Mogą z niego skorzystać osoby planujące zakup mieszkania w przyszłości dla siebie lub swoich dzieci. Założenie takiego konta to jednoczesna deklaracja wpłat od 500 do 2000 zł miesięcznie przez 3 do 10 lat³⁷. Z konta mieszkaniowego, a także kredytu na mieszkanie oprocentowanego na poziomie 2%, może korzystać każdy kto ukończył 13 lat i nie przekroczył 45 roku życia, nie posiada i nie miał mieszkania, domu jednorodzinnego ani spółdzielczego prawa do lokalu mieszkalnego albo domu jednorodzinnego³⁸. Za prowadzenie konta bank nie pobiera od oszczędzającego opłat ani prowizji. Osoby, które każdego roku dokonają minimum 11 wpłat miesięcznych w wysokości od 500 do 2000 zł, automatycznie otrzymają premię od rządu za pośrednictwem BGK³⁹. Premia będzie naliczana raz do roku, a jej wysokość będzie zależała od sumy środków zgromadzonych na koncie, wysokości inflacji oraz zmian rynkowych cen nieruchomości, ale nie może ona przekroczyć 15% zaoszczędzonych w danym roku pieniędzy. Oszczędności będą dodatkowo oprocentowane według zmiennej stopy procentowej zgodnie z ofertą banku, przy czym odsetki będą zwolnione z tzw. podatku Belki⁴⁰. Premia mieszkaniowa, a także zwolnienie z podatku Belki będą przysługiwały, jeśli w ciągu pięciu lat nastąpi wypłata odłożonych środków na zakup pierwszego mieszkania oraz na wkład mieszkaniowy w spółdzielni mieszkaniowej albo partycypację w TBS⁴¹.

Podsumowując, rozwój kredytów mieszkaniowych w ramach banku uniwersalnego jest korzystnym rozwiązaniem dla klientów. Dywersyfikacja ryzyka po stronie aktywów, która wynika ze zróżnicowanego pod względem rodzaju i zabezpieczenia portfela

kredytowego, pozwala bankom uniwersalnym pozyskiwać środki na rozwój działalności kredytowej po relatywnie tanim koszcie. Korzyści wynikające z taniego finansowania banki uniwersalne mogą częściowo przenosić na kredytobiorców, którzy uzyskują dzięki temu lepsze warunki kredytowe.

Dzięki dywersyfikacji działalności; ze względu na szeroką gamę produktów banki uniwersalne mogą lepiej rozkładać ryzyko i w ten sposób zwiększać stabilność finansową całego systemu bankowego⁴².

Słabością rozwoju kredytów mieszkaniowych w modelu opartego na bankach uniwersalnych to preferowanie zmiennego oprocentowania w celu ograniczania ryzyka stopy procentowej⁴³.

1.3. Kontraktowy system oszczędzania i finansowania nieruchomości mieszkaniowych – kasy oszczędnościowo-budowlane

Kasy oszczędnościowo-budowlane to efektywna forma subsydiowania mieszkań, jeśli porównamy ją z systemem dotowania inwestycji mieszkaniowych. Ideą, która przyświecała od początku kasom oszczędnościowo-budowlanym, była samopomoc⁴⁴. „Początki niemieckich kas oszczędnościowo-budowlanych sięgają 1885 roku, kiedy to założona została w Bielefeld pierwsza niemiecka kasa oszczędnościowo-budowlana dla każdego (*Bausparkasse für Jedermann*)”⁴⁵. Niemcy są więc kolebką kas oszczędnościowo-budowlanych.

Niemiecki system kas jest obecnie największym tego typu systemem na świecie. Został on zaadaptowany w kilku innych państwach UE (m.in. w Czechach i na Węgrzech). W Polsce dyskusja na temat utworzenia systemu kas miała miejsce już w pierwszych latach transformacji gospodarczej. Do dzisiaj jednak tego typu system w Polsce nie powstał.

36 Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa w oszczędzaniu na cele mieszkaniowe, Dz.U. 2023 poz. 1114.

37 <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/bezpieczny-kredyt-2-i-konto-mieszkaniowe-coraz-blizej> (dostęp: 20.07.2023).

38 Tamże.

39 <https://www.sii.org.pl/16542/edukacja/abc-inwestora/konto-mieszkaniowe-czy-warto-warunki-oprocentowanie-premia-mieszkaniowa-wyliczenia-poradnik.html> (dostęp: 20.07.2023).

40 <https://www.pap.pl/aktualnosci/news%2C1592529%2Cminister-rozwoju-koszt-programu-pierwsze-mieszkanie-dla-budzetu-w-1-roku> (dostęp: 20.07.2023).

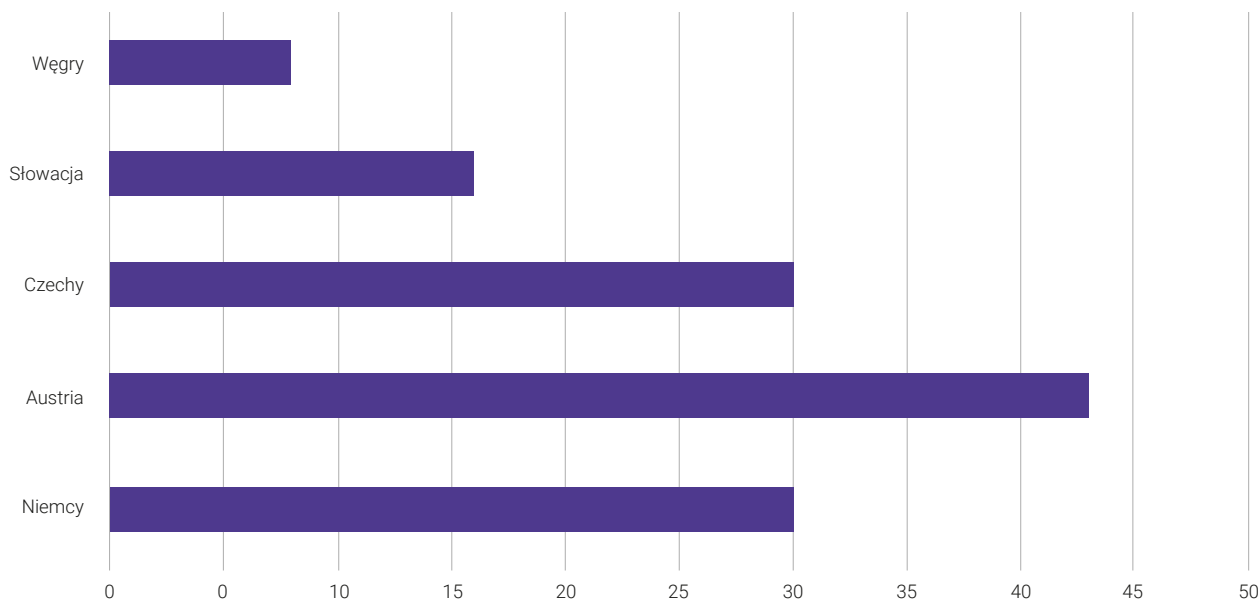
41 <https://www.prawo.pl/biznes/kredyt-2-proc-ustawa,518880.html> (dostęp: 20.07.2023).

42 J. Schildbach, Universal banks: Optimal for clients and financial stability, Deutsche Bank DB Research, 2012, s. 1.

43 Por. M. Lea, Global..., op. cit., s. 8.

44 Die Entwicklung der Bausparkassen, Heft 5, 1963, https://www.wifo.ac.at/bibliothek/archiv/MOBE/1963Heft05_188_193.pdf (dostęp: 10.07.2023).

45 A. E. Rózga, Finansowanie budownictwa mieszkaniowego w Niemczech w oparciu o system oszczędnościowo-kredytowy, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 64, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005, s. 42.

Wykres 1.3. Penetracja kas oszczędnościowo-budowlanych w Europie (2020)


Relacja liczby umów z kasami do liczby mieszkańców w proc.

Źródło: <https://www.bausparkassen.de/en/facts-figures/bausparen-worldwide/> (dostęp: 12.07.2023).

System umożliwia tworzenie kapitału własnego, który ułatwia przyszłym właścicielom nieruchomości mieszkaniowych uzyskanie pożyczki na sfinansowanie pozostałych kosztów zakupu lub wybudowania domu lub mieszkania. „Niemiecki system *Bausparen*, system oszczędzania na cele budowlane, mieszkaniowe funkcjonuje na zasadach organizacji samopomocowej, zespołowej samopomocy finansowej jego uczestników”⁴⁶.

Ideę kolektywu (samopomocy) można przedstawić w następujący sposób: „grupa ludzi chcących posiadać własny dom łączy siły i wpłaca pieniądze do wspólnej puli. Gdy tylko pula jest wystarczająco pełna, jeden lub więcej członków zbiorowość otrzymuje z niej pożyczkę na sfinansowanie własnego domu. Regularne wpłaty od oszczędzających oraz spłaty kredytów zapewniają stały dopływ środków. Jeśli pula zostanie ponownie napełniona, można udzielić dalszych pożyczek”⁴⁷. „Podstawową ideą jest to, że grupa potencjalnych przyszłych właścicieli domów może osiągnąć poprawę w sensie Pareto poprzez wspólne oszczędzanie”⁴⁸.

W systemie docelowego oszczędzania uczestniczą trzy podmioty: klient, czyli osoba oszczędzająca i zainteresowana otrzymaniem w przyszłości pożyczki na cele mieszkaniowe, kasa oszczędnościowo-budowlana zarządzająca środkami powierzonymi jej przez klientów i państwo wspierające proces oszczędzania premią mieszkaniową⁴⁹. Klient zawiera z kasą umowę oszczędnościowo-budowlaną (w Niemczech ta umowa nazywa się *Bausparvertrag*). Umowa zawiera element oszczędnościowy i pożyczkowy. Ważną cechą tego rozwiązania jest długoterminowość.

Kasy oszczędnościowo-budowlane działają w Austrii, Francji, Belgii, Luksemburgu, Czechach, Słowacji, Słowenii, Chorwacji i na Węgrzech. W Niemczech i Austrii kasy zdobyły znaczącą pozycję w systemie finansowania nieruchomości mieszkaniowych.

Najbardziej rozwinięty i znany na świecie system kontraktowego finansowania nieruchomości mieszkaniowych funkcjonuje w Niemczech. Pierwsza publiczna kasa tego typu powstała w 1928 r. Po drugiej wojnie światowej kasy oszczędnościowo-budowlane stały się ważnym motorem rozwoju budownictwa mieszkaniowego w RFN, a po zjednoczeniu Niemiec

46 E. Rózga, op. cit., s. 45.

47 Bausparen – Risse im System. Eine Untersuchung der Verbraucherzentrale Bremen im Rahmen des Projektes Marktwächter Finanzen – Juni 2016, s. 5.

48 H-P. Burghof, M. Schairer, Loan Performance of Contractual Savings for Housing, 2017, <https://ssrn.com/abstract=2925104> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2925104> s. 2.

49 Zob. M. Sitek, Bankowość hipoteczna i rynek nieruchomości, Key Text, Warszawa 2010.

w 1990 r. także w nowych landach⁵⁰. Współfinansowały one kilkanaście milionów mieszkańców. W systemie kontraktowym umowę ma mniej więcej co drugi Niemiec, a około 50% środków na finansowanie mieszkań w Niemczech pochodzi z tego systemu⁵¹.

Obecnie w Niemczech funkcjonuje 18 kas oszczędnościowo-budowlanych (o jedną trzecią mniej niż 20 lat temu): 10 prywatnych i 8 publicznych.

Oszczędzanie w kasach oszczędnościowo-budowlanych w Niemczech jest wspierane przez państwo za pomocą specjalnej premii. Jednakże mogą z niej skorzystać tylko osoby, których roczne dochody do opodatkowania nie przekraczają 35 tys. euro w przypadku osób samotnych i 70 tys. w przypadku małżeństwa. Od 2021 r. premia wynosi maksymalnie w pierwszym przypadku 70 euro (10% od oszczędności w danym roku od sumy 700 euro, a w drugim 140 euro (10% od 1400 euro). Premia za poszczególne lata wypłacana jest po przydzieleniu umowy i pod warunkiem, że środki z kasy zostaną przeznaczone na budowę, kupno lub modernizację mieszkania na osobisty użytek oszczędzającego. Dla państwa bardziej opłacalne jest wspieranie prywatnej własności mieszkaniowej przez wypłatę premii mieszkaniowej dla oszczędzających w kasach niż budowanie mieszkań socjalnych i komunalnych. Oszczędzającym w prywatnych i publicznych kasach oszczędnościowo-budowlanych w 2021 r. wypłacono premie na łączną sumę 155 mln euro (spadek w stosunku do 2012 r. o 253 mln euro).

W 2021 roku kasy zawarły z klientami 1,25 mln nowych kontraktów na sumę 72,8 mld euro, a łączna liczba umów docelowego oszczędzania na mieszkanie wynosiła 23,9 mln o wartości 913,4 mld euro⁵². Wśród klientów pozyskanych przez kasy w 2021 r. najwięcej było pracowników umysłowych. W prywatnych kasach stanowili oni 52,5%, a następnie osób niepełnoletnich, studentów i niepracujących – 15,2%⁵³. W kasach oszczędnościowo-budowlanych mogą też oszczędzać osoby

prawne, ale ich udział jest bardzo niski – wynosi tylko 0,1%. Prywatne i publiczne kasy oszczędnościowo-budowlane w 2021 r. wypłaciły na inwestycje mieszkaniowe 40,2 mld euro, z czego 37,4% stanowiły zwrócone klientom oszczędności, a 62,6% udzielone pożyczki pomostowe, pożyczki w ramach finansowania wstępnego i pożyczki na warunkach komercyjnych. W latach 2012–2021 w wypłacanej przez kasy każdego roku łącznej sumie środków systematycznie zmniejszał się udział środków wypłaconych klientom po przydzieleniu umowy docelowego oszczędzania, a zwiększał udział pozostałych wypłat.

W latach 2012–2022 w kasach oszczędnościowo-budowlanych zmniejszała się liczba nowych i istniejących kontraktów docelowego oszczędzania, odnotowano też spadek wpływu środków do kas z tytułu spłaty kredytu i wartości premii wypłacanej oszczędzającym. Natomiast przeciętna wartość nowego kontraktu zwiększyła się z 31,7 tys. euro w 2012 r. do 58,2 tys. euro w 2021 r. W latach 2012–2022 zwiększyła się suma wypłacanych przez kasy środków na inwestycje mieszkaniowe – z 33,9 mld euro w 2012 r. do 405 mld euro w 2022 r. Odnotowano też wzrost oszczędności zgromadzonych w omawianych tutaj instytucjach – w prywatnych kasach wzrosły one z 95,9 mld euro w 2012 r. do 122,4 mld euro w 2022 r., a przeciętna kwota oszczędności przypadająca na jednego klienta zwiększyła się z 5703 euro do 8989 euro.

J. Furga (propagator tego typu rozwiązania w Polsce) wskazał, że „kasy budowlane odgrywają rolę bezpiecznego stabilizatora systemu finansowania budownictwa mieszkaniowego poprzez oferowanie kredytów w walucie krajowej o stałym i niskim oprocentowaniu oraz poprzez kumulowanie wkładów oszczędnościowych przez przyszłych nabywców domów i mieszkań”⁵⁴. Systemy kontraktowe to systemy systematycznego oszczędzania, przez co wspierają gromadzenie prywatnego kapitału na inwestycje w domy i mieszkania. W kontekście kas należy również pamiętać o efekcie mnożnikowym, który wywołują inwestycje mieszkaniowe.

Systemy kontraktowe zakładają udział państwa i premię budżetową. Ten element okazał się nie do przejścia w przypadku Polski. Tymczasem taki system mógłby odegrać ważną rolę w mobilizowa-

50 E. Gostomski, Znaczenie kas oszczędnościowo-kredytowych we wspieraniu oszczędzania i rozwoju budownictwa mieszkaniowego, materiał powielony, IBnGR, 2013.

51 H-P. Burghof, M. Schairer, Loan..., op. cit., s. 2.

52 Verband der Privaten Bausparkassen, Geschäftsbericht 2021, Berlin 2021.

53 Do analizy sytuacji niemieckich kas oszczędnościowo-kredytowych wykorzystano dane statystyczne udostępnione przez Związek Prywatnych Kas Oszczędnościowo-Budowlanych (Verband der Privaten Bausparkassen).

54 J. Furga, Czas na kasy budowlane, Finansowanie nieruchomości, marzec 2008.



niu oszczędności gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe, a mieszkania wybudowane dzięki takiemu systemowi mogłyby stanowić zabezpieczenie na starość dla części społeczeństwa⁵⁵. Doświadczenia krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w których wdrożono systemy kontraktowe wskazują, że mogą one być wykorzystywane do oszczędzania na cele edukacyjne, zdrowotne i emerytalne⁵⁶.

Krytycy systemów kontraktowych wskazują m.in. na trudne do oszacowania obciążenia budżetowe z tytułu premii dla oszczędzających w kasach. Żeby przyciągnąć chętnych do systemu początkowo trzeba zaproponować stosunkowo wysokie premie. Takie są doświadczenia krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które wdrożyły systemy kontraktowe (Czechy, Słowacja, Węgry)⁵⁷. Przykłady Czech i Węgier wskazują również na wrażliwość systemu kas na zmiany premii budżetowej (w szczególności jej zmniejszenie).

Do słabych stron systemów kontraktowych zalicza się stosunkowo wysoką opłatę (np. w niemieckich kasach wynosi ona od 1% do 1,6% sumy oszczędności) pobieraną przy zawarciu umowy⁵⁸ oraz bardzo niskie oprocentowanie oszczędności. Omawiając wady systemów kontraktowych, warto wspomnieć również o tym, że środki uzyskane z kasy pozwalają sfinansować jedynie część kosztów inwestycji mieszkaniowej. Brak konkretnej, wcześniej ustalonej daty przydziału środków powoduje, że środki z kasy nie nadają się do spontanicznych zakupów. W okresach bardzo niskich stóp rynkowych wcześniej ustalone oprocentowanie kredytu może okazać się wyższe od rynkowego, czyli niekonkurencyjne na tle innych ofert.

Kasy oszczędnościowo-budowlane w ostatnich latach dotknął regres. Widać to w statystykach dotyczących Niemiec. Liczba umów oszczędnościowo-budowlanych w 1975 r. wynosiła ok. 16 mln, aby wzrosnąć do 34,4 mln w 1998 r.⁵⁹. Liczba umów zaczęła spadać od 2004 r. i na koniec

2022 r. wyniosła 22,6 mln⁶⁰. Trend spadkowy w zakresie umów wystąpił również w Austrii.

Kasy zmieniały się również pod względem zasad działania. Finansując swoją działalność, nie są obecnie uzależnione tylko od depozytów i spłaty kredytów. Emitują one bowiem również z listy zastawne.

Obecnie impulsem rozwojowym dla kas w Europie są wyższe stopy procentowe. Przyczyniają się do ponownego przyspieszenia rozwoju tych podmiotów. W warunkach wyższych stóp procentowych atrakcyjniejsze stało się bowiem oszczędzanie na cele mieszkaniowe. Dane dla Niemiec za 2022 r. pokazują, że klienci łaskawiej zaczęli patrzeć na nieco przestarzałe już umowy oszczędnościowo-budowlane oferowane przez kasy⁶¹.

W Polsce nie udało się (pomimo kilku prób i zaangażowania w ten proces Związku Banków Polskich) stworzyć kontraktowego modelu finansowania mieszkalnictwa. Przed laty NBP wskazał, że system kas działałby „na zasadzie kontrolowanej piramidy finansowej”, czyli kredyty osób wchodzących do systemu sfinansowałby przyszli oszczędzający⁶². Być może dlatego większość ekspertów ze sceptycyzmem podchodzi do tego rozwiązania, zwłaszcza że przeszkodą w jego wdrożeniu jest konieczność zaangażowania środków publicznych. Powstanie systemu kas w Polsce wydaje się obecnie mało prawdopodobne. Wprowadzając konto mieszkaniowe wybrano w Polsce inną drogę.

1.4. Refinansowanie portfeli kredytów mieszkaniowych oparte na liście zastawnym

Najważniejszymi instytucjami specjalistycznymi w dziedzinie finansowania inwestycji mieszkaniowych w Europie są banki hipoteczne. Przez wiele lat były one jedynymi emitentami listów zastawnych⁶³, co wyróż-

55 Por. J. Furga, Perspektywy rozwoju kas oszczędnościowo-budowlanych, w: Perspektywy finansowania budownictwa mieszkaniowego, red. E. Gostomski, IBnGR Gdańsk, 1999, s. 84–85.

56 J. Furga, Raport specjalny Horyzonty Bankowości 2018: Kasy oszczędnościowo-budowlane filarem Narodowego Programu Mieszkaniowego, MF Bank 2018/03.

57 Tamże.

58 <https://www.drklein.de/abschlussgebuehr-beim-bausparvertrag-faq.html> (dostęp: 11.07.2023).

59 Statista.com.

60 Tamże.

61 Zob. Ist das die Renaissance des Bausparens?, Wirtschaftswoche, 5 stycznia 2023.

62 M. Wielgo, Niemiecki sposób na oszczędzanie niedobry dla Polaków, Gazeta Wyborcza, 2013, <https://wyborcza.biz/biznes/7,147758,14623813,niemiecki-sposob-na-oszczedzanie-niedobry-dla-polakow.html> (dostęp: 12.08.2023).

63 Listy zastawne w Europie istnieją od ponad 250 lat. Pierwotnie zostały one stworzone w celu finansowania inwestycji w rolnictwie, ale z czasem stały się ważnym instrumentem refinansowania kredytów mieszkaniowych, a w mniejszym stopniu także kredytów na zakup samolotów i statków.

niało je na tle innych instytucji kredytowych. W wyniku nowych rozwiązań prawnych w niektórych krajach grupę emitentów listów zastawnych poszerzono o banki uniwersalne, wśród których są banki ze specjalną licencją na emisję listów zastawnych lub banki-emitenci, które takiej licencji nie potrzebują. Np. w Niemczech muszą one spełniać następujące warunki⁶⁴:

1. posiadać kapitał zakładowy w wysokości co najmniej 25 mln euro;
2. posiadać procedury i instrumenty potrzebne do prowadzenia działalności kredytowej i emisji listów zastawnych;
3. mieć w planach emitowanie listów zastawnych w sposób ciągły i regularny.

List zastawny to instrument finansowy znany od ponad 250 lat. Ma charakter obligacji zabezpieczonej. Szczególnym atrybutem listu zastawnego wpływającym na jego bezpieczeństwo jest tzw. podwójny regres. „W przypadku listu zastawnego zobowiązanie emitenta ma charakter osobisty (do wartości całego majątku) oraz rzeczowy (do wartości wyodrębnionych aktywów stanowiących zabezpieczenie)”⁶⁵.

Podwójny regres „zabezpiecza (...) w pierwszej kolejności roszczenie inwestorów o zapłatę odsetek i kwot nominalnych przez emitenta (roszczenie uprzywilejowane) oraz – w przypadku niewykonania zobowiązania przez emitenta – umożliwia dostęp do aktywów stanowiących zabezpieczenie wyemitowanych obligacji”⁶⁶. Ze względu na podwójny regres (zabezpieczenie) hipotecznych listów zastawnych oraz fakt, że zagrożone kredyty zabezpieczające listy zastawne mogą być zastąpione zdrowymi kredytami z puli aktywów zabezpieczających te papiery wartościowe, nabywcy tych instrumentów nie muszą obawiać się o ich bezpieczeństwo, co mogłoby ich skłonić do wcześniejszego pozbycia się posiadanych listów zastawnych⁶⁷.

Noblista B. Bernanke wskazał, że bilansowa natura listów zastawnych oznacza, że bank je emitujący jest narażony na jakość kredytową aktywów bazowych⁶⁸. Jest to cecha, która lepiej dopasowuje zachęty inwestorów i kredytodawców hipotecznych niż sekurytyzacja hipoteczna typu „originate-to-distribute”⁶⁹.

Obligacje zabezpieczone są jednym z najbardziej uprzywilejowanych instrumentów dłużnych w bilansie instytucji udzielających kredytów mieszkaniowych, natomiast dodatkowy poziom ochrony inwestorów zapewnia zwolnienie obligacji zabezpieczonych z unijnego mechanizmu umorzenia lub konwersji długu, co daje inwestorom posiadającym obligacje zabezpieczone zwolnienie z podziału strat, jeśli podmiot emitujący listy zastawne popadnie w trudności finansowe.

W Niemczech Pfandbrief jest bardzo zbliżony pod względem bezpieczeństwa do niemieckich obligacji rządowych (Bundów). Oznacza to, że koszt pozyskania kapitału w oparciu o listy zastawne nie jest wysoki.

Listy zastawne wycenia się za pomocą krzywej swap. Spready swapowe są zasadniczo wskaźnikiem chęci zabezpieczenia się przed ryzykiem. Punktem odniesienia są obligacje rządowe. Listy zastawne z uwagi na swoje cechy, jak i regulację, są papierami dłużnymi o bardzo wysokim poziomie bezpieczeństwa, co potwierdzają nadawane przez międzynarodowe agencje ratingowe listom zastawnym oceny ratingowe, które są często na poziomie ratingu państwa lub w przypadku, kiedy rating jest niższy niż AAA, powyżej ratingu nadanego rządowi państwa. Ryzyko kredytowe (niedotrzymania warunków) jest ograniczone. Stąd też spready w przypadku listów zastawnych nie są duże.

Spready swap w Europie uległy jednak zróżnicowaniu w 2022 r. Jeszcze w styczniu 2022 r. różnice były pomiędzy niemieckimi listami zastawnymi a włoskimi, które charakteryzowały się najwyższym spośród przedstawionych krajów (jurysdykcji) na wykresie 1.4. spreadem, różnica nie przekraczała 10 pkt. baz. Rozejście się spreadów obserwujemy od kwietnia 2022 r. Stosunkowo duży wzrost widoczny jest w przypadku Włoch i Portugalii.

64 O. Stöcker, Pfandbrief – gesetzliche Grundlagen des traditionsreichen Wertpapiers, <https://www.pfandbrief.market/der-pfandbrief-gesetzliche-grundlagen-des-traditionsreichen-wertpapiers/> (dostęp: 29.07.2023).

65 A. Dżurk, List zastawny jako przykład bezpiecznego hipotecznego instrumentu finansowego, Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance Vol. 16, No. 4/1/2018, s. 70.

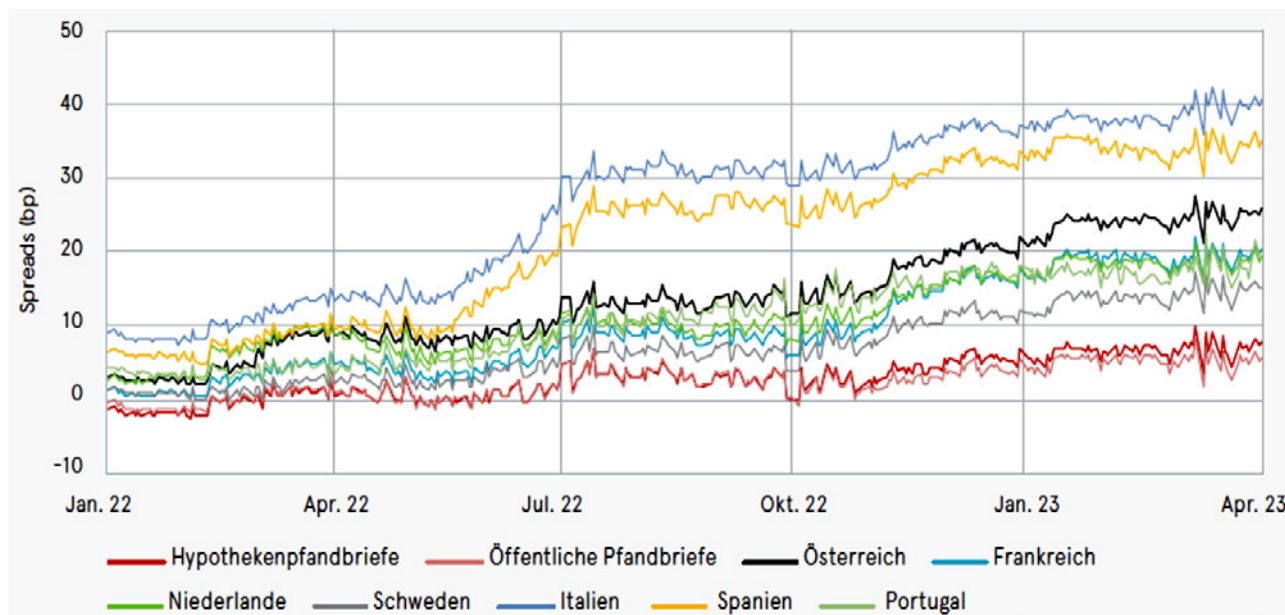
66 Covered Bond Special. Covered Bond Lawns, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, 2023, s. 3.

67 Por. M. Arregui, A. G. Mora, Covered Bonds: Differences among some European countries and main challenges ahead, Spanish Economic and Financial Outlook, Vol. 1, Number 4, November 2012, s. 34.

68 B. S. Bernanke, The Future of Mortgage Finance in the United States, *B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 9, 2009, s. 7.

69 Tamże.

Wykres 1.4. Porównanie spreadów swap dla listów zastawnych od stycznia 2022 r. do kwietnia 2023 r. dla wybranych rynków listów zastawnych w UE



Źródło: Pfandbrief- und Kredit und Kreditgeschäft 2022 im Überblick, vdp Fakten, 2022.

Przyczyną większego zróżnicowania jest m.in. odwrócenie polityki pieniężnej oznaczające spadek zakupów przez EBC oraz rosnące ryzyko kredytowe związane z wyższą inflacją i możliwą recesją⁷⁰.

Jak pisze R. Rinke z LBBW, na pierwszy rzut oka wydaje się to nielogiczne z uwagi na harmonizację przepisów dotyczących listów zastawnych, która zakończyła się w lipcu 2022 r.⁷¹

Najdroższym źródłem kapitału w bankach są fundusze własne, które pełnią rolę buforu bezpieczeństwa i chronią bank przed stratami. Obce źródła finansowania dzieli się na detaliczne i hurtowe. Tanim źródłem finansowania są przede wszystkim depozyty gospodarstw domowych. Banki płacą deponentom niskie oprocentowanie z uwagi na ich objęcie gwarancjami. Wśród hurtowych źródeł finansowania do względnie tanich zalicza się listy zastawne. Jednak trzeba wskazać, że koszt finansowania jest ważnym, ale nie jedynym czynnikiem wpływającym na wybór źródła finansowania działalności. Dla banków decydującym się na emisję listów zastawnych ważna jest również dywersyfika-

cja źródeł finansowania i zapewnienie finansowania o terminach bardziej dopasowanych do duration kredytów mieszkaniowych.

Trzeba pamiętać, że listy zastawne są **również** ważnym wskaźnikiem LCR. Atutem listów zastawnych w porównaniu z rozrobnionymi depozytami gospodarstw domowych jest również to, że za ich pomocą można pozyskać jednorazowo większe kwoty, na dłuższy termin, relatywnie tanie. Budowanie bazy depozytowej jest również wolniejsze od pozyskiwania kapitału z rynków hurtowych.

Koszty finansowania banków w dużym stopniu wyjaśniają czynniki makroekonomiczne⁷². Wzrost stóp procentowych doprowadził do wzrostu krańcowego kosztu pozyskania depozytów i listów zastawnych.

W 2022 r. nową pulę hipotecznych listów zastawnych wyemitowano w 16 krajach unijnych, **łącznie na sumę 463 mld euro**⁷³. Ponadto w krajach unijnych wyemitowano publiczne listy zastawne o wartości 33,7 mld euro i okrętowe listy zastawne o wartości 1,8 mld euro. W obiegu znajdowały się hipotecz-

⁷⁰ Pfandbrief- und Kredit und Kreditgeschäft 2022 im Überblick, vdp Fakten, 2022.

⁷¹ R. Rinke, Increasing spread differentiation in the Covered Bond market, <https://www.pfandbrief.market/en/increasing-spread-differentiation-in-the-covered-bond-market/> (dostęp: 8.11.2023).

⁷² Zob. G. Arnould, C. Pancaro, D. Zochowski, Bank funding costs and solvency, Working Paper Series, No 2356, European Central Bank, 2020.

⁷³ Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

Tabela 1.3. Średni kupon w proc. dla listów zastawnych (największe europejskie rynki)

Rynek	Kupon w%
Francja	1,26
Niemcy	1,15
Hiszpania	1,97
Austria	1,35
Włochy	1,52

Źródło: Covered Bond & SSA View, NORD/LB, 25 October 2023.

ne listy zastawne w 20 krajach, łącznie na kwotę 2083 mld euro. Natomiast wartość aktywnych publicznych rynków zastawnych w EU27 wynosiła 248,5 mld euro, a okrętowych 7,7 mld euro (występowały one tylko w Niemczech i Danii). Hipoteczne listy zastawne nie występowały tylko na rynku małych państw: Malty, Litwy, Łotwy, Chorwacji, Bułgarii, Luksemburga i Słowenii.

2022 r. był okresem ożywienia na rynku listów zastawnych w Europie. Podaż listów zastawnych była znacznie większa niż średnia w ostatnich kilku latach. Pozytywnie na rynek wpłynął wzrost stóp procentowych.

Listy zastawne mają relatywnie długi okres zapadalności, sięgający nawet 30 lat, co ułatwia bankom zarządzanie płynnością finansową. Dla inwestorów są bardzo bezpieczną inwestycją, nawet jeśli nie przynoszą dużego zysku. Nabywca listów zastawnych bowiem ma pełne prawo regresu w stosunku do ich emitenta, najczęściej banku, i to z pierwszeństwem do realizacji swoich należności wraz z odsetkami przed innymi wierzycielami. Zaś w przypadku upadłości emitenta środki uzyskane w wyniku egzekucji wierzytelności wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych mogą być wykorzystane tylko do zaspokojenia roszczeń posiadaczy tych papierów.

Bank hipoteczny to wyspecjalizowana instytucja finansowa, która udziela kredytów zabezpieczonych hipotekami lub gwarancjami bądź poręczeniami rządów krajów UE i OECD oraz przez banki centralne, organizacje międzynarodowe i jednostki samorządu terytorialnego oraz na tej podstawie emituje hipoteczne lub publiczne listy zastawne. Banki hipoteczne nabywają też odpowiednio zabezpieczone wierzytelności z tytułu udzielonych kredytów od innych banków, które również umożliwiają im emisję listów zastawnych.

W Polsce banki hipoteczne są jedynymi podmiotami, które mają prawo emitować ten rodzaj papierów dłużnych. W naszym kraju aktywnych jest pięć banków hipotecznych: PKO Bank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny S.A, mBank Hipoteczny, ING Bank Hipoteczny i Millennium Bank Hipoteczny. Wszystkie te banki powiązane są z odpowiednim bankiem komercyjnym. Głównymi klientami polskich banków hipotecznych w dziedzinie kredytów są firmy deweloperskie, gminy oraz duże przedsiębiorstwa potrzebujące wysokich kwot na inwestycje. Natomiast nabywcami emitowanych przez nie listów zastawnych są przede wszystkim fundusze inwestycyjne i emerytalne, towarzystwa emerytalne, ale niekiedy też osoby prywatne, skarb państwa i banki komercyjne dysponujące nadwyżką środków. W mniejszym stopniu banki hipoteczne obsługują przedsiębiorstwa niefinansowe i gospodarstwa domowe. Nie prowadzą one rachunków bieżących dla klientów, nie przyjmują lokat, nie oferują kart płatniczych i nie udzielają kredytów krótkookresowych. Realizują więc znacznie mniej transakcji niż banki komercyjne, ale z reguły są to transakcje na dużą skalę.

W Polsce banki hipoteczne podlegają specjalnemu nadzorowi ze strony KNF, ale dodatkowo kontrolowane są przez niezależnego powiernika i co najmniej jednego jego zastępcy. Jest to jeden z filarów wysokiego bezpieczeństwa polskich listów zastawnych. Głównym zadaniem powiernika jest ochrona interesów nabywców listów zastawnych. Odbывается to poprzez bieżącą kontrolę zabezpieczeń znajdujących się w obiegu hipotecznych i publicznych listów zastawnych. Tymi zabezpieczeniami są wpisane do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipoteką oraz suma praw i środków zabezpieczających listy publiczne. Kolejnym filarem bezpieczeństwa listów zastawnych jest nadzabezpieczenie.



Zgodnie z art. 18 ust. 1 ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych „suma nominalnych kwot wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką oraz praw i środków, o których mowa w ust. 3 i 4, wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych, stanowiących podstawę emisji hipotecznych listów zastawnych, nie może być niższa niż 105% łącznej kwoty nominalnych wartości znajdujących się w obrocie hipotecznych listów zastawnych, przy czym suma nominalnych kwot wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką, stanowiących podstawę emisji hipotecznych listów zastawnych, nie może być niższa niż 85% łącznej kwoty nominalnych wartości znajdujących się w obrocie hipotecznych listów zastawnych”⁷⁴.

W Polsce na rynku występują dwa rodzaje listów zastawnych: hipoteczne i publiczne listy zastawne. W niektórych krajach unijnych, np. w Niemczech i Danii oprócz tych dwóch rodzajów listów na rynku spotyka się jeszcze okrętowe i samolotowe listy hipoteczne, ale w Czechach, Szwecji, Finlandii, Niderlandach i na Węgrzech występują tylko hipoteczne listy zastawne. Hipoteczny list zastawny to dłużny papier wartościowy, którego podstawą emisji są należności z tytułu udzielonych przez bank hipoteczny lub bank uniwersalny kredytów hipotecznych lub skupione od innych banków wierzytelności z tytułu kredytów hipotecznych. Stanowi on zobowiązanie emitenta wobec posiadacza tego papieru do wypłacenia mu odsetek i wykupu listu zastawnego w terminie zapadalności. Natomiast publiczny list zastawny jest analogicznym papierem wartościowym, ale podstawą jego emisji nie są wierzytelności hipoteczne, lecz wierzytelności z tytułu kredytów udzielonych podmiotom publicznym o najwyższej wiarygodności: rządowi, bankowi centralnemu, gminom, organizacjom międzynarodowym albo wierzytelności z tytułu kredytów gwarantowanych przez te podmioty. Środki uzyskane z emisji listów zastawnych mogą być przeznaczone wyłącznie na udzielanie kredytów zabezpieczonych hipotecznie, kredytów dla odpowiednich instytucji publicznych bądź na zakup od innych banków wierzytelności zabezpieczonych hipoteką lub gwarancjami kredytowymi ściśle określonych instytucji publicznych. Przeznaczenie środków z emisji listów zastawnych na inne cele jest zabronione.

Każdy list zastawny charakteryzują cztery cechy⁷⁵:

1. wartość nominalna, która stanowi kwotę należną posiadaczowi i od niej liczone są odsetki;
2. termin wykupu przez emitenta;
3. stałe lub zmienne oprocentowanie;
4. terminy wypłacania odsetek.

Szczególnym rodzajem obligacji dłużnych występujących przede wszystkim na rynku niemieckim są listy zastawne jumbo. Cechują się one dużym wolumenem emisji i wysoką płynnością. Wprowadzono je na rynek w Niemczech głównie z myślą o wielkich inwestorach instytucjonalnych. Są to papiery o stałym oprocentowaniu z rocznymi płatnościami odsetek i umarzane w dniu zapadalności. Minimalna wielkość emisji musi wynosić co najmniej 1 mld euro. Poza tym należy wyznaczyć co najmniej pięciu animatorów rynku (jednym z nich może być sam emitent), którzy w normalnych godzinach handlu podają zainteresowanym inwestorom jednocześnie cenę kupna i sprzedaży danego listu w transakcji o wartości do 15 mln euro.

Wielkość emisji hipotecznych listów zastawnych i wartość tych papierów znajdujących się w obiegu w poszczególnych krajach w latach 2010 i 2022 r. przedstawiono w tabel 1.4.

Rekordzistą zarówno pod względem wielkości emisji listów zastawnych, jak i wolumenu listów w obiegu jest Dania. W 2022 r. emisja wynosiła tam 149,2 mld euro, a wolumen listów w obiegu wynosił 440,4 mld euro. Poza Danią w 2022 r. najwięcej listów zastawnych w obiegu było w Niemczech – 281,5 mld euro, we Francji – 244,3 mld euro, Szwecji – 225,2 mld euro, Niderlandach – 197,0 mld euro, Hiszpanii – 189,0 mld euro i we Włoszech – 162,81 mld euro. Natomiast w relacji do PKB największy rynek listów zastawnych był w Danii – 117,1%, Szwecji – 40,1%, Niderlandach – 20,9%, Portugalii – 15% i Hiszpanii – 14,2%.

Emisje listów zastawnych są silnie powiązane z szybszym wzrostem portfela kredytowego niż depozytów. Tam, gdzie 12 miesięczny wzrost kredytów minus wzrost depozytów był dodatni, tam było większe zapotrzebowanie na list zastawny.

74 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. z 2023 r. poz. 110.

75 A. Szelągowska et al., Finansowanie nieruchomości w teorii i praktyce, CeDeWu, Warszawa 2018, s. 59

**Tabela 1.4.** Listy zastawne w krajach UE w 2010 r. i w 2022 r.

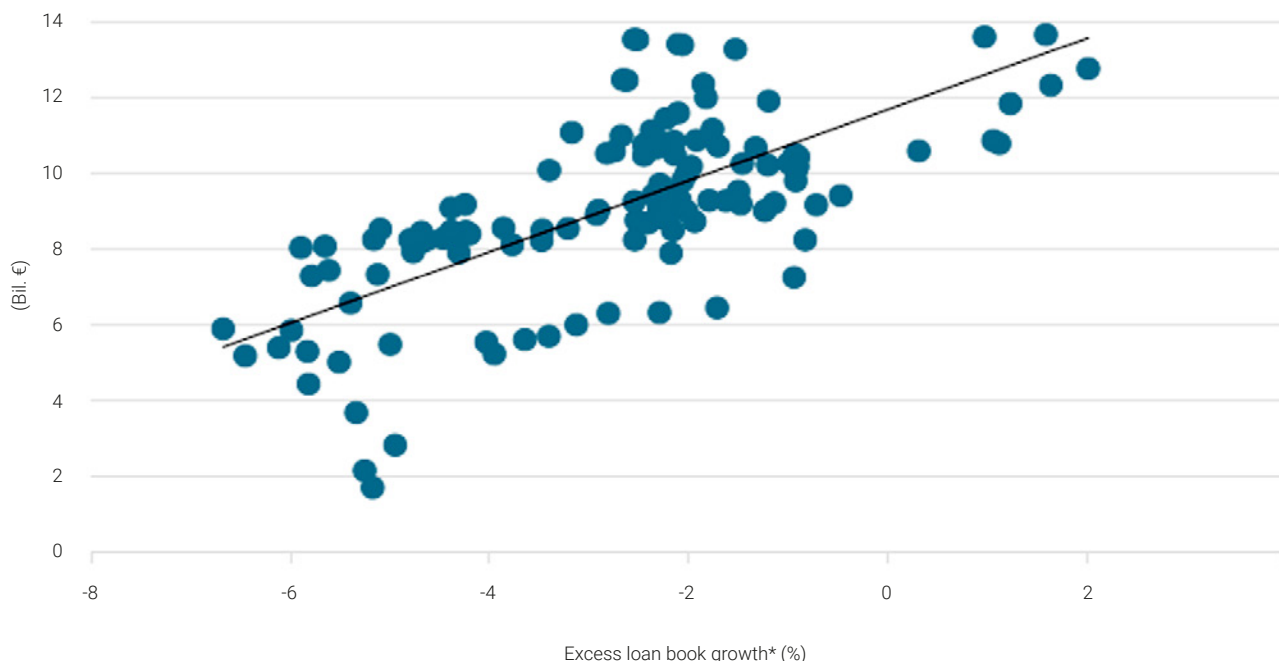
Kraj	Emisja nowych hipotecznych listów zastawnych (mld euro)		Hipoteczne listy zastawne w obiegu (mld euro)		Relacja listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)	
	2010	2022	2010	2022	2010	2022
Austria	3,6	21,6	7,6	74,5	2,6	16,7
Belgia	-	7,7	-	46,2	-	8,4
Czechy	0,7	4,4	8,2	17,9	5,2	6,5
Dania	148,5	149,2	332,5	440,4	136,7	117,1
Finlandia	5,2	11,4	10,1	51,8	5,4	19,4
Francja	51,5	45,9	156,2	244,3	7,8	9,3
Niemcy	42,2	67,3	219,9	281,5	8,6	7,3
Grecja	17,2	-	19,7	10,1	8,8	4,9
Węgry	0,5	0,9	6,3	4,8	6,3	2,8
Irlandia	6,0	-	9,0	11,2	17,3	2,4
Włochy	12,9	20,8	26,9	162,8	1,7	8,5
Holandia	13,7	38,0	40,1	197,0	6,3	20,9
Polska	0,1	0,65	0,5	4,5	0,1	0,7
Portugalia	11,6	3,5	27,7	35,9	15,4	15,0
Słowacja	1,2	3,2	3,4	11,8	5,0	10,4
Hiszpania	51,9	22,3	343,4	189	57,6	14,2
Szwecja	79,9	48,2	188,7	225,2	50,4	40,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

W lipcu 2009 r. Europejski Bank Centralny (EBC) i banki centralne tworzące Eurosystem w celu ożywienia europejskiego rynku obligacji zabezpieczonych, dotkniętego kryzysem po upadku w 2008 r. Lehman Brothers, zaczął kupować na rynku pierwotnym i wtórnym listy zastawne, którymi w tamtym czasie refinansowano około jednej piątej kredytów hipotecznych w strefie euro. W ramach trwającego rok pierwszego programu skupu tych aktywów (ang. Covered Bond Purchase Programme – CBPP1) eu-

ropejskie banki centralne kupiły i trzymały w swoich portfelach do terminu zapadalności listy zastawne o łącznej wartości 60 mld euro. Program ten, jak i następne programy, umożliwił bankom strefy euro powrót do powszechnego wykorzystywania listów zastawnych jako źródła refinansowania udzielanych przez nie kredytów hipotecznych. W listopadzie 2011 r. EBC uruchomił drugi roczny program zakupu listów zastawnych (CBPP2) – na sumę 40 mld euro, ale wartość skupionych listów tym razem

Wykres 1.5. Zależność między emisją listów zastawnych (w mld euro) a nadmiarowym wzrostem pożyczek (loan book growth), zdefiniowanym jako 12-miesięczny wzrost kredytów minus wzrost depozytów



Źródło: A. Farina, M. Escutia, A. South, Covered Bonds Outlook Midyear 2023: Rising Interest Rates Will Test Asset Performance, S&P Global Ratings, 2023, s. 6.

wyniosła tylko 16,2 mld euro⁷⁶. Jego kontynuacją był trzeci program – CBPP3. W odróżnieniu od dwóch poprzednich był to program wieloletni, ciągle modyfikowany, realizowany aż do 2022 r. Tylko w 2020 r. EBC kupił listy zastawne na sumę 72 mld euro, co stanowiło ponad połowę wszystkich wyemitowanych w tym okresie listów. W odpowiedzi na trudności gospodarcze spowodowane pandemią COVID-19 EBC zainicjował dodatkowy program skupu aktywów, w tym listów zastawnych – Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP): obok programu zakupu papierów wartościowych w strefie euro zaczęto transakcje refinansowe - TLTRO i nadzwyczajne operacje finansowe związane z pandemią – PELRTO. Kupowanie przez EBC listów zastawnych zwiększało popyt na te papiery i zachęcało banki do zwiększenia ich emisji. Banki mogły więc uzyskać więcej środków na udzielanie kredytów hipotecznych, co miało pozytywny wpływ na finansowanie inwestycji mieszkaniowych w strefie euro.

Wraz ze wzrostem inflacji i zacieśnianiem się polityki pieniężnej zakupy listów zastawnych przez EBC na rynku pierwotnym i wtórnym zakończyły się.

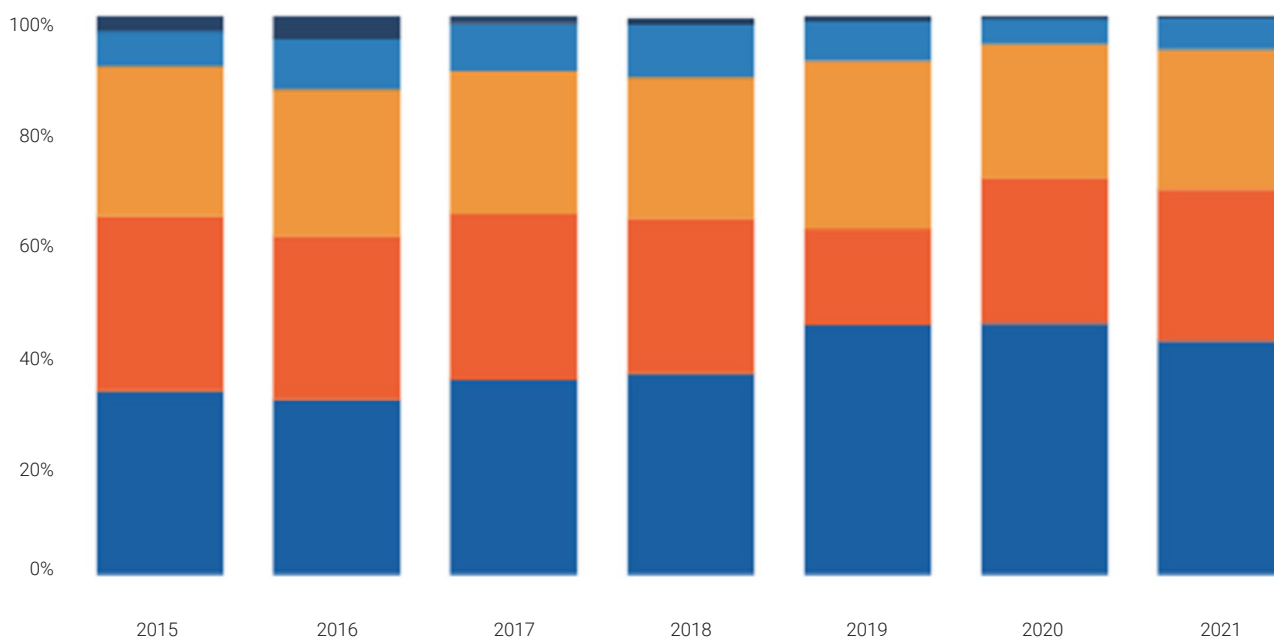
W krajach UE spotyka się kilka modeli emisji listów zastawnych, dla których podstawowym kryterium różnicującym jest rodzaj podmiotu uprawnionego do ich emisji. Ponadto różnią się one pod względem cech strukturalnych listów zastawnych i ich zabezpieczenia, a także instytucji sprawującej nadzór nad rynkiem listów zastawnych. Emitentem listów zastawnych może być⁷⁷:

1. W pełni wyspecjalizowana instytucja emitująca listy zastawne, która ma status prawny banku i w swoim bilansie posiada wyłącznie aktywa stanowiące zabezpieczenie listów zastawnych. Model ten jest stosowany w szczególności we Francji, a poza UE w Norwegii. Kredytodawcą oraz podmiotem obsługującym kwalifikowane aktywa, a także zarządzającym instytucją emitującą listy zastawne jest bank będący podmiotem dominującym. Oznacza to, że znaczna część działalności emitenta jest wykonywana przez podmiot dominujący na zasadzie outsourcingu i w konsekwencji emitent zatrudnia bardzo niewielu pracowników.

⁷⁶ A. Smith, European Central Bank: Covered Bond Purchase Programs, <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1116&context=journal-of-financial-crises>

⁷⁷ Podział i opis modeli oparto na klasyfikacji zaproponowanej w publikacji: O. M. Stöcker, Modele covered bonds w Europie: najistotniejsze elementy stosowanych struktur prawnych, „Finansowanie nieruchomości”, marzec 2012.

Wykres 1.6. Inwestorzy na rynku listów zastawnych (portfele zamówień nowych emisji listów zastawnych w formacie benchmarku dla euro; średnia z całego roku)



Legenda: niebieski – banki; żółty – zarządzający aktywami; pomarańczowy – banki centralne; jasnoniebieski – towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne; czarny – inni inwestorzy

Źródło: Der deutsche Pfandbriefmarkt 2022/2023, Eine Fachthemenreihe der DZ HYP 2022, s. 48.

- Specjalistyczny bank hipoteczny – ten model istniał w Niemczech do 2005 r., a obecnie istnieje w Polsce, Luksemburgu, na Węgrzech i częściowo w Danii. W tym modelu emitent jest też w wąskim zakresie kredytodawcą, ograniczając się do udzielania dużych kredytów hipotecznych firmom (sporadycznie także osobom prywatnym) i kredytów podmiotom sektora budżetowego. Emitent ma status prawny instytucji kredytowej i zatrudnia cały personel wymagany do emisji i działalności kredytowej. Ważną kwestią w tym modelu w aspekcie bezpieczeństwa posiadaczy listów zastawnych na wypadek niewypłacalności emitenta jest wyodrębnienie aktywów stanowiących podstawę emisji listów zastawnych. Wada modelu opartego na specjalistycznym banku hipotecznym to koncentracja ryzyka. Dlatego jego funkcjonowanie musi być obwarowane dodatkowymi regulacjami zabezpieczającymi interesy inwestorów.
- Bank uniwersalny posiadający zezwolenie na emisję listów zastawnych, jak ma to miejsce w Niemczech, Austrii, Szwecji, w Słowenii i Łotwie. Emitent jest tutaj kredytodawcą oraz podmiotem obsługującym i finansującym kwalifikowane i niekwalifikowane aktywa. Aktywa stanowiące podstawę emisji muszą spełniać odpowiednie kryteria. Stanowią one majątek wyłączony z postępowania upadłościowego.
- Bank uniwersalny, który może emitować listy zastawne bez konieczności posiadania zezwolenia na ich emisję, jak ma to miejsce w Bułgarii, Czechach, Grecji, na Litwie, w Portugalii, Hiszpanii i na Słowacji. W tym modelu również aktywa stanowiące podstawę emisji wyłączone są z masy upadłościowej.
- Spółka celowa (SPV), którą wykorzystuje emitent w celu zapewnienia w razie swojej niewypłacalności odrębności aktywów stanowiących podstawę emisji listów zastawnych). Emitent jest tutaj bankiem, który udziela kredytów refinansowanych przez emisję listów zastawnych. Następnie aktywa stanowiące podstawę emisji listów zastawnych przenosi do SPV. Spółka ta nie posiada statusu banku. Gwarantuje ona inwestorom wypłatę kwoty kapitału i odsetek z tytułu listów zastawnych wyemitowanych przez podmiot dominujący. Takie rozwiązanie istnieje we Włoszech, w Holandii i Wielkiej Brytanii.
- Emitent, którym w większości przypadków jest bank współpracujący z wieloma kredytodawcami, w oparciu o przejęte od nich aktywa spełniające określone kryteria emituje listy zastawne. Kredytodawcy pozostają odpowiedzialni za obsługę aktywów stanowiących podstawę emisji. Przeniesienie aktywów może być pełnym pod względem prawnym przeniesieniem własności

**Tabela 1.5.** Przywileje dla listów zastawnych wg grup inwestorów

Inwestorzy	Opis
Wszyscy	Listy zastawne nie uczestniczą w umorzeniu lub konwersji długu.
Banki	Listy zastawne kwalifikują się do LCR Uprzywilejowanie w aspekcie adekwatności kapitałowej.
Assets Manager	Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) mogą inwestować do 25 procent (zamiast 5 procent) swoich aktywów funduszu w listy zastawne tego samego emitenta.
Towarzystwa ubezpieczeniowe	Niższe współczynniki kalkulacji ryzyka spreadu i wyższe limity ryzyka koncentracji.

Źródło: Der deutsche Pfandbriefmarkt 2022/2023, Eine Fachthemenreihe der DZ HYP, 2022, s. 48.

na początku transakcji (Dania, Niemcy), automatycznym przeniesieniem prawnym własności w wypadku niewypłacalności kredytodawcy (Francja) albo niepodważalnym w razie niewypłacalności roszczeniem względem masy upadłościowej (Niemcy).

W przypadku listów zastawnych, w przeciwieństwie do sekurytyzacji, pula aktywów stanowiących zabezpieczenie stanowi zabezpieczenie obligacji, ale pozostaje w bilansie emitenta, a zatem przedterminowa spłata kredytu hipotecznego i niewykonanie zobowiązania zwykle nie mają wpływu na płatności na rzecz inwestorów⁷⁸.

W listy zastawne inwestuje zasadniczo pięć grup inwestorów. W Europie obok banków, listy zastawne kupowały w ostatnich latach firmy ubezpieczeniowe, Europejski Bank Centralny, instytucje zarządzające majątkiem (Vermögensverwalter) oraz towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne.

Oprócz ochrony przed bail-in różne grupy inwestorów korzystają ze specjalnych przywilejów nadzorczych⁷⁹. Wpływają one na atrakcyjność listów zastawnych jako instrumentu inwestycyjnego. Przegląd przywilejów wg różnych grup inwestorów przedstawiono w tablicy 1.5.

1.5. Sekurytyzacja kredytów hipotecznych w Europie

Sekurytyzacja to wtórny rynek kredytów hipotecznych, umożliwiający pozyskiwanie kapitału od inwestorów. W niektórych krajach (np. w USA) dzięki rynkowi wtórnemu zwiększa się ilość kapitału dostępnego na kredyty hipoteczne. Wpływa to na możliwości gospodarstw domowych w zakresie finansowania domu lub mieszkania. Sekurytyzacja, która rozwinęła się głównie w USA doprowadziła do dominacji kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu, które są tradycyjnie preferowane przez amerykańskich nabywców domów⁸⁰. Istotnym powodem chęci banków do udzielania kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu jest to, że banki nie musiały ponosić ryzyka finansowania aktywów długoterminowych środkami krótkoterminowymi, ponieważ generalnie mogły usunąć długoterminowe kredyty hipoteczne ze swojego bilansu⁸¹.

Atrakcyjność papierów sekurytyzacyjnych dla inwestorów prywatnych i instytucjonalnych zależy od jakości portfela aktywów stanowiących podstawę ich emisji. Portfel ten powinien mieć przejrzystą strukturę i charakteryzować się stosunkowo niskim ryzykiem⁸².

78 A. Fuster, D. Lucca, J. Vickery, Mortgage-Backed Securities, Staff Reports, No. 1001, Federal Reserve Bank of New York, February 2022, s. 7.

79 Der deutsche Pfandbriefmarkt 2022/2023, Eine Fachthemenreihe der DZ HYP, 2022, s. 48.

80 Economic and monetary developments, Monthly Bulletin, ECB, August 2009, s. 17.

81 Tamże.

82 Zob. M. Kalasińska, Sekurytyzacja wierzytelności hipotecznych na światowych rynkach [w:] pr. zb. pod red. A. Szelągowskiej, Współczesna bankowość hipoteczna, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 104.

**Tabela 1.6.** Emisja RMBS w latach 2015–2022 (w mln euro)

Kraj	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Belgia	1,216	3636	3668	-	6960	59	-	-
Francja	11362	10360	28212	13630	21810	12150	12352	25583
Niemcy	20487	-	2500	-	-	-	9000	13059
Irlandia	206	4277	4215	15568	5010	5485	15314	6130
Włochy	6589	6760	12860	11940	13586	578	8277	853
Niderlandy	19359	32380	14850	30415	10328	7997	7499	3603
Portugalia	1192	-	-	2266	-	7647	125	331
Hiszpania	9566	20332	15342	683	2884	20366	9033	15194
Szwecja	358	214	313	-	-	-	-	-

Źródło: Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022, s. 175; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023, s. 169.

Współcześnie wskazuje się, że sekurytyzacja nie wywołała światowego kryzysu finansowego (GFC), ale odegrała rolę wzmacniającą.

Najbardziej znanym produktem sekurytyzacji aktywów powstałych w wyniku udzielenia osobom prywatnym kredytów hipotecznych jest RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*). Jest to instrument podobnie jak list zastawny oparty na kredytach hipotecznych, ale nie tak wystandaryzowany.

Emitentem nie jest bank, lecz niezależna od niego spółka specjalnego przeznaczenia. Nabywcy RMBS mają prawo do puli aktywów zabezpieczających emisję, tzn. do przepływów pieniężnych generowanych przez te aktywa. Nie ma jednak zabezpieczenia tak jak w przypadku listów zastawnych na bilansie banku emitującego.

RMBS stanowią w Europie najważniejszy składnik papierów opartych na mechanizmie sekurytyzacji. Co więcej, są one najbardziej płynne. RMBS występują w porównaniu z listami zastawnymi w mniejszej liczbie krajów europejskich. Mniejsza jest też wartość nowych emisji i wartość RMBS pozostających w obiegu. Rynek RMBS jest najbardziej rozwinięty w Holandii, Hiszpanii i we Francji, stanowiąc tam istotne uzupełnienie listów zastawnych.

W ostatnich sześciu latach instrumenty RMBS emitowano tylko w 9 krajach UE. Znaczącymi emitentami były: Irlandia, Francja, Włochy, Hiszpania. Wartość emisji w poszczególnych latach podlegała dużym wahaniom – odnotowano zarówno duże wzrosty, jak i spadki wolumenu RMBS.

W 2022 r. europejski rynek sekurytyzacji stanowił zaledwie 8% wielkości rynku w USA, w porównaniu z 85% w 2008 r.⁸³. Był jednak drugim pod względem wielkości rynkiem sekurytyzacji na świecie. Stany Zjednoczone w przeciwieństwie do Europy nie mają aktywnego rynku listów zastawnych, gdyż łatwy tam jest dostęp do finansowania zabezpieczonego hipotekami za pośrednictwem systemu Federal Home Loan Bank⁸⁴.

Można wskazać następujące powody tego, że sekurytyzacja kredytów hipotecznych w UE nie odgrywa większej roli:

1. brak zainteresowania banków pozyskiwaniem środków poprzez sekurytyzację ze względu na

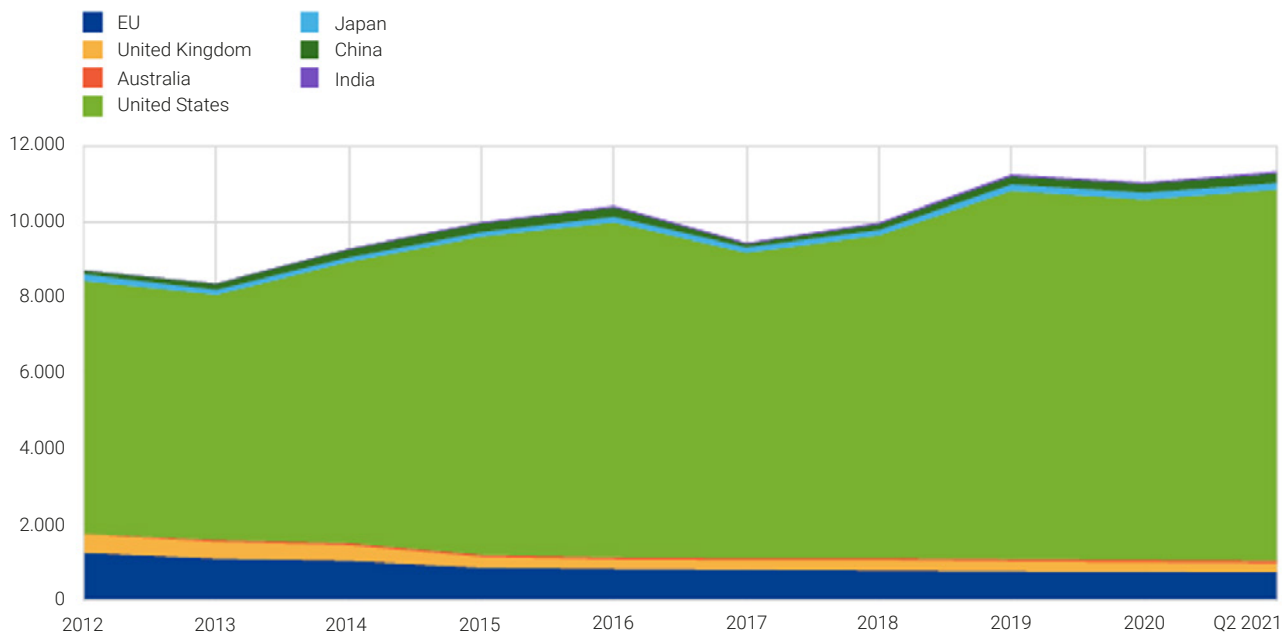
⁸³ L. Noonan, Europe seeks to revive moribund securitisation market, <https://www.ft.com/content/f6ea9a3c-ff8e-4059-b887-d1296bf7fdaa> (dostęp: 11.07.2023)

⁸⁴ B. S. Bernanke, The Future..., op. cit., s. 7.



Wykres 1.7. Sekurytyzacja (wartość) wg krajów w latach 2012–2021

(EUR billions)



Źródło: Monitoring systemic risks in the EU securitisation market, July 2022, s. 20.

- wystarczającą płynność z innych źródeł (pochodzącą głównie z depozytów, które znacznie zwiększyły się podczas pandemii COVID-19);
- utrzymujące się od globalnego kryzysu finansowego odium wokół dłużnych papierów wartościowych opartych na mechanizmie sekurytyzacji;
 - w USA rozwój rynku wspierają instytucje państwowe (np. Fannie Mae);
 - nie ma w Europie zachęt regulacyjnych dla rozwoju sekurytyzacji;
 - europejskie rynki są rozdrobnione i zróżnicowane (pula kredytów hipotecznych musi być jednolita, tymczasem hipoteki nie są jednolite w Europie⁸⁵;
 - rozwój sekurytyzacji marginalizuje list zastawny⁸⁶.
- W Polsce mechanizm sekurytyzacji kredytów hipotecznych nie jest wykorzystywany.

⁸⁵ EU securitisation relaunch: critical political decisions and timing, Eurofi Seminar, February 2022.

⁸⁶ Why didn't Europe securitise more? The institutionalisation of covered bonds as an efficient instrument for financialization, New Political Economy, Routledge, 2023, s. 1.

2. Nowe czynniki wpływające na rozwój rynku kredytów mieszkaniowych i jego refinansowanie w Europie





2.1. Cel 11 zrównoważonego rozwoju i jego znaczenie dla rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych

Wobec olbrzymich wyzwań, którym dzisiaj ludzkość musi stawiać czoła, takich jak zmiany klimatyczne, konflikty zbrojne, problemy ekonomiczne, nierówności społeczne, brak wody, głód, ubóstwo i inne problemy, konieczne jest przejście do zrównoważonego rozwoju.

Zrównoważony rozwój społeczno-gospodarczy (zgodnie z definicją zawartą w art. 3 pkt. 50 ustawy Prawo ochrony środowiska) polega na integrowaniu działań politycznych, gospodarczych i społecznych, z zachowaniem równowagi przyrodniczej oraz trwałości podstawowych procesów przyrodniczych, w celu zagwarantowania możliwości zaspokajania podstawowych potrzeb poszczególnych społeczności lub obywateli zarówno współczesnego pokolenia, jak i przyszłych pokoleń⁸⁷.

W 2015 r. Zgromadzenie Ogólne ONZ przyjęło „agendę na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030” (ang. *The Sustainable Development Agenda*), która zawiera 17 celów⁸⁸ i 169 zadań kierunkowych dla wszystkich państw świata. Celami nadrzędnymi

przy tym są: powszechny pokój i wolność, eliminacja ubóstwa oraz rozwój z zachowaniem równowagi w trzech aspektach: gospodarczym, społecznym i środowiskowym⁸⁹.

Spośród powyższych celów największy wpływ na rynek kredytów mieszkaniowych i jego refinansowanie ma realizacja celu 11, w którym chodzi o zapewnienie ludziom mieszkań w bezpiecznych i rozwijających się w sposób zrównoważony miastach i osiedlach. Według ONZ-Habitat w miastach żyje ponad 50% światowej populacji, wytwarza się 70% globalnego PKN, konsumuje 60% energii i generuje 70% wszystkich odpadów⁹⁰. Niemal za połowę zużycia energii na świecie odpowiadają domy mieszkalne i budynki komercyjne, których w UE jest łącznie ok. 220 mln sztuk. Zużycie energii na budowę i eksploatację domów można zmniejszyć dzięki stosowaniu energooszczędnych technologii, a emisję gazów cieplarnianych w miastach zredukować, przechodząc na energię odnawialną. Działania w tym kierunku mogą stymulować banki za pomocą instrumentów polityki kredytowej.

Jednym z największych wyzwań współczesnego świata jest konieczność ograniczenia globalnego ocieplania się klimatu, które jest przyczyną anomalii pogodowych: huraganów, powodzi i długotrwałych susz. Powodują one śmierć wielu istot ludzkich, olbrzymie straty w gospodarce, zmuszają miliony ludzi do emigracji i pchają państwa do wojen o terytoria zdadne do zamieszkania.

W związku z postępującymi zmianami klimatycznymi na Ziemi rządy 195 państw podczas konferencji Narodów Zjednoczonych w Paryżu (stąd mamy Porozumienie Paryskie) w grudniu 2015 r. zawarły porozumienie w celu zatrzymania globalnego ocieplenia maksymalnie o 1,5°C ponad poziom sprzed epoki przemysłowej. Docelowo krajowe gospodarki mają emitować tylko taką ilość gazów cieplarnianych, jaką przyroda i nowe technologie ich pochłaniania będą w stanie ściągać z powietrza⁹¹.

87 Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. Prawo ochrony środowiska (Dz.U. z 2021 r. poz. 1973).

88 Przyjęto następujące cele: 1). Wyeliminować ubóstwo we wszystkich jego formach na całym świecie; 2). Wyeliminować głód, osiągnąć bezpieczeństwo żywnościowe i lepsze odżywianie oraz promować zrównoważone rolnictwo; 3). Zapewnić wszystkim ludziom w każdym wieku zdrowe życie oraz promować dobrobyt; 4). Zapewnić wszystkim edukację wysokiej jakości oraz promować uczenie się przez całe życie; 5). Osiągnąć równość płci oraz wzmocnić pozycję kobiet i dziewcząt; 6). Zapewnić wszystkim ludziom dostęp do wody i warunków sanitarnych poprzez zrównoważoną gospodarkę zasobami wodnymi; 7). Zapewnić wszystkim dostęp do stabilnej, zrównoważonej i nowoczesnej energii po przystępnej cenie; 8). Promować stabilny, zrównoważony i inkluzywny wzrost gospodarczy, pełne i produktywnie zatrudnienie oraz godną pracę dla wszystkich ludzi; 9). Budować stabilną infrastrukturę, promować zrównoważone uprzemysłowienie oraz wspierać innowacyjność; 10). Zmniejszyć nierówności w krajach i między krajami; 11). Uczynić miasta i osiedla ludzkie bezpiecznymi, stabilnymi, zrównoważonymi oraz sprzyjającymi włączeniu społecznemu; 12). Zapewnić wzorce zrównoważonej konsumpcji i produkcji; 13). Podjąć pilne działania w celu przeciwdziałania zmianom klimatu i ich skutkom; 14). Chronić oceany, morza i zasoby morskie oraz wykorzystywać je w sposób zrównoważony; 15). Chronić, przywrócić oraz promować zrównoważone użytkowanie ekosystemów lądowych, zrównoważone gospodarowanie lasami, zwalczanie pustoszenia, powstrzymywanie i odwracanie proces degradacji gleby oraz powstrzymać utratę różnorodności biologicznej; 16). Promować pokojowe i inkluzywne społeczeństwa, zapewnić wszystkim ludziom dostęp do wymiaru sprawiedliwości oraz budować na wszystkich szczeblach skuteczne i odpowiedzialne instytucje, sprzyjające włączeniu społecznemu; 17). Wzmocnić środki wdrażania i ożywić globalne partnerstwo na rzecz zrównoważonego rozwoju (zob. <https://www.un.org.pl>).

89 Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne w dniu 25 września 2015 r., https://www.un.org/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf (dostęp: 11.07.2023).

90 A. Augustyn, Zrównoważony rozwój miast w świetle idei Smart City, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2020, s. 11.

91 Szerzej: T. Adamczewski, A. Kassenberg, M. Popkiewicz, Przyjazny rozwój Polski. Ludziom-gospodarcze-środowisku, raport merytoryczny, Instytut na rzecz Ekorozwoju, <https://www.wwf.pl/sites/default/files/2020-03/przyjazny-rozwoj-polski.pdf> (dostęp: 27.07.2023).

W krajach UE aż za około 40% całkowitego zużycia energii odpowiadają budynki mieszkalne i komercyjne, które generują około 36% całkowitej emisji CO₂. Według danych podawanych przez Komisję Europejską 35% budynków ma ponad 50 lat, a 75% zasobów budowlanych jest nieefektywnie energetycznie⁹². Aby poprawić tę sytuację, konieczne jest zmniejszenie zużycia energii na ogrzewanie budynków i przejście na energię odnawialną, co wymaga dużych nakładów na energooszczędne inwestycje budowlane.

Kluczowym elementem zrównoważonej gospodarki mieszkaniowej jest zrównoważone budownictwo mieszkaniowe, które przy budowie, remontach i eksploatacji substancji mieszkaniowej uwzględnia aspekty ekologiczne, gospodarcze, społeczne i kulturalne. Zainstalowanie na dachu budynku baterii fotowoltaicznych z akumulatorem pozwala pokryć nawet w dwóch trzecich zapotrzebowanie gospodarstwa domowego na prąd i ogrzewanie. W celu redukcji zużycia energii i emisji gazów cieplarnianych wykorzystuje się przydatne materiały z rozbiórki i polepsza się izolacyjność i szczelność budynków, przy czym szczególnie pożądane są naturalne materiały izolacyjne: wełna owcza, trawa morska, trzcina, słoma, miękkie włókna drzewne itp. Przedsięwzięcia te ze względu na wysokie koszty wymagają zaangażowania publicznych i prywatnych środków finansowych. Ważnymi instrumentami finansowania zrównoważonego budownictwa są zielone kredyty i zielone obligacje, w tym listy zastawne.

Przykładowo w Niemczech w celu wspierania zrównoważonego budownictwa mieszkaniowego podmioty z branży budowlanej i mieszkaniowej założyły Stowarzyszenie na rzecz Promocji Zrównoważonego Rozwoju w Budownictwie Mieszkaniowym (w skrócie NaWoh). Nadaje ono budynkom o wysokiej jakości i trwałości znak jakości „Zrównoważone mieszkalnictwo”, który posiada wysokie walory marketingowe⁹³. Certyfikacją budynków pod kątem zrównoważonego rozwoju w Europie zajmują się też inne instytucje.

Zrównoważone, a przede wszystkim energooszczędne budownictwo będzie ważnym czynnikiem stymulującym zielone kredyty hipoteczne.

Już nawet w perspektywie średniookresowej (kilkuletniej) udział zielonych pożyczek w nowo udzielanych kredytach hipotecznych (mieszkaniowych) będzie znaczący.

Posługując się pojęciem zielonych kredytów hipotecznych, mamy na myśli kredyt hipoteczny, który „zawiera zachętę dla ludzi do zakupu energooszczędnej nieruchomości lub poprawy efektywności energetycznej istniejącej nieruchomości. Zachęty są różne, ale zazwyczaj obejmują niższą w stosunku do stałej stawki lub zwrot gotówki płatny po zakończeniu ulepszenia”⁹⁴.

Rozwój rynku zielonych kredytów mieszkaniowych jest niezwykle ważny w kontekście osiągnięcia celów klimatycznych i dekarbonizacji gospodarki. Przypomnijmy, że Parlament Europejski „zatwierdził europejskie prawo o klimacie 24 czerwca 2021 r., dzięki czemu cel redukcji emisji o 55% do 2030 r. oraz cel neutralności klimatycznej do 2050 r. stały się prawnie wiążące, przybliżając UE do jej celu dotyczącego ujemnych emisji po 2050 r. i potwierdzając jej wiodącą rolę w globalnej walce ze zmianą klimatu”⁹⁵.

Z opracowania OECD wynika, że „zielone kredyty hipoteczne mogą przynieść korzyści zarówno instytucjom finansowym, jak i gospodarstwom domowym, obniżając ryzyko kredytowe i oferując niższe stopy procentowe”⁹⁶. „Zielone kredyty hipoteczne mogą obniżyć ryzyko kredytowe, ponieważ lepsza charakterystyka energetyczna zwiększa wartość nieruchomości i zmniejsza ryzyko płatności dla gospodarstw domowych, ponieważ zmniejsza ich miesięczne wydatki na energię”⁹⁷.

Wzrost wydajności poprawia również pozycję zabezpieczeń bankowych, a badania wykazały wyraźną premię za efektywność energetyczną przy sprzedaży nieruchomości⁹⁸. Związek ten może się nasilić wraz ze wzrostem cen energii i rosnącą troską o środowisko⁹⁹.

92 Gry społeczne poprawiają efektywność energetyczną w budynkach użyteczności publicznej, <https://cordis.europa.eu/article/id/234882-social-gaming-for-better-energy-efficiency-in-public-buildings/pl> (dostęp: 27.07.2023).

93 Hintergrundinformationen zu der Neubauförderung für EH 40, <https://www.nawoh.de/hintergrundinformationen-zu-der-neubauforderung-fuer-eh-40-nh> (dostęp: 11.07.2023).

94 The FCA's view of green mortgages, <https://www.fca.org.uk/news/speeches/fca-view-green-mortgages> (dostęp: 11.07.2023).

95 Zielony Ład: klucz do neutralnej klimatycznie i zrównoważonej UE, <https://www.europarl.europa.eu/news/pl/headlines/priorities/zmiana-klimatu/20200618ST081513/zielony-lad-klucz-do-neutralnej-klimatycznie-i-zrownowazonej-ue> (dostęp: 11.07.2023).

96 F. van Hoenselaar, B. Courneade, F. de Pace, V. Ziemann, Mortgage Finance across OECD Countries, Economics Department Working Papers, No. 1693, ECO/WKP(2021)44, OECD, s. 22.

97 Tamże.

98 D. Lambert, P. Lyons, J. Carroll, Going Green, The Growth in Green Mortgage Financing in Ireland, Central Bank of Ireland, s. 2.

99 Tamże.



Przewidywany w najbliższych latach wzrost wolumenu zielonych hipotek będzie stymulował zielone refinansowanie. Udział zielonych listów zastawnych powinien ulec zwiększeniu.

2.2. Wzrost stóp procentowych na unijnym rynku kredytów mieszkaniowych

Ważnym czynnikiem zmieniającym warunki rozwoju rynków kredytów mieszkaniowych w krajach UE jest wzrost stóp procentowych. Gwałtowna inflacja w latach 2021–2022, napędzana m.in. przez kryzys energetyczny, zmusiła banki centralne do gwałtownego podniesienia stóp procentowych. Tym samym skończył się wieloletni okres taniego pieniądza.

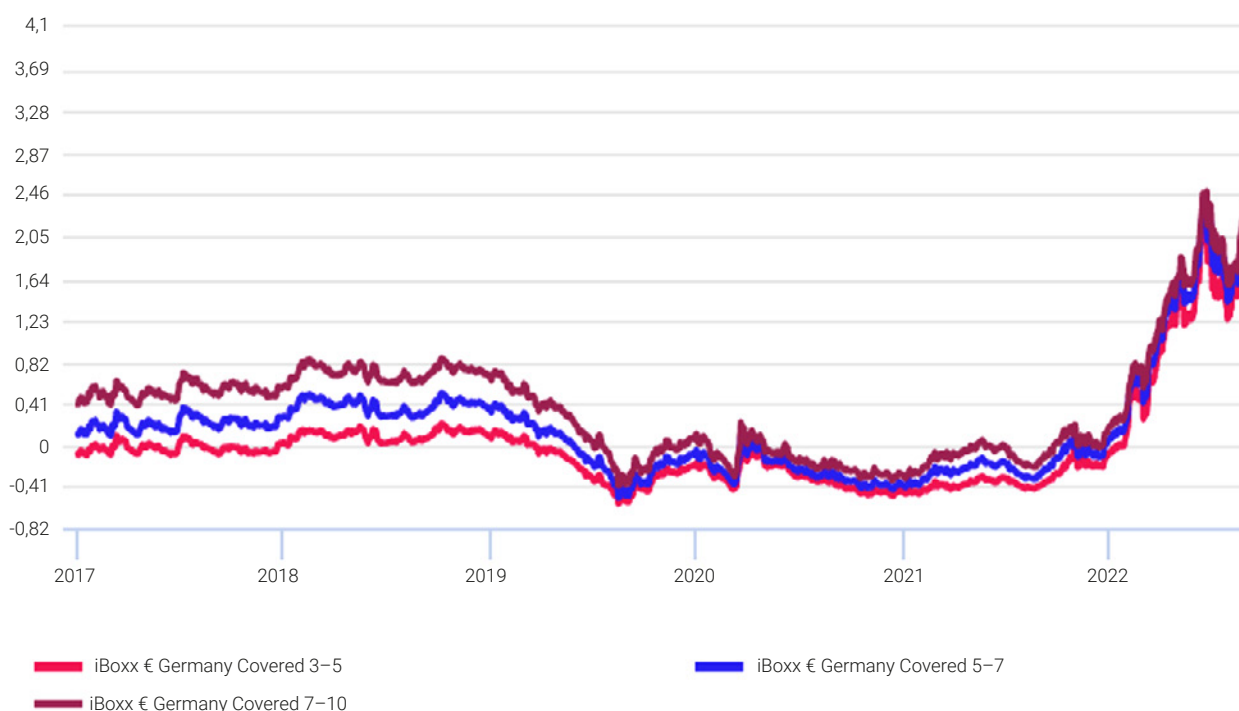
Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w krajach UE przez wiele lat aż do roku 2021, stopniowo malało. Odwrócenie tej tendencji nastąpiło w 2022 r., np. w Niemczech w 2022 r. średnia stopa procentowa dla oprocentowania stałego na okres pięciu lat wynosiła 2,42% (w 2021 r. 5,04%), a na okres 10 lat i dłuższy 2,65% (w 2021 r. 1,26%), zaś w lutym 2023 r. już odpowiednio 3,69% i 3,74%. Główną przyczyną zwiększenia oprocentowania kredytów mieszkaniowych jest wzrost inflacji w następstwie pandemii COVID-19, ze-

rwania międzynarodowych łańcuchów dostaw i konsekwencji gospodarczych wojny na Ukrainie. W warunkach rosnącej inflacji rosną stopy procentowe banku centralnego oraz stopy na rynku pieniężnym i kapitałowym, co jest przesłanką wzrostu oprocentowania kredytów w bankach uniwersalnych i hipotecznych. Oprocentowanie rośnie też dlatego, że podaż kredytów nie nadąża za rosnącym na nie popytem z powodu braku kapitału regulacyjnego w bankach i środków na refinansowanie udzielonych kredytów.

Wyższe oprocentowanie kredytów hipotecznych przekłada się na wyższe przychody odsetkowe banków udzielających tych kredytów, ale najczęściej towarzyszą temu wyższe koszty refinansowania przez banki kredytów hipotecznych. Oprocentowanie „nowych” lokat terminowych zarówno dla przedsiębiorstw niefinansowych, jak i gospodarstw domowych wzrosło od początku cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, podczas gdy oprocentowanie depozytów jednodniowych pozostało stosunkowo sztywne¹⁰⁰. Wyższe stopy procentowe wpływają

100 M. Grodzicki, B. Klaus, C. Pancaro, A. Reghezza, Euro area bank deposit costs in a rising interest rate environment, Financial Stability Review, May 2023, https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2023/html/ecb.fsrbox202305_04~7fbb3af52c.en.html (dostęp: 11.07.2023).

Wykres 2.1. Rentowność niemieckich listów zastawnych w latach 2017–2023



Źródło: <https://www.pfandbrief.market/en/category/charts-en/> (dostęp: 7.08.2023).

**Tabela 2.1.** Oprocentowanie kredytów hipotecznych w krajach UE w latach 2008–2022

Kraj	2008	2010	2015	2018	2019	2020	2021	2022
Austria	5,32	2,71	2,02	1,84	1,63	1,34	1,20	1,87
Belgia	5,09	3,59	2,49	1,91	1,78	1,57	1,46	2,14
Bułgaria	8,26	8,47	5,89	4,64	3,51	3,52	2,27	3,11
Chorwacja	5,78	6,32	5,07	3,52	3,07	2,93	2,65	2,55
Cypr	5,97	4,73	3,59	2,41	2,12	2,10	2,17	2,55
Czechy	5,51	4,90	2,33	2,49	2,62	2,25	2,25	4,61
Dania	5,77	2,17	1,09	0,81	0,66	0,69	0,69	1,29
Estonia	5,82	3,50	2,25	2,59	2,54	2,48	2,15	2,68
Finlandia	5,0	1,98	1,35	0,86	0,73	0,69	0,77	3,30
Francja	5,84	3,42	2,32	1,55	1,36	1,26	1,15	1,47
Niemcy	5,22	3,69	1,95	1,87	1,52	1,25	1,26	2,33
Grecja	4,81	3,68	2,62	3,01	3,11	2,87	2,77	3,14
Węgry	10,91	10,88	6,21	4,43	4,86	4,56	4,43	7,35
Irlandia	5,17	3,13	3,49	3,01	2,93	2,81	2,73	2,71
Włochy	5,09	2,97	2,50	1,89	1,44	1,25	1,40	3,01
Łotwa	7,02	4,13	3,18	2,82	2,67	2,62	2,38	2,94
Litwa	5,83	3,70	1,88	2,22	2,37	2,33	2,16	2,76
Luksemburg	4,90	2,16	1,86	1,75	1,53	1,34	1,32	2,12
Malta	3,84	3,43	2,99	2,71	2,58	2,60	2,73	2,87
Holandia	3,34	4,52	2,93	2,40	2,27	1,89	1,70	b.d.
Polska	8,05	6,48	4,40	4,40	4,32	3,47	3,06	7,70
Portugalia	5,42	2,43	2,38	1,38	1,10	0,80	0,83	3,24
Rumunia	6,67	5,31	3,99	5,16	3,45	5,12	4,12	5,15
Słowacja	6,2	5,21	2,72	1,54	1,35	1,12	0,98	1,93
Słowenia	6,73	3,34	2,53	2,31	2,32	2,28	2,11	3,65
Hiszpania	5,67	2,53	2,24	1,97	1,99	1,73	1,49	1,96
Szwecja	5,25	2,39	1,60	1,50	1,52	1,48	1,35	2,34

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2020. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, November 2020, s. 152; Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022, s. 152; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023, s. 146.



również na rynek listów zastawnych. Z perspektywy inwestorów pod wpływem wzrostu stóp procentowych nastąpił wzrost atrakcyjności rynku listów zastawnych w Europie. Jest to ważny czynnik rozwoju tej formy refinansowania kredytów hipotecznych w Europie, ponieważ listy zastawne są z definicji mało dochodowym aktywem dla inwestorów. Ich głównym atutem jest wysokie bezpieczeństwo. Z drugiej jednak strony wzrost stóp procentowych (przy zmiennym oprocentowaniu kredytów mieszkaniowych) powoduje wzrost obciążeń kredytobiorców, co może na niektórych rynkach doprowadzić do problemów z obsługą kredytów i pogorszyć jakość aktywów zabezpieczających. Wzrost stóp procentowych powoduje również podrożenie kredytu i ograniczenie popytu na kredyty mieszkaniowe. Kredyt tymczasem jest jedną ze stymulant wzrostu cen mieszkań i domów. Ograniczenie popytu na kredyt może spowodować spadek cen nieruchomości mieszkaniowych, a to oznacza spadek wartości zabezpieczeń kredytów hipotecznych, co z pewnością, jeśli ten spadek byłby duży, nie byłoby korzystne dla posiadaczy listów zastawnych.

Po okresie ujemnej rentowności (lata 2019–2021) listy zastawne stały się pod wpływem podwyżek stóp procentowych bardziej atrakcyjne dla inwestorów. Nieprzypadkowo wzrósł popyt na listy zastawne ze strony firm ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i banków¹⁰¹. Fakt, że listy zastawne muszą być zabezpieczone stosunkowo niewielkim kapitałem własnym tych grup inwestorów, a jednocześnie ponownie generować solidne zyski, sprawia, że papiery te wydają się obecnie szczególnie interesujące w świetle dotychczasowego doświadczenia¹⁰².

2.3. Operacje TLTRO i wpływ ich wygaszania na rynek listów zastawnych w strefie euro

W latach 2014–2022, czyli prawie przez dekadę, w strefie euro były realizowane ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące TLTRO (*Targeted Longer Terms Refinancing Operations*). Stanowiły one uzupełniający do skupu aktywów przez Europejski Bank Centralny (EBC) filar luzowania ilościowego (QE) w strefie euro. Zostały one ogłoszone w czerwcu

2014 r. w kontekście powolnego wzrostu gospodarczego, słabych perspektyw inflacji oraz ograniczonej dynamiki monetarnej kredytowej w strefie euro¹⁰³.

Europejski Bank Centralny za pomocą transakcji TLTRO udzielał bankom komercyjnym pożyczek po niskich kosztach na dłuższe terminy (do czterech lat), zachęcając je tą drogą do pożyczania pieniędzy firmom i konsumentom ze strefy euro. Pozwalało to kredytobiorcom utrzymać koszty finansowania na niskim poziomie i pobudzało spożycie i inwestycje. Ten rozszerzony dostęp do taniego pieniądza pomógł zapobiec kryzysowi kredytowemu, który mógłby doprowadzić do poważnej recesji w strefie euro.

Kwoty środków uzyskane przez banki komercyjne w ramach TLTRO miały pobudzać akcję kredytową, z wyłączeniem kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych¹⁰⁴.

TLTRO różniły się od podstawowych operacji refinansujących banku centralnego następującymi cechami¹⁰⁵:

1. ich celem było utrzymanie lub zwiększenie udzielania kredytów przedsiębiorstwom i konsumentom,
2. były to operacje warunkowe,
3. w ramach operacji TLTRO przyznawano finansowanie na dłuższe terminy.

Były to transakcje typu repo (transakcje warunkowego zakupu aktywów), tzn. banki mogły otrzymać tani kredyt od EBC pod zastaw określonych aktywów i pod warunkiem, że otrzymane środki przeznaczą na udzielenie pożyczek przedsiębiorstwom i konsumentom, ale z wyłączeniem pożyczek mieszkaniowych. Im większy miały one portfel kredytów przez uruchomieniem operacji TLTRO, tym więcej mogły zaciągać pożyczek w EBC w ramach tego mechanizmu.

101 Zob. P. Jäger, Covered bonds: Back in favor with investors, 2022, <https://www.pfandbrief.market/en/covered-bonds-back-in-favor-with-investors/> (dostęp: 20.07.2023).

102 Tamże.

103 D. C. Andreeva, M. Garcia-Posada, The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition, Working Paper Series No 2364, 2020, s. 4.

104 A. Afonso, J. Sousa-Leite, The Transmission of unconventional monetary policy to bank credit supply: evidence from the TLTRO, Working Paper 2019, Banco de Portugal, s. 4.

105 <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.pl.html> (dostęp: 27.07.2023).

Pożyczki uzyskiwane przez banki od EBC były zabezpieczone aktywami kwalifikowanymi, m.in. listami zastawnymi. 30–40% wszystkich zabezpieczeń stanowiły nowe kredyty udzielone przez banki swoim klientom.

Pożyczki z mechanizmu TLTRO były spłacane po czterech latach, czyli miały późniejszy termin zapadalności niż konwencjonalne instrumenty płynnościowe EBC, co zapewniało bankom stabilne i pewne finansowanie.

EBC uruchomił trzy serie takich operacji: TLTRO I w 2014 r., TLTRO II w 2016 r. i TLTRO III w 2019 r.¹⁰⁶

Programy TLTRO I i II zostały uruchomione w środowisku determinowanym przez czynniki ekonomiczne. Podstawowe znaczenie miała deflacja. O ich dalszej kontynuacji (program TLTRO III) zdecydowały czynniki pozaekonomiczne.

Program TLTRO III po odpowiednim dostosowaniu do warunków kryzysu gospodarczego wywołanego przez pandemię COVID-19 stała się ważnym instrumentem złagodzenia jego skutków. Pożyczki w ramach programu TLTRO były udzielane do połowy 2021 r. Mają one być w całości spłacone do połowy 2024 r. W połowie 2021 r. nierozliczony wolumen pożyczek TLTRO wynosił 2,2 bln euro. Pożyczki te odpowiadają w jednej czwartej za wzrost aktywów EBC do astronomicznej sumy 9 bln euro¹⁰⁷.

Programy TLTRO znacznie ograniczyły emisję listów zastawnych w strefie euro, ponieważ banki mając dostęp do taniego pieniądza w ramach tych programów, nie były zainteresowane pozyskiwaniem środków z emisji listów zastawnych na szerszą skalę. Banki inwestujące w listy zastawne nie pozbywały się już posiadanych listów ze względu na ich wykorzystanie jako zastawu pod pożyczki TLTRO. Wygaszanie programów TLTRO spowodowało ponowne zainteresowanie banków w strefie euro listami zastawnymi. Widoczne to było w 2022 r., kiedy to duże wykupy przez banki TLTRO zostały zastąpione listami zastawnymi.

106 Tamże.

107 Easy come, easy go. The impact of quantitative tightening on money, credit and market plumbing in the Eurozone, Allianz Research, 8 March 2023, s. 4.

2.4. Spowolnienie gospodarcze i wzrost ryzyka geopolitycznego w wyniku agresji rosyjskiej na Ukrainę

W krajach UE w 2020 r., podobnie jak w innych państwach na świecie, zaledwie 11 lat od globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego (lata 2008–2009) wystąpił kryzys wywołany czynnikami pozaekonomicznymi (pandemia COVID-19), które doprowadziły do drastycznych ograniczeń o charakterze popytowo-podażowym, co w rezultacie doprowadziło do spadku PKB w UE. W 2020 r. unijny PKB skurczył się o 5,6%.

Rok 2022 to z kolei rok, kiedy nastąpił istotny wzrost inflacji, co doprowadziło do podwyżek stóp procentowych banków centralnych na świecie.

Sytuacja w poszczególnych krajach UE w zakresie dynamiki PKB, i stopy inflacji i stopy bezrobocia jest bardzo zróżnicowana.

Główną przyczyną ostatniego kryzysu była pandemia, która spowodowała zerwanie globalnych łańcuchów dostaw i lockdown, który sparaliżował kilka sektorów życia gospodarczego. Podczas pandemii w wielu krajach rozwiniętych do rekordowego poziomu wzrosły ceny mieszkań, do czego przyczyniły się olbrzymie środki publiczne na ratowanie firm, które ucierpiały z powodu lockdownu i wzrost popytu na mieszkania przy ograniczonej podaży mieszkań spowodowanej brakiem materiałów budowlanych i niedoborem pracowników na budowach domów. Równolegle rosły ceny innych dóbr materialnych i usług. Problemy gospodarcze większości krajów UE od 2022 r. pogłębiają wysokie koszty energii, materiałów i surowców spowodowane wojną w Ukrainie, skąd importowano duże ilości stali i cementu.

W 2022 r. w związku z gwałtownym wzrostem inflacji w wielu krajach banki centralne zaczęły podnosić stopy procentowe, co szybko przełożyło się na wzrost kosztów kredytów mieszkaniowych – średnie oprocentowanie tych kredytów w krajach rozwiniętych wzrosło z 2,8% w styczniu 2022 r. do 6,8% pod koniec roku, Szczególnie boleśnie odczuli to kredytobiorcy w krajach, w których dominują kredyty o zmiennym oprocentowaniu. Jeżeli oprocentowanie kredytów będzie utrzymywać się na wysokim poziomie, to osłabnie zainteresowanie kredytami mieszkaniowymi, w efekcie spadnie też popyt na mieszkania finansowane kapitałem obcym i należy spodziewać się spadku cen nieruchomości mieszkaniowych.

**Tabela 2.2.** Dynamika wzrostu PKB i stopa inflacji na świecie i w krajach UE w kolejnych latach

Lata	2005-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2028*
PKB (w %)												
Świat	3,9	3,4	3,3	3,8	3,6	2,8	-2,8	6,3	3,4	2,8	3,0	3,0
UE	1,1	2,5	2,0	3,0	2,3	2,0	-5,6	5,6	3,7	0,7	1,7	1,7
Stopa inflacji CPI (w %)												
UE	2,1	0,1	0,1	1,6	1,9	1,4	0,7	2,9	9,3	6,3	3,3	2,0

* Wielkości prognozowane

Źródło: IMF 2023, *World Economic Outlook. A Rocky Recovery*, Washington 2023, s. 142, 144.**Tabela 2.3.** Tempa wzrostu PKB, stopa inflacji i stopa bezrobocia (w %)

Kraje	PKB			Stopa inflacji (CPI)			Stopa inflacji		
	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*	2022	2022*	2023*
Strefa euro	3,5	0,8	1,4	8,4	5,3	2,9	6,8	6,8	6,2
Niemcy	1,8	-0,1	1,1	8,7	6,2	3,1	3,1	3,3	3,3
Francja	2,6	0,7	1,3	5,9	5,0	2,5	7,3	7,4	7,3
Włochy	3,7	0,7	0,8	8,7	4,5	2,6	8,1	8,3	8,4
Hiszpania	5,5	1,0	2,0	8,3	4,3	3,2	12,9	12,6	12,4
Niderlandy	4,5	1,0	1,2	11,6	3,9	4,2	3,5	3,9	4,2
Polska	4,9	0,3	2,4	14,4	11,9	6,1	2,9	3,2	3,5
Dania	3,6	0,0	1,0	8,5	4,8	2,8	4,5	5,1	5,1

*Wielkości prognozowane

Źródło: IMF 2023, *World Economic Outlook. A Rocky Recovery*, Washington 2023, s. 36.

Ze względu na wielość determinant rozwoju gospodarczego trudno jest określić, jak będzie przebiegał rozwój gospodarczy w przyszłości. Do oceny przyszłej sytuacji gospodarczej służy wskaźnik nastrojów (Economic Sentiment Indicator – ESI)¹⁰⁸. Składa się on z pięciu cząstkowych indeksów dotyczących nastrojów w przemyśle, usługach, handlu detalicznym, budownictwie i konsumpcji, które mają różne wagi. Wskaźnik powyżej 100 sygnalizuje pozytywny rozwój w najbliższych latach, a poniżej 100 negatywny. Komisja Europejska podała, że w grudniu 2023 r. średni wskaźnik ESI dla strefy euro wynosił 96,4, najwyższy był w Chorwacji, a najniższy w Finlandii.

Według Ch. Lagarde, prezes Europejskiego Banku Centralnego, UE w 2023 r. musi stawić czoła trzem wielkim wyzwaniom:

1. utrzymać silną pozycję w handlu światowym, ponieważ kraje UE 35% swojej produkcji kierują na rynki pozaunijne;
2. w większym niż dotychczas stopniu opierać swój rozwój na własnych zasobach materialnych;
3. stłumić inflację, aby jej poziom nie odbiegał od celu inflacyjnego, czyli nieznacznie poniżej 2%¹⁰⁹.

108 Więcej: <https://data.europa.eu/data/datasets/c04buuz6wxiqgjkhpwlg?locale=pl> (dostęp: 2.01.2024).

109 Ch. Lagarde, New challenge in a changing world, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230123_1~2d9786eedf.de.html (dostęp: 11.07.2023).

**Tabela 2.4.** Wskaźnik nastrojów gospodarczych w krajach UE (grudzień 2023 r.)

Kraj	Wskaźnik ESI
Malta	104,5
Chorwacja	109,2
Grecja	105,8
Włochy	97,0
Hiszpania	101,2
Cypr	103,9
Bułgaria	107,4
Portugalia	96,3
Rumunia	102,4
Strefa euro	96,3
Holandia	94,9
Węgry	97,8
Łotwa	96,0
Słowenia	96,2
Litwa	99,3
Francja	95,6
Belgia	95,7
Estonia	80,6
Słowacja	95,1
Polska	98,8
Luksemburg	90,1
Austria	84,1
Czechy	91,3
Finlandia	82,4
Szwecja	85,6

Źródło: Eurostat ([https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teibs010/default/table?lang=en#:~:text=The%20economic%20sentiment%20indicator%20\(ESI,EU%20and%20euro%20area%20levels\).](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teibs010/default/table?lang=en#:~:text=The%20economic%20sentiment%20indicator%20(ESI,EU%20and%20euro%20area%20levels).))



W warunkach spowolnienia gospodarczego rządy i gospodarstwa domowe mogą przeznaczyć mniej pieniędzy na poprawę sytuacji mieszkaniowej. Potrzeby mieszkaniowe społeczeństwa są więc zaspakajane wolniej niż w okresie dobrej koniunktury. Brak jest wiarygodnych danych statystycznych na temat luki mieszkaniowej w krajach UE, którą rozumie się jako różnicę między liczbą gospodarstw domowych a liczbą dostępnych mieszkań. Skrajnym wyrazem braku mieszkań jest bezdomność, która w największym stopniu występuje na południu Europy. Liczbę ludzi żyjących na ulicy tylko w południowych krajach UE szacuje się na 150–200 tys. Do tego dochodzi 200 tys. bezdomnych emigrantów i następne 200 tys. osób mieszkających w namiotach lub przyczepach samochodowych. Wśród licznych przyczyn bezdomności wymienia się brak mieszkań socjalnych, bezrobocie i wysokie koszty wynajmu mieszkania¹¹⁰.

W Polsce choć w ostatnich ośmiu latach zbudowano półtora miliona nowych mieszkań, brakuje ponad milion mieszkań. Statystycznie liczba mieszkań – 15,2 mln (2021 r.) jest o 800 tys. większa od liczby gospodarstw domowych, ale dane te nie uwzględniają uchodźców, imigrantów i studentów wynajmujących mieszkania. O pokryciu popytu na mieszkania nie świadczy też fakt, że w naszym kraju znajduje się według danych GUS 1,8 mln pustostanów, co stanowi niemal 12% wszystkich lokali, z czego ok. 200 tys. w Warszawie. Nikt nie wie, ile dokładnie pustych lokali nadawałoby się do wykorzystania. Na pustostany składają się bowiem bardzo zróżnicowane lokale: stare mieszkania, których remont byłby droższy od wybudowania nowych, mieszkania użytkowane tylko w sezonie turystycznym, nieruchomości przeznaczone na wynajem lub sprzedaż, dla których nie znaleziono jeszcze klientów, pozostawione lokale po osobach, które wyjechały za granicę, budynki opuszczone w ubogich gminach itp. Wśród pustostanów znajdują się też mieszkania komunalne, często w złym stanie, na remont których brakuje pieniędzy. O niezaspokojonych potrzebach mieszkaniowych świadczy relatywnie niski wskaźnik liczby mieszkań na 1000 mieszkańców (413) i późny wiek, w którym Polak otrzymuje samodzielne mieszkanie.

Rosyjska agresja na Ukrainę i wojna na pełną skalę uwiaryściły znaczenie niedocenianego ryzyka

geopolitycznego. Wojna na Ukrainie doprowadziła do zakłóceń cen energii. W kolejnych latach należy więc spodziewać się zwiększonego nacisku na wzrost efektywności energetycznej budynków i budownictwo energooszczędne. Klienci będą poszukiwali zielonej oferty kredytowej. Nowe portfele zielonych kredytów hipotecznych nasiliły emisje zielonych listów zastawnych.

2.5. Działania regulacyjne w obszarze listów zastawnych

Kluczową regulacją w odniesieniu do źródeł refinansowania bankowości hipotecznej w Europie jest dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE. Dyrektywa doprowadziła do zmian w prawodawstwie dotyczącym emisji listów zastawnych w krajach UE. Jej treść określa minimalne standardy dla listów zastawnych. Warto dodać, że wdrożenie dyrektywy stanowi element szerszego projektu unii rynków kapitałowych.

Przepisy dotyczące listów zastawnych (w tym sprawy związane z ochroną inwestorów) były uregulowane w krajach UE w sposób niejednolity. Warto więc przytoczyć cel i główne założenia tej dyrektywy. Celem dyrektywy jest „ustanowienie wspólnych uregulowań dotyczących obligacji zabezpieczonych, aby zapewnić spójność cech dotyczących struktury obligacji zabezpieczonych w całej Unii (...)”. Dyrektywa wprowadza więc harmonizację listów zastawnych (obligacji zabezpieczonych) na obszarze UE. Różnice w przepisach regulujących listy zastawne w poszczególnych państwach członkowskich UE utrudniały inwestorom ocenę ryzyka kredytowego i przyznawały takie samo traktowanie regulacyjne różnorodnemu wachlarzowi instrumentów. Dzięki wejściu w życie dyrektywy i działań dostosowawczych w poszczególnych krajach UE ograniczono zróżnicowanie rozwiązań stosowanych w przypadku listów zastawnych, podnosząc w ten sposób atrakcyjność inwestycyjną tej klasy aktywów.

Przechodząc do zagadnień szczegółowych, należy podkreślić, że przepisy dyrektywy ujednolicią definicję i cechy strukturalne listów zastawnych. W dyrektywie określono również parametry aktywów kwalifikowanych stanowiących zabezpieczenie oraz wymogi dotyczące płynności.

¹¹⁰ Wohnungspolitik in den EU-Mitgliedstaaten, https://www.europarl.europa.eu/workingpapers/soci/w14/summary_de.htm# (dostęp: 11.07.2023).

Harmonizacja listów zastawnych wpłynęła na klasyfikację listów zastawnych. Jeżeli krajowe listy zastawne są zgodne z lokalnymi przepisami dotyczącymi listów zastawnych, zmienionymi przez CRR, można je nazwać „europejskimi listami zastawnymi”¹¹¹. Jeżeli obligacje spełniają również wymogi dotyczące uprzywilejowanego zabezpieczenia kapitałowego (zgodnie z art. 129 CRR), wówczas są uznawane za „Europejskie Listy Zastawne (Premium)”¹¹².

Listy zastawne są wyłączone z umorzenia i konwersji długu. To oznacza, że zgodnie z regulacjami listy zastawne w UE nie kwalifikują się do MREL. Przypomnijmy, że MREL jest wymogiem wprowadzonym wobec banków w UE przez unijną dyrektywę BRR dotyczącą uporządkowanej likwidacji i restrukturyzacji, który ma na celu zapewnienie wiarygodnych źródeł bankructwa banku¹¹³.

Omawiając elementy regulacyjne warto podkreślić, że listy zastawne są elementem aktywów o wysokiej płynności zaliczanych do wskaźnika LCR (Liquidity Coverage Ratio). Wskaźnik LCR służy do pomiaru profilu ryzyka płynności¹¹⁴. Wskaźnik jest jedną z regulacji, którą wprowadzono po globalnym kryzysie gospodarczym. Pozwala on ocenić, czy „banki posiadają odpowiedni zapas nieobciążonych płynnych aktywów wysokiej jakości, które można łatwo i natychmiast wymienić na rynkach finansowych, bez utraty wartości lub przy niewielkiej utracie wartości”¹¹⁵.

Nieobciążone, płynne aktywa o wysokiej jakości (High-Quality Liquid Assets) dzielą się na kilka poziomów. Level 1, czyli aktywa pierwszego poziomu (najbardziej płynne) mogą być uwzględniane w liczniku wskaźnika LCR bez ograniczeń. Natomiast inne aktywa (mniej płynne) bierze się pod uwagę w obliczeniach tylko w pewnej części. Od strony konstrukcyjnej wskaźnik LCR jest ilorazem HQLA do oczekiwanych wypływów środków pieniężnych netto w ciągu najbliższych 30 dni kalendarzowych¹¹⁶. Wy-

pływy netto to oczekiwane wypływy pomniejszone o oczekiwane wpływy wynikające z przyjętego scenariusza warunków skrajnych¹¹⁷.

Ponad cztery piąte listów zastawnych to obligacje poziomu 1, ok. 16% to obligacje poziomu 2A, a tylko 0,1% to obligacje poziomu 2B, ponieważ ta kategoria obejmuje obecnie jedynie greckie listy zastawne¹¹⁸. Mniej niż 3% referencyjnych obligacji zabezpieczonych w EUR nie kwalifikuje się do LCR¹¹⁹. Jednak udział listów zastawnych w portfelach LCR jest stosunkowo niewielki, ponieważ większość banków koncentruje się na gotówce, rezerwach banku centralnego i obligacjach rządowych, aby spełnić swoje wymogi LCR¹²⁰.

W odniesieniu do listów zastawnych ważny jest również kontekst bazylejskich norm w zakresie adekwatności kapitałowej. Listy zastawne charakteryzują się bowiem preferencyjnymi wagami ryzyka, przy czym, żeby listy mogły zostać zakwalifikowane do niższych wag ryzyka, aktywa zabezpieczające muszą spełniać określone warunki gwarantujące ich wysoką jakość¹²¹.

111 V. Kaiser, New European label for covered bonds, 07.2022, <https://www.pfandbrief.market/en/new-european-label-for-covered-bonds/> (dostęp: 6.08.2023).

112 Tamże.

113 M. Kozińska, MREL a polski sector bankowy, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 531, 2018, s. 254.

114 M. R. Canfranc, LCR and NSFR, banks' liquidity shield, <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf> (dostęp: 27.07.2023).

115 Tamże.

116 Liquidity Coverage Ratio (LCR) – Executive Summary, <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/lcr.pdf> (dostęp: 25.07.2023).

117 Tamże.

118 F. Will, Regulatory Issues [w:] ECBC: European Covered Bond Fact Book 2022, EMF/ECBC, 2022, s. 156

119 Tamże.

120 Tamże.

121 Tamże, s. 152.

3. Analiza porównawcza modeli refinansowania kredytów mieszkaniowych w wybranych państwach UE



3.1. Duński model refinansowania listem zastawnym

Wg danych statystycznych zawartych w raporcie Hyposat w Danii połowa ludności zamieszkuje we własnych domach lub mieszkaniach. W 2022 r. oddano do eksploatacji 39,7 tys. nowych mieszkań. Na rynku mieszkaniowym zrealizowano 61,1 tys. transakcji sprzedaży. W Danii funkcjonuje bardzo sprawny system finansowania inwestycji mieszkaniowych oparty na kredytach hipotecznych, udzielanych przez banki hipoteczne bezpośrednio osobom prywatnym i podmiotom instytucjonalnym z branży budowlanej i mieszkaniowej. Udział banków hipotecznych w rynku kredytów mieszkaniowych jest bardzo wysoki i wynosi 85%. Pozostałe 15% przypada na banki uniwersalne.

W 2022 r. banki (patrz tabela 3.1.) udzieliły mieszkaniowych kredytów hipotecznych na sumę 69,9 mld euro, a wartość portfela tych kredytów w bankach wynosiła 284,1 mld euro, co w relacji do PKB stanowiło 75,6% (zob. tabela 3.1).

Dania posiada najlepiej rozwinięty rynek listów zastawnych na świecie. Listy zastawne są głównym źródłem finansowania kredytów hipotecznych przeznaczonych zarówno na finansowanie zakupu mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym, jak i na finansowanie inwestycji komercyjnych. W 2022 r. w Dani wyemitowano hipoteczne listy zastawne o wartości 149,2 mld euro, a wartość aktywnych hipotecznych listów zastawnych w portfelach banków na koniec 2022 r. wynosiła 440,4 mld euro, co w relacji do PKB stanowiło 117,1% (zob. tabela 3.2). Duński rynek hipotecznych listów zastawnych jest większy od rynku niemieckiego choć Niemcy mają 14 razy więcej mieszkańców niż Dania oraz większy, także od francuskiego i hiszpańskiego, rynek listów zastawnych.

Oprócz hipotecznych listów zastawnych w 2022 r. w Danii wyemitowano publiczne listy zastawne o wartości 3 mld euro i okrętowe listy zastawne o wartości 1 mld euro. Wszystkie emisje listów zastawnych w 2022 r. miały miejsce na rynku publicznym. 95% listów był denominowane w DDK, 2,1%

Tabela 3.1. Kredyty mieszkaniowe w Danii w latach 2011–2022

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako% PKB
2011	24,1	228,7	92,3
2012	43,2	230,7	90,6
2013	35,3	231,8	89,6
2014	50,7	239,4	90,1
2015	40,5	238,8	87,5
2016	40,5	243,8	86,1
2017	40,7	250,7	85,0
2018	39,1	255,2	84,4
2019	74,5	262,6	84,8
2020	55,8	270,8	86,9
2021	56,9	281,7	83,7
2022	69,9	284,1	75,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hyposat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

**Tabela 3.2.** Wielkość nowych emisji i stan zasobów hipotecznych listów zastawnych w Danii w latach 2011–2022

Rok	Emisja nowych hipotecznych listów zastawnych (mld euro)	Hipoteczne. listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości hipotecznych listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2011	145,1	345,5	139,4
2012	185,8	359,6	141,2
2013	150,0	359,6	139,0
2014	154,3	370,0	139,2
2015	163,0	377,9	138,4
2016	130,3	389,2	137,6
2017	123,2	394,4	133,5
2018	113,4	396,2	131,1
2019	165,2	402,3	130,0
2020	124,0	419,0	134,4
2021	121,7	433,8	128,8
2022	149,2	440,4	117,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: *Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*, European Mortgage Federation, September 2023.

w euro i 2,9% w innych walutach. 61,4% wyemitowanych listów stanowiły papiery ze stałym kuponem, a 38,4% ze zmiennym oprocentowaniem. Natomiast wartość wszystkich aktywnych publicznych listów zastawnych wynosiła 17,1 mld euro, a okrętowych listów zastawnych 5,6 mld euro. 25% wszystkich aktywnych listów zastawnych jest w posiadaniu inwestorów zagranicznych.

Korzenie duńskiego rynku kredytów hipotecznych i listów zastawnych sięgają końca XVIII wieku, kiedy po wielkim pożarze w Kopenhadze w 1795 r., który strawił jedną czwartą substancji mieszkaniowej w mieście, powstało olbrzymie zapotrzebowanie na nowe budynki. W związku z tym zrodził się duży popyt na finansowanie tych inwestycji poprzez zorganizowany rynek kredytowy. Rozwój bankowości hipotecznej stymulowało dodatkowo duże zapotrzebowanie na kredyty zgłaszane przez rolników, którzy wykupywali ziemię od arystokracji i budowali domy. Z reguły nie posiadali oni większych oszczędności i żadnej historii kredytowej, a ich kondycja finansowa zależała od zbiorów kształtowanych w dużym stopniu

przez pogodę w danym roku. Dobrym rozwiązaniem okazały się papiery zabezpieczone hipotecznymi oraz możliwość szybkiego dochodzenia praw do zadłużonej nieruchomości.

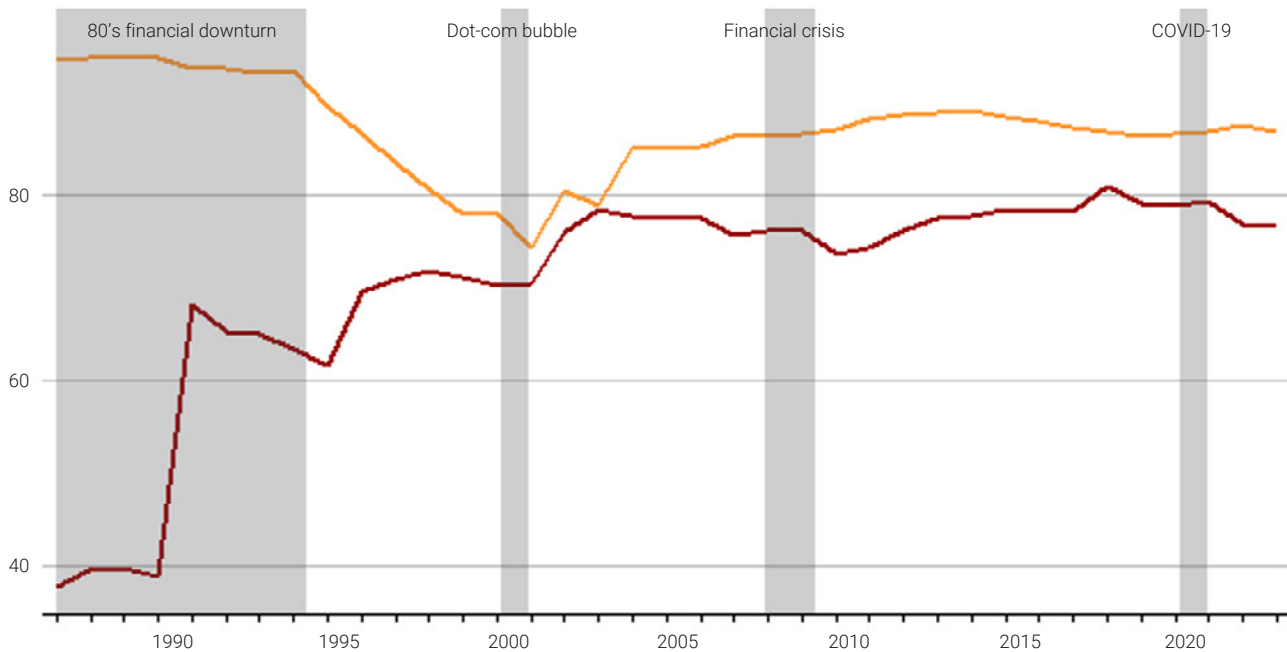
W 1797 r. grupa zamożnych osób prywatnych założyła pierwszy związek hipoteczny, który udzielał pożyczek w oparciu o środki pochodzące z emisji obligacji/listów zastawnych¹²². Od tego czasu wiele razy zmieniono podstawy prawne duńskiego modelu kredytów hipotecznych, którego celem zawsze było stworzenie dostępnego finansowania inwestycji mieszkaniowych i bezpiecznego lokowania pieniędzy w listy zastawne.

Duński model bankowości hipotecznej okazał się odporny na kryzysy, które w przeszłości nie omijały

¹²² B. Lepczyński, Listy zastawne – odporne na kryzys i coraz bardziej zielone, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/listy-zastawne-odporne-na-kryzys-i-coraz-bardziej-zielone/> (dostęp: 13.07.2023).

Wykres 3.1. Koncentracja banków w duńskim sektorze bankowym (udział w rynku trzech największych instytucji)

The 3 largest institutes' share of the total balance (Pct. of total balance)



Źródło: Market development article, Credit institutions, Finanstilnet, https://www.dfsa.dk/-/media/Tal-og-fakta/2023/MarketDevelopment/MU_kreditinstitutter_2022.pdf, s. 4.

gospodarki Danii, w tym na globalny kryzys finansowy i kryzys wywołany przez pandemię koronawirusa, podczas którego również był aktywny i w pełni płynny¹²³. W efekcie w okresie ponad 200 lat istnienia bankowości hipotecznej w tym kraju nie upadł żaden bank hipoteczny i żaden inwestor, który nabył listy zastawne nie stracił zainwestowanego kapitału¹²⁴. Istnieje tylko jednak jeden przykład opóźnionej wykupu listów zastawnych w latach trzydziestych XX wieku¹²⁵.

Na rynku kredytów hipotecznych i listów zastawnych dominują specjalistyczne banki hipoteczne, które należą do grupy bankowej określonego banku uniwersalnego. W 2007 r. w związku z dostosowaniem duńskich przepisów dotyczących obligacji zabezpieczonych do standardów UE dostęp do emisji listów zastawnych uzyskały również banki uniwersalne. Dotychczas tylko dwa banki uniwersalne (Danske Bank i Danmarks Skibskredit A/S) wyemi-

towały na niedużą sumę listy zastawne (około 5% udziału w rynku). W Danii funkcjonuje pięć banków hipotecznych z następującym udziałem w rynku listów zastawnych¹²⁶:

1. Nykredit Realkredit (42%), który należy do grupy banku Nykredit
2. Realkredit Danmark (23%),
3. Nordea Kredit (14%),
4. Jyske Realkredit (10%),
5. DLR Kredit (6%).

Razem te pięć banków hipotecznych ma 95% udziału w duńskim rynku listów zastawnych. Banki te dominują na rynku kredytów hipotecznych.

Nadzór nad bankami hipotecznym sprawuje Duńska Agencja Nadzoru Finansowego, która podlega Ministerstwu Finansów. Banki hipoteczne w Danii

¹²³ The traditional Danish mortgage model, s. 32, https://finansdanmark.dk/media/raim0hhz/den-klassiske-realkreditmodel_uk_2021_final.pdf (dostęp: 13.07.2023).

¹²⁴ <https://finansdanmark.dk/en/the-association-of-danish-mortgage-banks/covered-bonds/> (dostęp: 13.07.2023).

¹²⁵ Tamże.

¹²⁶ C. R. Andersen, Danish Covered Bond Market Insights 2022, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/221122-danish-covered-bond-market-insights-2022-12540363> (dostęp: 11.07.2023).



według prawa mogą zajmować się tylko udzielaniem pożyczek hipotecznych na zakup gruntu, mieszkania lub na budowę czy zakup budynku mieszkalnego, letniskowego bądź budynku o przeznaczeniu komercyjnym oraz sprzedażą listów zastawnych. Wszystkie inne formy działalności bankowej takie jak: rozliczanie transakcji handlowych, udzielanie kredytów konsumpcyjnych czy sprzedaż ubezpieczeń mogą być wykonywane przez ich spółki zależne. Prawo zobowiązuje banki hipoteczne do refinansowania kredytów hipotecznych za pomocą listów zastawnych i vice versa – listy zastawne mogą być emitowane tylko w celu pokrycia kredytów hipotecznych. Przez wiele lat w Danii można było sfinansować kredytem hipotecznym nawet 100% inwestycji, tzn. bez konieczności angażowania przy tym kapitału własnego inwestora. Obecnie regulacje ostrożnościowe pozwalają bankom hipotecznym udzielać kredytów na 80% (LTV) wartości nieruchomości codziennie zamieszkiwanej oraz na 60% nieruchomości wykorzystywanej komercyjnie lub jako dom letniskowy.

Duńskie banki hipoteczne wyróżniają się wysoką rentownością i bezpieczeństwem finansowym.

Kredyty hipoteczne w Danii są zazwyczaj udzielane na okres do 30 lat, przy czym kredytobiorca na początku okresu kredytowania nawet przez kilka lat lub dłużej może być zwolniony ze spłacania kapitału i wtedy płaci tylko raty odsetkowe od swego długu. Oprocentowanie kredytów hipotecznych w całym okresie ich spłaty jest zasadniczo zmienne. Dla większości listów najpierw ustala się je na jeden rok, a następnie na kolejne okresy roczne lub na okres 1–5 lat z uwzględnieniem zmieniającej się sytuacji na rynku. W drugiej dekadzie XXI w. kształtowało się ono na bardzo niskim poziomie – w 2016 r. spadło do 1,2% i 0,56% w 2019 r., a pod koniec 2022 r. wynosiło 1,29% i było najniższe w Europie. Swego rodzaju ewenementem w praktyce bankowej było przez pewien okres ujemne oprocentowa-

nie kredytów hipotecznych w Jyske Realkredit dla krajowych klientów, np. ten kto skorzystał z trzyletniego kredytu o wartości 300 tys. koron, oddał 360 koron mniej. W tym czasie również oprocentowanie odpowiednich listów zastawnych w Jyske Realkredit było ujemne. Ujemne oprocentowanie kredytu bankowego było możliwe dzięki temu, że duńskie banki hipoteczne na rynku kredytowym praktycznie funkcjonują nie jako bezpośredni kredytodawcy, lecz jako pośrednicy między kredytobiorcami i kupującymi listy zastawne. Nie zarabiają one na marży procentowej, lecz na opłacie za pośrednictwo w wysokości 1% od kwoty kredytu. Niskie oprocentowanie kredytów zachęcało do zakupu nieruchomości mieszkaniowych, co podbijało ich ceny. Natomiast niskie oprocentowanie listów zastawnych nie zahamowało ich zakupu przez inwestorów, szczególnie tych, którzy przywiązują dużą wagę do bezpieczeństwa swoich inwestycji. Około 97% rynku listów zastawnych składa się z czterech rodzajów tych papierów:

1. Adjustable Rate Mortgage (ARM) – są to zabezpieczone hipotekami papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu w całym okresie do zapadalności, ale stabilnym w okresach od 1 roku do 5 lat stosownie do stabilizacji oprocentowania kredytów hipotecznych, stanowiących ich zabezpieczenie;
2. Floating Rate Notes – listy zastawne o zmiennym oprocentowaniu, ale stabilnym w okresie 1–5 lat i harmonogramie wykupu zgodnym z harmonogramem spłaty pożyczek hipotecznych stanowiących podstawę ich emisji;
3. Capped Floaters – listy zastawne o zmiennym oprocentowaniu, ale nie wyższym niż wyznaczony górny pułap i z harmonogramem wykupu, który nie odpowiada harmonogramowi spłaty stanowiących ich podstawę pożyczek hipotecznych;

Tabela 3.3. Wskaźniki rentowności i bezpieczeństwa finansowego – banki hipoteczne

Wskaźniki	2018	2019	2020	2021	2022
Wskaźnik kapitałowy	23,66	22,87	23,02	21,88	23,19
ROE netto	7,22	8,25	6,29	7,48	7,75
Pożyczki do kapitału	13,45	13,41	13,37	13,10	11,93

Źródło: Market development article, Credit institutions, Finanstilnet, https://www.dfsa.dk/-/media/Tal-og-fakta/2023/MarketDevelopment/MU_kreditinstitutter_2022.pdf, s. 55.

4. Callable Bonds – listy zastawne o okresie obiegu 15, 20 lub 30 lat, które mogą zostać wypowiedziane przed terminem zapadalności, o stałym oprocentowaniu¹²⁷.

Charakterystyczną cechą duńskiego modelu bankowości hipotecznej jest obowiązek przestrzegania przez banki hipoteczne „zasady zgodności”, nazywanej też „zasadą równowagi”. Zgodnie z tą zasadą dla każdego udzielonego kredytu hipotecznego bank hipoteczny emituje nową pulę listów o tej samej wartości, wymagających identycznych przepływów pieniężnych i o takim samym terminie zapadalności jak dany kredyt. Dopiero po sprzedaniu tych listów na rynku bank hipoteczny może wypłacić przyznany kredyt. Wysokość oprocentowania listów zastawnych determinuje wysokość oprocentowania kredytu. W wyniku przestrzegania „zasady zgodności/zasada równowagi” wolumen udzielonych kredytów jest równy wolumenowi wyemitowanych listów zastawnych. W tych operacjach bank jest tylko czystym pośrednikiem. Jest nim także przy przekazywaniu posiadaczom listów odsetek i pieniędzy z tytułu ich umorzenia. Powyższy system eliminuje w bankach hipotecznych ryzyka: płynności, stopy procentowej, walutowe i wcześniejszej spłaty kredytu, pozostawiając jedynie ograniczone ryzyko kredytowe, czyli utraty należności w przypadku niewypłacalności kredytobiorcy. W razie niewypłacalności kredytobiorcy nabywcy listów zastawnych nie tracą swego kapitału, ponieważ odsetki i środki z tytułu umorzenia tych papierów wypłaca im bank. Aby ograniczyć taką niekorzystną sytuację, bank musi bardzo starannie badać zdolność kredytową osób ubiegających się o kredyt.

Ustalanie stóp procentowych odbywa się na przetargach kredytów hipotecznych o zmiennej stopie procentowej w określonych terminach w ciągu roku¹²⁸. Duński rynek listów zastawnych ze względu na konieczność zachowania ścisłej równowagi, czyli wymóg przestrzegania zasady zgodności pomiędzy udzielonymi kredytami a wyemitowanymi listami jest jedyny w swoim rodzaju. Cechuje się przy tym wysoką płynnością. Każdego dnia można sprzedać posiadane listy zastawne po kursie minimalnie różniącym się od kursu ich nabycia.

Inwestorzy krajowi i zagraniczni z całego świata traktują duńskie listy zastawne jako bezpieczną

przystań dla swoich pieniędzy i instrument umożliwiający uzyskanie wyższej rentowności niż obligacje skarbowe¹²⁹. Istnieją trzy powody wysokiego zainteresowania duńskim rynkiem listów zastawnych. Są to wielkość rynku, płynność i oczekiwany zwrot¹³⁰.

Kredytobiorca dzięki tzw. opcji doręczenia może spłacić swój kredyt przed terminem. Następuje to w ten sposób, że kupuje on na rynku listy zastawne, który posłużył do zrefinansowania jego kredytu, następnie je przekazuje do banku hipotecznego, który na tej podstawie anuluje kredyt. Mechanizm ten pozwala kredytobiorcy zmniejszyć wartość nominalną swojego długu szczególnie w sytuacji, gdy rośnie oprocentowanie jego kredytu hipotecznego i spada kurs związanych z nim listów zastawnych.

Od strony popytowej duński rynek listów zastawnych jest silnie wspierany przez banki komercyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe. Zwiększa się zainteresowanie inwestorów zagranicznych duńskimi listami zastawnymi denominowanymi w koronach duńskich¹³¹. Udział inwestorów zagranicznych w duńskim rynku listów zastawnych wynosi już ok. 25% (dane za 2020 r.)¹³². W Danii rozwija się również rynek zielonych listów zastawnych, ale jest on na razie nieduży.

Reasumując, duński system oparty jest na specjalistycznych bankach hipotecznych, ale również banki uniwersalne mogą emitować listy zastawne, z czego jednak skorzystały na razie tylko dwa banki. Jest to również rynek skoncentrowany, ponieważ za większość emisji listów zastawnych odpowiada pięć banków.

Oparty na emisji listów zastawnych, a nie na zbieraniu depozytów duński model finansowania zakupu mieszkań i budowy domów zapewnia wystarczający dopływ środków na te inwestycje. Jest to model bardzo stabilny i efektywny. Cechuje się niskimi kosztami funkcjonowania, co korzystnie wpływa na koszty i dostęp gospodarstw domowych do kredytów hipotecznych. Jest też bardzo bezpieczny dla inwestujących w listy zastawne inwestorów, którzy są skutecznie chronieni przed stratami w przypadku bankructwa

127 A. W. Larsen, Einführung des dänischen Markts für Hypothekenanleihen, Jyske Bank.

128 Tamże.

129 A. W. Larssen, Der dänische Markt für Hypothekenpfandbriefe, Jyske Bank, <https://jyskecapital.com/insights/order-white> (dostęp: 11.07.2023).

130 J. Skinhøj, The Danish covered bond market in times of COVID-19.

131 Tamże.

132 The traditional..., op. cit., s. 28.



zarówno kredytobiorcy, jak i banku hipotecznego. W Danii ramy instytucjonalne zapewniają inwestorom bardzo wysoki poziom bezpieczeństwa, co powoduje, że listy zastawne są bardzo wysoko oceniane przez agencje ratingowe (rating na poziomie AAA)¹³³.

W Danii depozyty bankowe są stosunkowo małe, ponieważ gospodarstwa domowe tradycyjnie preferują lokowanie pieniędzy w funduszach emerytalnych i ubezpieczeniach kapitałowych. Wielkość udzielonych kredytów jest ponad dwa razy większa niż wielkość depozytów. Jednak gdy uwzględnimy środki pozyskane z emisji listów zastawnych to wskaźnik kredyty/(depozyty+listy zastawne) zmniejszy się do 94%. W kraju nie brakuje więc środków na kredyty mieszkaniowe.

Silną stroną duńskiego rynku listów zastawnych jest płynność i baza inwestorska, także baza inwestorów zagranicznych, którzy chętnie nabywają nie tylko listy zastawne denominowane w euro, ale także w DDK.

Ważną cechą, która wpływa na sukces duńskiej bankowości hipotecznej jest oparcie kredytów hipotecznych i ich finansowania listami zastawnymi na „zasadzie równowagi”, zgodnie z którą kredyty bankowe są finansowane poprzez emisję listów zastawnych o takich samych przepływach pieniężnych jakimi cechują się bazowe kredyty hipoteczne. Z drugiej strony „zasada równowagi” ogranicza bankom pole manewru i nie pozwala im zarabiać na marży odsetkowej, czyli różnicy między oprocentowaniem kredytów a oprocentowaniem listów zastawnych.

3.2. Finansowanie kredytów mieszkaniowych w Niemczech

W Niemczech według danych Hypostat na koniec 2022 r. tylko 46,7% ludności mieszkało we własnych domach lub mieszkaniach¹³⁴. Oznacza to, że ponad połowa obywateli Niemiec mieszka w lokalach wynajętych, głównie od osób prywatnych i w mieszkaniach socjalnych.

W 2022 r. oddano do użytku 295,3 tys. mieszkań, czyli o 3,6% mniej niż w rekordowym 2020 r., do czego przyczyniły się braki na rynku materiałów budowlanych, a w największym stopniu stali i drewna oraz ich wysokie ceny. O ile w 2011 r. mieszkanie kosztowało średnio 276 tys. euro, to w 2021 r. już 494 tys. euro. Łącznie na rynku mieszkaniowym w 2022 r. zmieniło właściciela ok. 480 tys. mieszkań, z czego około ¼ została zakupiona na wynajem jako lokata kapitału. W 2022 r. banki i inne instytucje finansowe udzieliły kredytów mieszkaniowych na sumę 273,5 mld euro, a średnia wartość kredytu w 2021 r. wynosiła 338 tys. euro, podczas gdy w 2012 r. tylko 202 tys. euro.

Kredyty zostały przeznaczone na remonty i zakup mieszkań własnościowych zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Przeważały kredyty o stałym oprocentowaniu uzgodnionym na 13 lat. Średnie oprocentowanie w 2022 r. wynosiło 2,33%, podczas gdy przed rokiem 1,26%. Łączne zadłużenie kredytobiorców z tytułu kredytów mieszkaniowych na koniec 2022 r. wynosiło 1842,8 mld euro i było o 5,6% wyższe niż przed rokiem¹³⁵.

Jak wynika z danych vdp, w Niemczech od szeregu lat struktura inwestycji mieszkaniowych jest stabilna – ok. 53% ich wartości finansowane jest kapitałem obcym, a reszta kapitałem własnym. Ok. 2/3 przyznanych kredytów przeznacza się na zakup lub modernizację istniejącej substancji mieszkaniowej, 28% na zakup nowych mieszkań, a 7% na konsolidację starych kredytów. Ok. ¾ wszystkich środków z kredytów mieszkaniowych służy do sfinansowania budowy, zakupu lub modernizacji mieszkań przeznaczonych na użytek własny, a ¼ mieszkań na wynajem¹³⁶.

W finansowaniu inwestycji w sektorze mieszkaniowym dla osób prywatnych kapitałem obcym uczestniczą banki uniwersalne z trzech filarów niemieckiego sektora bankowego, banki specjalne i towarzystwa ubezpieczeń na życie z następującym udziałem w rynku kredytów mieszkaniowych (zob. tabela 3.5).

133 Dania jest jednym z zaledwie dziewięciu krajów, które otrzymały ocenę AAA od wszystkich trzech największych agencji ratingowych (Danish covered market 2023/2024..., op. cit., s. 5).

134 Do opisu rynku niemieckiego wykorzystano m.in. dane statystyczne zawarte w raporcie EMF HYPOSTAT Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European, Mortgage Federation, September 2023 (T. Hofer, Germany, s. 76–78 oraz w części statystycznej raportu, s. 143–173).

135 EMF HYPOSTAT Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European, Mortgage Federation, September 2022.

136 H. Hölich, T. Hofer, Entwicklung der Wohn-und Gewerbeimmobilienfinanzierung in Deutschland, vdp, Berlin 2022.

**Tabela 3.4.** Kredyty mieszkaniowe w Niemczech w latach 2010–2022

Rok	Wartość udzielonych kredytów (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	142,7	1152,2	44,9
2011	150,6	1163,8	43,2
2012	162,9	1184,9	43,2
2013	170,1	1208,8	43,0
2014	177,1	1237,4	42,3
2015	208,6	1279,5	42,3
2016	209,4	1326,9	42,3
2017	214,3	1378,8	42,2
2018	227,8	1446,0	42,9
2019	245,0	1530,4	44,1
2020	269,7	1629,4	49,4
2021	299,6	1744,4	48,9
2022	273,5	1842,8	47,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

Tabela 3.5. Instytucje udzielające kredytów mieszkaniowych osobom prywatnym (udział w rynku w 2021 r.)

Lp.	Grupa kredytodawców	Udział (%)
1	Kasy oszczędności	35,3
2	Banki spółdzielcze	28,8
3	Duże banki	20,3
4	Banki regionalne, inne banki, oddziały banków zagranicznych	10,2
5	Towarzystwa ubezpieczeniowe	4,2
6	Banki krajów związkowych	1,3
7	Razem	100,0

Źródła: Marktanteile an den vergebenen privaten Wohnungskrediten in Deutschland nach Bankengruppen, statista.

**Tabela 3.6.** Pożyczki mieszkaniowe z towarzystw ubezpieczenia na życie w latach 2020–2021

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
mld €	4,6	4,9	5,6	6,3	5,7	7,6	7,9	7,6	8,4	10,0	8,9	8,6

Źródło: GDV. Ausgezählte Wohnungskredite der Lebensversicherer in den Jahren 2010–2021 (in mld euro).

Największy udział w rynku kredytów mieszkaniowych dla osób prywatnych mają kasy oszczędności, banki spółdzielcze i duże banki komercyjne. Udział banków specjalnych jest mniejszy. Poszczególne grupy banków różnią się sposobem refinansowania kredytów mieszkaniowych. Kasy oszczędności, banki spółdzielcze, duże banki, banki regionalne i oddziały banków zagranicznych refinansują swoją działalność kredytową przede wszystkim środkami pochodzącymi z depozytów od podmiotów niefinansowych. Wśród nich jest kilkadziesiąt banków (niemal 80) uprawnionych na podstawie specjalnej licencji do emisji prywatnych i publicznych listów zastawnych (Pfandbriefbanken), które refinansują udzielane kredyty długoterminowe za pomocą tych instrumentów. 50 znaczących Pfandbriefbanken należy do Związku Niemieckich Banków Listów Zastawnych (vdp) reprezentującego interesy banków i firm ubezpieczeniowych emitujących listy zastawne. Banki te mają 40% udziału w krajowym rynku finansowania inwestycji mieszkaniowych i odpowiadają za 96% znajdujących się w obiegu listów zastawnych. W Niemczech istnieją też kasy oszczędnościowo-budowlane. Udzielają one kredytów osobom prywatnym, oszczędzającym w nich na podstawie kontraktu dotyczącego docelowego oszczędzania na mieszkanie. Kredyty te refinansowane są ze zgromadzonych oszczędności¹³⁷.

Do największych banków w zakresie finansowania nieruchomości w Niemczech należą następujące banki hipoteczne (Realkreditinstitute): Berlin HYP, Deutsche Hypo, Deutsche Pfandbriefbank i DZ HYP, które są też największymi emitentami hipotecznych i publicznych listów zastawnych. Berlin HYP jest spółką zależną i centrum kompetencyjnym w zakresie finansowania nieruchomości komercyjnych i publicznych banku krajowego LBBW, a Deutsche HYP spółką zależną i centrum kompetencyjnym w obszarze finansowania nieruchomości komercyjnych i publicznych banku krajowego NORD/LB. Deutsche Pfandbriefbank finansuje duże inwestycje komercyjne i publiczne w Niemczech i za granicą, refinansu-

jąc się oprócz za pomocą listów zastawnych także lokatami od klientów pozabankowych. Natomiast wielki bank hipoteczny DZ HYP jest spółką zależną banku krajowego sektora spółdzielczego DZ Banku. Współpracuje on z lokalnymi bankami spółdzielczymi w zakresie finansowania nieruchomości prywatnych, komercyjnych i publicznych.

Oprócz banków na rynku kredytów mieszkaniowych aktywne są towarzystwa ubezpieczeń życiowych. W 2021 r. udzieliły one osobom prywatnym pożyczek na budowę domu, zakup mieszkania na rynku wtórnym i spłatę starych kredytów na kwotę 8,6 mld euro. (zob. tabela 3.6).

Pożyczki z firm ubezpieczeniowych udzielane są na stały procent, który w ustalonej wysokości, a więc bez zmian, obowiązuje nawet przez 20–30 lat. Stosowanie tak długiego okresu ułatwia kredytobiorcom fakt, że refinansują oni udzielane klientom pożyczki wpływami ze składek od długoterminowych umów ubezpieczeniowych.

Znaczną część kredytów mieszkaniowych banki niemieckie i ubezpieczyciele finansują za pomocą emisji listów zastawnych. Na rynku występują trzy rodzaje listów zastawnych:

1. hipoteczne listy zastawne;
2. publiczne listy zastawne;
3. okrętowe i samolotowe listy zastawne zabezpieczone hipoteką na statku bądź samolocie, które stanowią mniej niż 1% wszystkich aktywnych listów zastawnych (w 2022 r. wg Hypostat ich wartość wynosiła 1,9 mld euro).

Poszczególne rodzaje listów zastawnych różnią się sposobem zabezpieczenia, tzn. aktywami służącymi do pokrycia ich emisji. Hipoteczny list zastawny jest imiennym lub na okaziciela papierem dłużnym, w którym emitent zobowiązuje się wobec nabywcy listu do jego wykupu w ściśle określonym terminie i wypłaty ustalonych odsetek. Zabezpieczeniem hipotecznych listów zastawnych (pokryciem) są wierzytelności banku lub znacznie rzadziej firmy ubez-

¹³⁷ Kasom oszczędnościowo-pożyczkowym poświęcony jest oddzielny rozdział.

Tabela 3.7. Wartość emisji i obieg listów zastawnych w Niemczech w latach 2010–2022 (w mld euro)

Lata	Wartość nowej emisji		Obieg listów zastawnych		
	Hipoteczne listy zastawne	Publiczne listy zastawne	Hipoteczne listy zastawne	Publiczne listy zastawne	Listy zastawne łącznie
2010	42,2	42	219,9	412	631,9
2011	40,9	31	223,7	356	579,7
2012	38,5	14	216,0	301	517,0
2013	33,6	16	199,9	246	445,9
2014	29,1	15	189,9	207	396,9
2015	40,4	16	197,7	181	378,7
2016	35,1	10	207,3	155	362,3
2017	36,8	12	215,2	148	363,2
2018	43,1	7	232,4	134	366,4
2019	42,0	11	239,6	123	362,6
2020	40,2	19	246,3	124	370,3
2021	45,8	18	264,0	127	391,0
2022	66,6	14	283,4	110	393,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

pieczenia życiowego z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych. Dla banków stanowią one atrakcyjny długoterminowy instrument pozyskiwania pieniędzy na działalność kredytową. Pozyskanych środków nie muszą bowiem zwracać przed terminem wykupu listu, podczas gdy środki z lokat bankowych mogą zostać w każdym czasie przez deponentów wycofane. Natomiast publiczny list zastawny zabezpieczony jest wierzytelnościami gwarantowanymi przez państwo, landy lub gminy, nie tylko niemieckie podmioty, ale także z Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz Szwajcarii, USA, Japonii i Kanady.

Niemieckie listy zastawne ze względu na ich zabezpieczenie i wysokie wymogi stawiane emitentom są dla inwestorów bardzo bezpiecznymi papierami dłużnymi o stałym lub rzadziej zmiennym oprocentowaniu. W ciągu 250 lat istnienia w Niemczech listów hipotecznych nie doszło nigdy do takiej upadłości ich emitenta, która pociągnęłaby za sobą utratę zain-

westowanych w nie środków. Jednakże nabywcy listów zastawnych o stałym oprocentowaniu narażeni są na ryzyko stopy procentowej, w przypadku listów denominowanych w walucie obcej także na ryzyko kursowe. Listy zastawne o stałym oprocentowaniu, które w okresie obowiązywania nie są dostosowywane do stopy inflacji, nie chronią ich nabywców przed skutkami inflacji.

W ostatnim dwudziestoleciu zainteresowanie inwestorów nabywaniem listów zastawnych wyraźnie spadło. Jako przyczynę wskazuje się ich niską rentowność (w 2022 r. oprocentowanie listów zastawnych o 10-letnim okresie obiegu wynosiło tylko 3%) i pojawienie się na rynku kapitałowym nowych alternatywnych instrumentów finansowych. Choć w wyniku przyjęcia w 2005 r. nowych regulacji prawnych liczba emitentów listów zastawnych w Niemczech istotnie się zwiększyła, wolumen będących w obiegu listów zastawnych znacznie się zmniejs-

**Tabela 3.8.** Wartość nowych emisji i obiegu listów zastawnych w Niemczech w latach 2013–2022 (w mld euro) w podziale na kupon stały i zmienny

Lata	Wartość nowych emisji		Obieg listów zastawnych	
	Kupon stały	Kupon zmienny	Kupon stały	Kupon zmienny
2013	37,9	11,3	375,5	59,2
2014	36,9	8,8	339,7	52
2015	50,6	6,7	334,3	44,4
2016	43,9	1,3	328,1	34,7
2017	41,5	7,1	326,6	33,8
2018	45,1	5,2	342,4	24,6
2019	49,3	5,6	336,2	20,7
2020	33,5	26,3	330,1	38,8
2021	37,5	27,1	325,5	62,1
2022	71,1	11,2	342,7	45,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: ECBC: European Covered Bond, Fact Book 2023, European Mortgage Federation, September 2023, s. 577.

szyl. O ile w 2000 r. w obiegu były listy zastawne o wartości 1106 mld euro (listy hipoteczne 247 mld euro, listy publiczne 849 mld euro)¹³⁸, to w 2022 r. już tylko o wartości 393 mld euro (w tym 281,5 mld euro stanowiły hipoteczne listy zastawne, 110,1 mld euro publiczne i 1,9 mld euro okrętowe listy zastawne, do czego w największym stopniu przyczynił się spadek zasobów publicznych listów zastawnych. Odwróciła się też struktura wyemitowanych papierów – w 2003 r. w obiegu znajdowało się trzy razy więcej publicznych listów zastawnych niż hipotecznych, w 2012 r. ta relacja spadła do 1,87, a w 2022 r. listów hipotecznych w obiegu było 2,6 raza więcej niż publicznych (zob. tabela 3.7). Natomiast wartość samych listów hipotecznych w obiegu od 2015 r. się zwiększa, przy czym w 2022 r. była wyższa r/r o 7,4%, odnotowano też wzrost wartości nowych emisji – łącznie o 45,4%. Na rynku dominują listy zastawne o stałym oprocentowaniu (87,1%) i denominowane w euro (97,2%).

Wartość aktywów zaliczonych do masy pokrycia niemieckich hipotecznych listów zastawnych w 2022 r. wynosiła 317,7 mld euro, z czego 61,1% stanowiły należności z tytułu kredytów mieszkaniowych, a 38,9% należności z tytułu kredytów na finansowanie nieruchomości komercyjnych. Zaś pula pokrycia publicznych listów zastawnych miała wartość 147 mld euro¹³⁹.

Jeśli chodzi o walutę to niemieckie listy zastawne są denominowane w euro. Większość listów ma stały kupon.

Okres obiegu listów zastawnych wynosi zwykle ponad 10 lat. Listy zastawne są przedmiotem obrotu na giełdzie. W przypadku emisji listów o nominale powyżej 100 tys. euro nie ma obowiązku przygotowania prospektu emisyjnego. Najczęściej kupują je do swego portfela profesjonalni inwestorzy, tacy jak ubezpieczyciele i fundusze emerytalne,

138 Vdp Fakten Pfandbrief- und Kreditgeschäft 2022 im Überblick,

139 Dane te obejmują tylko emitentów listów zastawnych będących członkami vdp.

a w mniejszym stopniu gospodarstwa domowe. Duże banki sprzedają listy zastawne także inwestorom zagranicznym. W kraju oprócz banków komercyjnych listy zastawne sprzedają także kasy oszczędnościowe i banki spółdzielcze. Ich kurs rynkowy dotychczas zmieniał się w niedużym stopniu. Od 2009 r. do 2021 r. listy zastawne od banków o wartości kilku miliardów rocznie kupował Europejski Bank Centralny.

Podstawą prawną emisji listów zastawnych w Niemczech jest ustawa o listach zastawnych z 22 maja 2005 r.¹⁴⁰, która ostatni raz została nowelizowana w lipcu 2022 r. Przyczyną tej nowelizacji była m.in. konieczność wprowadzenia do prawa niemieckiego regulacji unijnych dotyczących listów zastawnych. Wprowadzając w 2005 r. nowe prawo, zerwano w Niemczech z zasadą banku specjalistycznego.

Bardzo ważną rolę w każdym banku emitującym listy zastawne pełni powiernik. Powołuje go BaFin po konsultacji z danym bankiem. Zapewnia on, że aktywa wykorzystywane do pokrycia listów zastawnych i należności wynikających z transakcji na instrumentach pochodnych zostały wpisane do rejestru aktywów stanowiących ich zabezpieczenie, są wystarczające pod względem wartości i stale dostępne. Pula zabezpieczających aktywów wyłączona jest z masy upadłościowej banku i zarezerwowana na spłatę kapitału i odsetek w przypadku niewykonania zobowiązania przez emitenta. Pokrycie i zgodność pokrycia należy rozpatrywać oddzielnie dla poszczególnych rodzajów listów zastawnych. Nie ma więc związku między poszczególnymi rodzajami obligacji zabezpieczonych emitenta, czyli np. nadwyżka w puli aktywów stanowiących zabezpieczenie hipotecznych listów zastawnych nie może zostać wykorzystana do zabezpieczenia publicznych listów zastawnych. Wartość nominalna poszczególnych listów zastawnych jest regularnie większa niż pojedynczych pożyczek, a terminy płatności po stronie aktywów i pasywów również nie są całkowicie zgodne. Ustawa o listach zastawnych nie nakłada tutaj żadnych szczegółowych ograniczeń.

W celu zabezpieczenia płynności puli aktywów stanowiących zabezpieczenie bank-emitent listów zastawnych zobowiązany jest każdego dnia

uzgadniać wysokość wymagalnych należności z aktywów i wielkość zobowiązań stanowiących zabezpieczenie niespłaconych Pfandbriefe przez następne 180 dni. Stwierdzona skumulowana luka płynności musi zostać pokryta płynnymi aktywami zabezpieczającymi. W Niemczech bank emitujący listy zastawne może udzielić kredytu hipotecznego w dowolnej wysokości, niezależnie od wartości nieruchomości. Jednakże należności z tytułu kredytów hipotecznych mogą być wykorzystane do pokrycia listów zastawnych jedynie do 60% wartości bankowo-hipotecznej i tym samym kredyty hipoteczne mogą być refinansowane listami zastawnymi tylko do tej wysokości. Od 1 lipca 2021 r., powiernik może pod pewnymi warunkami odroczyć termin zapadalności wyemitowanych listów zastawnych o maksymalnie 12 miesięcy.

Reasumując, rozwiązania niemieckie stały się w latach 90. XX wieku wzorcem dla tworzenia rynku listów zastawnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym także w Polsce. W 2007 roku Niemcy odeszły jednak od modelu specjalistycznego banku hipotecznego, umożliwiając także bankom uniwersalnym ubieganie się o licencję na emisję listów zastawnych, podczas gdy Polska pozostała przy modelu banku specjalistycznego. Dzisiaj w Niemczech jest ok. 80 emitentów hipotecznych i publicznych listów zastawnych, ale dominującą rolę pełnią dawne specjalistyczne banki hipoteczne, które w międzyczasie stanowiły przedmiot różnych fuzji/ przejęć i często funkcjonują już pod innymi markami. Poszerzenie kręgu emitentów listów zastawnych jest pozytywnie oceniane. Tą drogą stworzono większe możliwości emisji listów zastawnych i nie ma mowy do powrotu do poprzednich rozwiązań.

Faktyczne rozmiary rynku listów zastawnych zależą od zapotrzebowania banków na środki potrzebne do refinansowania kredytów hipotecznych dla osób gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz refinansowania kredytów dla podmiotów z sektora budżetowego. W latach bardzo niskich stóp procentowych, kiedy oprocentowanie depozytów było zbliżone do zera i kiedy banki dysponowały wystarczającą pulą tanich depozytów od klientów niefinansowych nie było potrzeby forsowania emisji listów zastawnych, które także z powodu niskiego oprocentowania nie cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów. Już w ostatnich dwóch latach, gdy na rynkach finansowych zaczęły rosnąć stopy procentowe, ponownie zwiększyło się znaczenie listów zastawnych.

140 Pfandbriefgesetz, [https://www.PfandBG - Pfandbriefgesetz \(gesetz-im-internet.de\)](https://www.PfandBG - Pfandbriefgesetz (gesetz-im-internet.de))



3.3. Finansowanie rozwoju kredytów mieszkaniowych w Hiszpanii

Wg danych statystycznych EMF HYPOSTAT 2022¹⁴¹ w Hiszpanii większy odsetek ludności niż średnio w UE mieszka we własnych domach lub mieszkaniach na koniec 2021 r. było to 75,8 %, co w stosunku do 2010 r. oznacza spadek o 4 pkt. proc., przy średniej unijnej 70,0%. W 2021 r. oddano tam do użytku 93,4 tys. mieszkań, tzn. ponad dwa razy więcej niż w najgorszym pod tym względem 2016 r., kiedy wybudowano tylko 40,1 tys. mieszkań, ale znacznie mniej niż w 2010 r. (240,9 tys.). Wzrost cen mieszkań w Hiszpanii był w porównaniu z innymi krajami UE nieduży – indeks cen wynosił 112,4 (2015=100), przy średniej unijnej 142,2. Na rynku mieszkaniowym łącznie zawarto 674 tys. transakcji kupna/sprzedaży mieszkań, tj. 38% więcej niż w 2020 r.¹⁴²

Hiszpański rynek kredytów mieszkaniowych w okresie przed bardzo bolesnym dla tego kraju globalnym kryzysem finansowym i ekonomicznym (lata 2008–2009) zdominowany był przez banki uniwersalne: komercyjne i komunalne kasy oszczędności, a mniejszą rolę pełniły banki spółdzielcze i inne instytucje finansowe. W wyniku kryzysu większość kas oszczędności, które z powodu dużego zaangażowania w finansowaniu inwestycji mieszkaniowych poniosły duże straty, została zlikwidowana, przejęta przez inne banki lub przekształcona w banki komercyjne. Pozostały tylko nieliczne lokalne kasy oszczędności, które mają nieduże znaczenie w zakresie finansowania mieszkalnictwa. Obecnie banki komercyjne wraz z dawnymi kasami oszczędności mają 91% udziału w rynku, 8% przypada na banki spółdzielcze, a 1% na pozostałe instytucje finansowe¹⁴³.

W 2021 r. banki i inne instytucje finansowe udzieliły kredytów mieszkaniowych na sumę 59,4 mld euro (zob. tabela 3.9), a średnia wartość kredytu wynosiła 137,9 tys. euro (w 2010 r. było to 116,9 tys. euro). Ich zabezpieczeniem są hipoteki ustanowione najczęściej na finansowanej nieruchomości. Przez długi okres kredyty mieszkaniowe w większości

przypadków były oprocentowane według zmiennej stopy procentowej, np. w 2010 r. stanowiły one 86,4% wszystkich udzielonych kredytów. Ich oprocentowanie zmieniało się co 6–12 miesięcy stosownie do zmiany stopy referencyjnej, którą najczęściej był odpowiedni EURIBOR. Od 2015 r. obserwuje się wzrost udziału kredytów o stałym oprocentowaniu przez 10 lub więcej lat. O ile w 2015 r. stanowiły one 37,1% wszystkich kredytów mieszkaniowych, to w 2022 r. już 45%. Równocześnie zmalało znaczenie kredytów o stałym oprocentowaniu.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 3.9, w Hiszpanii średnia wartość udzielonych w poszczególnych latach kredytów na inwestycje mieszkaniowe w latach 2010–2013 systematycznie malała, a od 2014 r. do 2022 r. się zwiększała. Zmniejszeniu uległ stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych (aktywnych kredytów) z 620,4 mld euro w 2010 r. do 486,9 mld euro w 2022 r. Spadek zadłużenia widoczny jest także, gdy odniesie się wielkość aktywnych hipotecznych kredytów mieszkaniowych do wartości hiszpańskiego PKB – wskaźnik ten spadł ze 104,1% w 2010 r. do 36,7% w 2022 r.

Należy dodać, że w Hiszpanii kredyty hipoteczne poza finansowaniem budowy domu mieszkalnego, zakupu lub remontu mieszkania zaciągane są także na finansowanie innych nieruchomości. Ponadto każdy kto posiada nieruchomość, która może zostać obciążona hipoteką, ma prawo ubiegać się w banku o pożyczkę na dowolny cel.

Kluczowym źródłem środków na udzielanie przez banki kredytów hipotecznych w Hiszpanii jest emisja listów zastawnych. Podstawy prawne dla hipotecznych listów zastawnych powstały w Hiszpanii już w 1981 r.¹⁴⁴ Natomiast przepisy dotyczące publicznych listów zastawnych zostały wprowadzone dopiero w 2002 r.

Obie ustawy zostały niedawno zastąpione hiszpańskim dekretem królewskim, który wszedł w życie w lipcu 2022 r. w celu dostosowania hiszpańskich ram dotyczących obligacji zabezpieczonych do unijnej dyrektywy (...)¹⁴⁵. Po przyjęciu nowych regulacji prawnych jakości hiszpańskich listów zastawnych

141 Do opisu rynku hiszpańskiego wykorzystano m.in. dane statystyczne zawarte w raporcie EMF HYPOSTAT Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022 (L. López, Spain, s. 129–131 oraz w części statystycznej raportu, s. 149–179).

142 L. López, Spain..., op. cit., s. 129.

143 Tamże, s. 131.

144 M. Arregui, A. G. Mora, Covered..., op. cit., s. 36.

145 M. Escutia, Spanish Covered Bond Market Insights 2023, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230614-spanish-covered-bond-market-insights-2023-12703483> (dostęp: 10.08.2023).

Tablica 3.9. Kredyty mieszkaniowe w Hiszpanii w latach 2010–2022 (mld euro)

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Liczba nowych kredytów mieszkaniowych (w tys.)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	69,5	360,1	620,4	104,1
2011	37,4	274,4	612,7	94,6
2012	32,7	326,3	594,4	84,8
2013	21,9	249,2	569,7	76,0
2014	26,6	259,9	552,6	68,9
2015	35,7	319,7	526,1	61,2
2016	37,5	353,1	511,3	55,1
2017	38,9	384,6	497,7	49,6
2018	43,1	428,1	494,5	46,0
2019	43,6	439,8	487,6	39,2
2020	44,0	417,3	481,9	43,0
2021	59,4	499,1	487,1	40,4
2022	65,2	b.d.	486,9	36,7

Źródło: EMF HYPOSTAT 2022, Statista.

wg agencji ratingowej S&P się poprawiła¹⁴⁶. Zmiany w przepisach wzmocniły ochronę płynności i umożliwiły przedłużenie terminu zapadalności. Warto też dodać, że w przeciwieństwie do innych państw UE, proces harmonizacji w Hiszpanii wymagał znacznych zmian strukturalnych w istniejących ramach prawnych¹⁴⁷.

Hiszpański rynek listów zastawnych obejmuje listy zabezpieczone hipoteką (cédulas hipotecarias), listy publiczne (cédulas territoriales) i połączone listy zastawne (multicédulas)¹⁴⁸. Na rynku listów zastawnych największe znaczenie mają banki BBVA oraz CaixaBank.

Ramy prawne (dekret królewski) hipotecznych listów zastawnych są następujące¹⁴⁹:

1. emitentem jest uniwersalna instytucja kredytowa;
2. właścicielem aktywów zabezpieczających jest emitent;
3. limit LtV 80%;
4. obowiązkowe nadzabezpieczenie 5%.

Podobnie jak w wielu krajach europejskich, listami zastawnymi są długoterminowe papiery dłużne o stałym lub zmiennym oprocentowaniu, zabezpieczone na wierzytelnościach z tytułu aktywnych

¹⁴⁶ Tamże.

¹⁴⁷ Covered Bond & SSA View, NORD/LB, 21 June 2023, s. 5.

¹⁴⁸ M. Escutia, Spanish..., op. cit.

¹⁴⁹ Tamże.



kredytów hipotecznych. Mogą je emitować tylko podmioty nadzorowane przez bank centralny: prywatne banki uniwersalne, kasy oszczędności, banki spółdzielcze i towarzystwa kredytów hipotecznych. Emitenci nie muszą posiadać specjalnej licencji uprawniającej do emisji listów zastawnych. Wolumen listów zastawnych wyemitowanych przez dany podmiot i niewymagalnych nie może przekroczyć 90% wartości kwalifikowanego portfela stanowiącego ich zabezpieczenie. Do portfela kwalifikowanego zalicza się kredyty hipoteczne o LTV nie wyższym niż 60% dla niemieszkaniowych kredytów hipotecznych i 80% dla kredytów mieszkaniowych. Jeżeli limit ten zostanie kiedykolwiek przekroczony ze względu na spłacenie przez klientów części lub całego kredytu hipotecznego, emitenci muszą podjąć następujące działania w celu przywrócenia równowagi między listami zastawnymi w obiegu a aktywami stanowiącymi ich zabezpieczenie:

1. zdeponować gotówkę w Banku Hiszpanii;
2. odkupić na rynku pewną pulę listów zastawnych;
3. dokonać częściowej amortyzacji listów znajdujących się w obiegu;
4. udzielić nowych kredytów hipotecznych nadających się do zabezpieczenia listów zastawnych.

Bank emitujący listy zastawne musi posiadać wystarczającą poduszkę płynności, aby w krytycznej sytuacji być w stanie spłacić wszystkie listy zastawne w ciągu 180 dni. Każdy hiszpański list zastawny musi posiadać następujące elementy:

1. określenie „list zastawny” i datę emisji;
2. nazwę banku emitenta;

Tabela 3.10. Wielkość nowych emisji i stan zasobów hipotecznych listów zastawnych w Hiszpanii w latach 2010–2021

Rok	Emisji nowych listów zastawnych (mld euro)	Listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	51,9	343,4	57,6
2011	72,0	369,2	57,0
2012	98,8	406,7	58,0
2013	22,9	334,6	44,6
2014	23,0	288,6	35,2
2015	31,4	252,4	29,4
2016	31,4	232,5	25,1
2017	30,0	216,5	21,6
2018	19,9	213,3	19,8
2019	19,9	220,8	17,7
2020	14,6	231,1	20,6
2021	12,7	216,8	18,0
2022	22,3	189,0	14,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.



Tabela 3.11. Wartość nowych emisji i obiegu listów zastawnych w Hiszpanii w latach 2013–2022 (w mld euro) w podziale na kupon stały i zmienny

Lata	Wartość nowych emisji		Obieg listów zastawnych	
	Kupon stały	Kupon zmienny	Kupon stały	Kupon zmienny
2013	16,2	12,4	260,8	103,6
2014	8,8	16,1	201	107,1
2015	23,8	17,9	181	99,9
2016	25	13,6	160,6	98,7
2017	10,2	20,2	138,1	103,3
2018	5,8	14,9	126,8	104,5
2019	7,8	14	127,7	115,2
2020	9,1	14,3	135,3	121,5
2021	13	1,6	116,4	126,4
2022	6,8	17,6	94,1	114,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: ECBC: European Covered Bond, Fact Book 2023, European Mortgage Federation, September 2023, s. 577.

3. wartość nominalną, serię i numer;
4. rodzaj i wysokość oprocentowania oraz datę i sposób umorzenia.

Pod względem zabezpieczenia wyróżnia się dwa rodzaje listów zastawnych, przy czym te pierwsze uchodzą za bardziej bezpieczne.

- ▶ listy z gwarancją globalną – są one gwarantowane przez pulę wszystkich wierzytelności emitenta z tytułu jeszcze niespłaconych przez klientów listów zastawnych;
- ▶ listy z gwarancją specjalną, które gwarantowane są za pomocą należności z tytułu jednego lub więcej zidentyfikowanych kredytów hipotecznych.

Zabezpieczenie listów zastawnych na odpowiednim portfelu kredytowym istotnie zmniejsza ryzyko posiadacza listów zastawnych w przypadku niewypłacalności ich emitenta.

Tradycyjna wielkość jednej emisji listów zastawnych na rynku hiszpańskim wynosi od miliona do 10 mln euro, ale występują też emisje jumbo o wartości

1 mld euro. Natomiast wartość nominalna pojedynczych listów zastawnych jest bardzo zróżnicowana i waha się od kilkuset euro do kilku tysięcy i więcej. Ich oprocentowanie jest niższe niż oprocentowanie kredytów hipotecznych, ale nieznacznie wyższe od oprocentowania lokat podmiotów niefinansowych.

Emisją listów zastawnych banki są najbardziej zainteresowane w sytuacji, gdy popyt na kredyty przekracza możliwości zaspokojenia go w oparciu o depozyty od klientów. W latach 2010–2019 i w 2020 r. w hiszpańskim systemie bankowym utrzymywała się nadwyżka kredytów nad depozytami od klientów – najwyższa była w 2011 r., gdy relacja należności z tytułu kredytów do depozytów wynosiła 150%. W następnych latach uległa istotnemu zmniejszeniu – w 2019 r. wynosiła 99%, ale już w 2021 r. wzrosła do 105%. W tabeli 3.10 przedstawiono podstawowe dane statystyczne dotyczące rynku listów zastawnych w Hiszpanii.

W Hiszpanii od dziesięciu lat utrzymuje się spadkowa tendencja na rynku hipotecznych listów zastawnych. Rekordowy poziom emisja tych papierów osiągnęła w 2012 r., kiedy nowych listów wyemitowano na sumę 98,8 mld euro, a wartość listów zastawnych



w obiegu wynosiła 406,7 mld euro. Wysoka była też relacja zasobów listów zastawnych do PKB – 58%. Natomiast w 2022 r. wyemitowano hipoteczne listy o wartości 22,3 mld euro, a wartość listów w obiegu wynosiła 189,0 mld euro. Były to papiery denominowane w euro, w większości ze zmiennym oprocentowaniem przeszacowywanym co 6 lub 12 miesięcy.

Hiszpański rynek ewoluował pod względem struktury listów zastawnych w podziale na listy o stałym i zmiennym kuponie. 10 lat temu na rynku większe znaczenie miały listy o stałym kuponie. Ich udział przekraczał 70%. Na koniec 2022 r. nieco większy jest udział listów zastawnych o zmiennym kuponie. Wyniósł on 55%.

Podsumowując, w Hiszpanii można zaobserwować tendencję spadkową w zakresie listów zastawnych. Na koniec 2012 r. rynek listów zastawnych był w Hiszpanii dwukrotnie większy niż na koniec 2022 r. Ten trend można wytłumaczyć problemami na rynku kredytów mieszkaniowych (m.in. związanych z jakością kredytów).

3.4. Francuski system refinansowania kredytów mieszkaniowych

W 2022 r. we Francji było 37,6 mln mieszkań, a w przeliczeniu na 1000 mieszkańców 550 mieszkań. 63,4% ludności zamieszkiwało we własnym domu lub mieszkaniu w budynku wielorodzinnym – ten wskaźnik od wielu lat się nie zmienił¹⁵⁰. 38% mieszkańców posiada lokum nie obciążone niespłaconym kredytem hipotecznym. Zbudowanych zostało 471 tys. nowych mieszkań. Średnia wartość nowego mieszkania wynosiła 332 tys. euro (r/r +13,3%), a średnia cena 1m² mieszkania 4424 euro (r/r =2,6% – dane z 2021 r.). Na francuskim rynku nieruchomości przeprowadzono 1435 tys. transakcji, z których znakomita większość dotyczyła sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym.

We Francji większość mieszkaniowych kredytów hipotecznych jest udzielana przez banki spółdzielcze, których udział w rynku bankowym w 2021 r. wynosił 62,7%. Prywatne banki uniwersalne udzieliły 37,1% wszystkich kredytów mieszkaniowych, banki specjalne 0,2%. Kredyt mieszkaniowy może otrzymać osoba, która posiada od co najmniej trzech lat stałą i dobrze płatną pracę. Taki staż pracy czyni kredytobiorcę bardziej wiarygodnym. Zaś w przypadku osób pracujących na własny rachunek bank bierze pod uwagę stabilność i wysokość dochodów z działalności gospodarczej. Najważniejszym źródłem refinansowania kredytów mieszkaniowych były depozyty od podmiotów niefinansowych. Ich łączna wartość wynosiła 2,66 bln euro, z czego 67% stanowiły depozyty gospodarstw domowych, a 33% firm i instytucji niefinansowych. Ok. 20% francuskich kredytów mieszkaniowych refinansowane jest przez emisję listów zastawnych (obligations foncières – OF). W 2022 r. francuskie banki uniwersalne i banki specjalistyczne udzieliły mieszkaniowych kredytów hipotecznych na sumę 259,7 mld euro, o 5,1% mniej niż rok wcześniej. Zaciąganiu kredytów sprzyjało ich niskie oprocentowanie, które spadło z 1,19% w styczniu do 1,07% w grudniu. Nowe kredyty były udzielane średnio na 21,7 lat, średni wskaźnik LTV wynosił 82,9%. Aż 97,4% nowych kredytów stanowiły kredyty o stałym oprocentowaniu, tzn. stopa procentowa ustalona na początku pozostaje taka sama przez cały okres spłaty kredytu, ale czasami możliwe jest wynegocjowanie z bankiem nowego oprocentowania. Udział kredytów mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu w ostatnim dziesięcioleciu stopniowo się zwiększał – w 2010 r. wynosił 88,2%, a w 2021 r. już 97,4%. Na koniec 2022 r. we Francji pozostawały do spłacenia kredyty o wartości 1280,9 mld euro – wzrost r/r o 5,5% (zob. tabela 3.12). W zdecydowanej większości ich spłata była zabezpieczona za pomocą hipotek lub innych instrumentów prawnych.

Emisja hipotecznych listów zastawnych we Francji była największa w 2011 r. i wynosiła 88,8 mld euro, a najniższa w 2014 r. (17,6 mld euro). W 2022 r. wyemitowano nowe hipoteczne listy zastawne o wartości 45,9 mld euro (spadek r/r o 15,3%), a w obiegu znajdowały się listy zastawne o wartości 244,3 mld euro – wzrost r/r o 7,2%. Dominowały hipoteczne listy zastawne ze stałym kuponem. Więcej aktywnych listów zastawnych na rynku było tylko w Niemczech (486,9 mld euro) i w Danii (440,4 mld euro) i Jednakże, gdy porówna się wartość francuskich zasobów hipotecznych listów zastawnych z wartością portfela aktywnych mieszkaniowych kredytów hipotecznych, to nie jest ona duża i wynosi tylko 19,1%.

Oprócz hipotecznych listów zastawnych na rynku francuskim istnieją też publiczne listy zastawne i listy mieszane. Wartość ich emisji w 2022 r. wynosiła 12,5 mld euro, a wartość aktywnego portfela 123,3 mld euro.

¹⁵⁰ Do opisu rynku francuskiego wykorzystano m.in. dane statystyczne zawarte w raporcie EMF HYPOSTAT Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022 (B. Cartier, France, s. 83–85 oraz w części statystycznej raportu, s. 149–179).

**Tabela 3.12.** Kredyty mieszkaniowe we Francji w latach 2010–2022

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	168,8	795,2	39,9
2011	161,6	843,2	41,0
2012	119,3	870,0	41,7
2013	139,8	814,6	38,5
2014	112,7	833,1	38,8
2015	212,3	866,4	39,4
2016	251,3	899,4	40,3
2017	227,7	954,2	41,5
2018	203,1	1009,6	44,7
2019	246,6	1078,6	44,2
2020	252,4	1137,0	49,2
2021	273,7	1214,6	48,6
2022	259,7	1280,9	48,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

We Francji listy zastawne mogą emitować tylko wyspecjalizowane instytucje finansowe. Od początku istnienia listów zastawnych przez 150 lat prawo do ich emisji miał tylko jeden bank hipoteczny – Credit Foncier de France (CFF). Monopol CFF zniósł uchwalona w 1999 r. ustawa o bankowości hipotecznej¹⁵¹. W 2019 r. CFF został włączony do struktury spółdzielczej grupy BPCE (drugiej największej grupy bankowej we Francji), a więc nie udziela już kredytów i marka CFF zniknęła z rynku.

We francuskiej koncepcji emitowania listów zastawnych zakłada się, że będą one przeprowadzane przez wyspecjalizowane instytucje kredytowe SFH (Société de Crédit à l'Habitat) i SCF (Société de Cré-

dit Foncier). Dodatkowe ramy są przeznaczone wyłącznie dla Caisse de Refinancement de l'Habitat¹⁵².

List zastawny funkcjonuje we Francji w oparciu o specjalne przepisy prawne, które są zgodne z dyrektywą 2019/2162 dotyczącą obligacji zabezpieczonych i rygorystyczne, co daje wysoki poziom ochrony inwestorów nabywających francuskie listy zastawne.

Instytucje kredytowe emitujące listy zastawne są we Francji licencjonowane i nadzorowane przez ostrożnościowy urząd nadzoru i restrukturyzacji (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution – ACPR), który jest instytucją odpowiedzialną za monitorowanie działalności bankowej i ubezpieczeniowej.

¹⁵¹ O. Mastroeni, Pfandbrief – style products in Europe, BIS Paper No 5, ECB, s. 58, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap05b.pdf> (dostęp: 16.07.2023).

¹⁵² The French Covered Bond Legal Framework: A Closer Look, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230403-the-french-covered-bond-legal-framework-a-closer-look-12625085> (dostęp: 15.07.2023).



Tabela 3.13. Wielkość nowych emisji i wartość hipotecznych listów zastawnych w obiegu we Francji w latach 2010–2022

Rok	Emisji nowych hipotecznych listów zastawnych (mld euro)	Hipoteczne listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości hipotecznych listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	51,6	156,2	7,8
2011	88,8	189,4	9,2
2012	53,3	208,3	10,0
2013	21,4	202,8	9,6
2014	17,6	188,9	8,8
2015	33,9	188,7	8,6
2016	19,5	177,8	8,0
2017	28,3	185,8	8,1
2018	27,1	194,2	8,2
2019	37,0	209,3	8,6
2020	39,8	221,8	9,6
2021	29,9	226,9	9,1
2022	45,9	244,3	9,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

SFH i SCF to instytucje (podkategoria instytucji kredytowych we Francji), które są odrębnymi spółkami (jednostkami specjalnie utworzonymi do emisji listów zastawnych), a ich rolą jest zapewnienie refinansowania kredytów (głównie hipotecznych) grupie bankowej, której są częścią. Specyfiką SFH i SCF jest to, że nie zatrudniają one pracowników (są zarządzane przez bank macierzysty) i nie posiadają żadnych zasobów¹⁵³. Ich rolą jest przeprowadzanie emisji listów zastawnych (obligations de financement de l'habitat i obligations foncières) oraz zarządzanie aktywami zabezpieczającymi te emisje¹⁵⁴.

Do utworzonego podmiotu SFH lub SCF przenosi się poprzez prawdziwą sprzedaż aktywa, które będą sta-

nowiły podstawę emisji listów zastawnych¹⁵⁵. Nadzór nad SFH i SCF sprawuje ACPR. Dodatkowo do nadzoru powołuje się niezależnego kontrolera, który swoją kadencję sprawuje przez 4 lata i jest wybierany z listy zarejestrowanych biegłych rewidentów za zgodą ACPR¹⁵⁶. Porównanie SFH i SCF przedstawiono w tabeli 3.14.

Wydaje się, że specyficzny model emisji listów zastawnych z udziałem dwóch instytucji pośredniczących między rynkiem i bankami nie byłby dobry dla Polski ze względu na brak odpowiednich tradycji w tym zakresie. Należałoby zastąpić istniejące u nas banki hipoteczne nowymi instytucjami, co spowodowałoby duże zamieszanie na rynku

¹⁵³ Tamże.

¹⁵⁴ Tamże.

¹⁵⁵ Ch. Van Gallebaert, How French covered bonds work?, IFLR/July/August 2014, s. 77.

¹⁵⁶ Tamże, s. 79.

**Tabela 3.14.** Porównanie francuskich instytucji emitujących listy zastawne

Kryterium	SFH	SCF
Emitent	Wyspecjalizowana instytucja kredytowa o ograniczonym przeznaczeniu, licencjonowana jako SFH	Wyspecjalizowana instytucja kredytowa o ograniczonym przeznaczeniu, licencjonowana jako SCF
Nadzór i licencjonowanie	Autorité de Contrôle Pruden- tiel et de Résolution (ACPR)	Autorité de Contrôle Pruden- tiel et de Résolution (ACPR)
Aktywa zabezpieczające	Kredyty hipoteczne (tylko mieszkaniowe) Pożyczki bankowe	Kredyty hipoteczne (również komercyjne) Kredyty udzielone sektorowi publicznemu
LtV i szacowanie LtV	Mieszkaniowe 80% Wartość rynkowa (długoterminowa)	Mieszkaniowe 80% Komercyjne 60% Wartość rynkowa (długoterminowa)
Obowiązkowe nadzabezpieczenie	5%	5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Covered Bond Special. Covered Bond Laws, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, NORD/LB, 2023, s. 9 oraz The French Covered Bond Legal Framework: A Closer Look, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230403-the-french-covered-bond-legal-framework-a-closer-look-12625085> (dostęp: 15.07.2023).

listów zastawnych i do jego ustabilizowania wymagałoby dużo czasu.

3.5. Włoski system refinansowania kredytów mieszkaniowych

W 2022 r. 74,3 % ludności Włoch zamieszkiwało we własnym domu lub mieszkaniu¹⁵⁷. 16% mieszkań własnościowych obciążonych było kredytem hipotecznym. Na jedną osobę średnio przypadało 1,4 izby. Nowych mieszkań we Włoszech w 2021 r. zbudowano 61 tys., a cena 1m² wynosiła 2299 euro i była o 1% wyższa niż rok wcześniej. Na włoskim pierwotnym i wtórnym rynku mieszkaniowym zrealizowano 748 tys. transakcji zakupu mieszkań (wzrost r/r o 34%). Średnia cena mieszkania stanowiła równowartość 6,1 rocznych pensji i był to jeden z najniższych wskaźników w krajach UE.

We Włoszech większość mieszkaniowych kredytów hipotecznych jest udzielana przez banki detaliczne. W 2022 r. banki przyznały klientom kredyty na sumę

69,4 mld euro (r/r spadek o 12,2%). Średnia kwota kredytu w 2021 r. wynosiła 136 tys. euro (wzrost o 4300 euro w stosunku do 2020 r. i o 8000 euro więcej niż w 2019 r.). Średni okres spłaty kredytu wynosił 23,9 lat. Dominowały kredyty o stałym oprocentowaniu (82,9%), a udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu wśród nowych kredytów wynosił tylko 17,1%, ale w 2022 r. wzrósł do 40%. Zadłużenie z tytułu aktywnych kredytów hipotecznych, głównie mieszkaniowych na koniec 2022 r. wynosiło 427,0 mld euro (wzrost r/r o 4,2%). W relacji do PKB zadłużenie wynosiło 22,4% (zob. tabela 3.15).

W latach 2010–2022 we Włoszech stopniowo zwiększała się wartość portfela kredytów mieszkaniowych u kredytodawców. Kredyty te są refinansowane za pomocą depozytów od podmiotów niefinansowych, listów zastawnych i niezabezpieczonych obligacji bankowych. Ok. 40% krajowych hipotek mieszkaniowych jest refinansowanych za pomocą listów zastawnych, a ich łączny wolumen pozostający do spłaty stanowił ponad 10% krajowego PKB na koniec 2022 r.¹⁵⁸

¹⁵⁷ Do opisu rynku włoskiego wykorzystano m.in. dane statystyczne zawarte w raporcie EMF HYPOSTAT Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022 (M. Marino, Italy, oraz w części statystycznej raportu.

¹⁵⁸ Legal framework analysis: Italy Obbligazioni Bancarie Garantite (OBG), ScopeRatings, <https://www.scopegroup.com/dam/jcr:3deff242-6d94-4677-9702-b0cb0d9d820b/Scope%20Ratings%20-%20Covered%20Bond%20Framework%20Analysis%20-%20Italy%20May%202023.pdf> (dostęp: 12.08.2023).

**Tablica 3.15.** Kredyty mieszkaniowe we Włoszech w latach 2010-2022 (mld euro)

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	58,3	352,1	21,9
2011	53,1	367,6	22,3
2012	28,6	365,6	22,5
2013	25,9	361,4	22,4
2014	31,8	359,1	22,1
2015	61,6	362,3	21,9
2016	79,1	369,5	21,8
2017	70,5	375,5	21,6
2018	67,9	379,0	21,4
2019	71,6	383,5	21,3
2020	76,3	391,5	23,6
2021	79,0	409,9	23,1
2022	69,4	427,0	22,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022, Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

We Włoszech emitowane są głównie hipoteczne listy zastawne, a publiczne listy zastawne mają marginalne znaczenie. Ich emitentami są spółki celowe (SPV) utworzone przez duże banki uniwersalne współpracujące z wieloma kredytodawcami. Jako zabezpieczenie hipotecznych listów zastawnych służą należności z tytułu udzielonych kredytów mieszkaniowych do wysokości 80% LtV i do 60% LtV w przypadku kredytów na cele komercyjne¹⁵⁹. 30 marca 2023 r. Bank Włoch (Banca d'Italia) opublikował zaktualizowane przepisy dotyczące listów zastawnych. Nowe przepisy powstały ze względu na konieczność dostosowania włoskiego prawa do unijnej dyrektywy dotyczącej obligacji zabezpieczonych. Ramy prawne dotyczące listów zastawnych opierają się na włoskiej ustawie o sekurytyzacji¹⁶⁰.

W 2022 r. we Włoszech wyemitowano hipoteczne listy zastawne na sumę 20,8 mld euro, wszystkie w walucie euro. Wartość portfela aktywnych hipotecznych listów zastawnych wynosiła 162,8%, a publicznych tylko 3,1 mld euro. 63% wszystkich listów zastawnych stanowiły papiery oprocentowane według zmiennej stopy procentowej.

3.6. Węgierski system refinansowania kredytów mieszkaniowych

Na Węgrzech listy zastawne zaczęto emitować już w latach czterdziestych XIX wieku¹⁶¹. Droga rozwoju węgierskiej bankowości hipotecznej po zapoczątkowaniu transformacji politycznej i gospodarczej

159 Zob. Covered Bond Special. Covered Bond Laws, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, NORD/LB, 2023, s. 11.

160 Legal..., op. cit.

161 G. L. Nagy, Mortgage Bank Refinancing – Proposals for Implementation of the European Covered Bond Directive in Hungary, Financial and Economic Review, Vol. 19 Issue 3, September 2020, s. 84.

Tabela 3.16. Wielkość nowych emisji i wartość hipotecznych listów zastawnych w obiegu we Włoszech w latach 2010–2022

Rok	Emisji nowych listów zastawnych (mld euro)	Listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	12,9	26,9	1,7
2011	29,3	50,8	3,1
2012	70,7	116,4	7,2
2013	24,5	122,1	7,6
2014	39,5	125,5	7,5
2015	27,6	122,1	7,4
2016	41,8	139,0	8,2
2017	19,2	140,0	8,1
2018	45,2	163,3	9,2
2019	27,0	172,8	9,6
2020	26,1	171,1	10,3
2021	22,5	168,1	9,5
2022	20,8	162,8	8,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

jest zbliżona do polskiej. Na Węgrzech, podobnie jak Polsce, ramy prawne dotyczące listów zastawnych stworzono w 1997 r., czyli w pierwszych latach transformacji gospodarczej. Jednak wysoki poziom finansowania węgierskich banków depozytami ludności ograniczał podaż listów zastawnych i konieczność nowych emisji tych papierów.

Na Węgrzech liczących 9,7 mln mieszkańców istniało na koniec 2022 r. 4,6 mln mieszkań, co oznacza 475 mieszkań na 1000 osób¹⁶². Aż 91,1% ludności kraju mieszka we własnych domach lub mieszkaniach, spośród których 15% obciążonych było niespłaconym jeszcze kredytem. W 2022 r. oddano do użytku 20540 nowych mieszkań, tj. 3% więcej niż w poprzednim roku, ale tylko 73% tej ilości co w 2020 r.¹⁶³. Średnia cena

1 m² nowego mieszkania w 2021 r. wynosiła 2014 euro i była o 21,5% wyższa niż w poprzednim roku. Mieszkanie o powierzchni 70 m² kosztowało 9,6 średnich rocznych pensji. Na węgierskim rynku nieruchomości dokonano 168 tys. transakcji sprzedaży lokum, z czego znaczną część z udziałem kredytów bankowych.

Wartość nowych kredytów hipotecznych na Węgrzech w latach 2010–2013 zmniejszała się, a od 2014 r. odnotowywano systematyczny wzrost i w 2022 r. wartość nowych kredytów hipotecznych wynosiła 3273 mln euro (spadek r/r o 7,1%). Wskaźnik LTV jest niższy niż 60%¹⁶⁴. Natomiast portfel aktywnych kredytów hipotecznych zmniejszał się aż do 2020 r, po czym w 2021 r. wzrósł do 14,7 mld euro, na koniec 2022 r. wynosił 14,2 mld euro. Spadek zadłużenia z tytułu kredytów hipotecznych najwyraźniej widać, obserwując wskaźnik ich relacji do

¹⁶² Hypostat 2023.

¹⁶³ Tamże.

¹⁶⁴ Tamże.

**Tabela 3.17.** Kredyty mieszkaniowe na Węgrzech w latach 2010–2022 (mld euro)

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mln euro)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	1398	24,7	24,7
2011	1294	21,9	21,5
2012	1214	20,5	19,9
2013	623	18,5	18,1
2014	885	17,1	16,1
2015	1343	14,9	13,2
2016	1688	14,0	12,1
2017	2352	13,6	10,7
2018	2875	13,6	10,0
2019	3012	13,7	9,4
2020	2844	13,3	9,7
2021	3524	14,7	9,5
2022	3273	14,2	8,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

PKB, który zmniejszył się z 24,7% w 2010 r. do 8,3% w 2022 r. W porównaniu z innymi krajami unijnymi jest to niski wskaźnik.

Spółeczeństwo węgierskie należy do najmniej zadłużonych na cele mieszkaniowe społeczeństw w EU27 – w przeliczeniu na jedną dorosłą osobę w 2022 r. zadłużenie wynosiło 1,8 tys. euro i było 10 razy mniejsze niż średnie w całej UE. Stosunkowo niski jest też wskaźnik LtV, który wynosi 50%. Wpływ na to ma m.in. ponad dwa razy wyższe niż średnie unijne oprocentowanie kredytów hipotecznych (odpowiednio 7,4% i 3,1%). Od kilku lat zmniejszał się udział kredytów hipotecznych o zmiennym oprocentowaniu, który spadł z 75,6% w 2011 r. do tylko 0,8% w 2022 r.

Kredyty hipoteczne refinansowane są depozytami bankowymi i listami zastawnymi. Najwyższy udział w rynku kredytów hipotecznych na cele mieszkaniowe na Węgrzech mają banki hipoteczne – 58,7%,

następnie plasują się kasy oszczędności – 31,8% i banki spółdzielcze – 9,1%.

Listy zastawne mogą być emitowane przez specjalistyczne banki hipoteczne, utworzone przez największe banki funkcjonujące na Węgrzech: Uni Credit, OTP Bank, FHB Bank i Erste Group. Banki hipoteczne współpracują z bankami uniwersalnymi, kupując od nich należności z tytułu kredytów hipotecznych, aby na podstawie tych aktywów emitować listy zastawne. Podobnie jak w Polsce w działalności banku hipotecznego występuje ograniczenie działalności gospodarczej takiej instytucji do udzielania kredytów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach¹⁶⁵. Listy zastawne muszą być pokryte do 80% kredyta-

¹⁶⁵ G. Nagy, Specialized mortgage banks in a harmonized world, 23rd Central European Covered Bond Conference, Copenhagen, 25 October 2019, s. 5.

Tabela 3.18. Wielkość nowych emisji i wartość hipotecznych listów zastawnych w obiegu na Węgrzech w latach 2010–2022

Rok	Emisja nowych listów zastawnych (mln euro)	Listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	542	6,3	6,3
2011	2264	5,2	5,1
2012	1140	5,0	4,9
2013	559	4,0	3,9
2014	91	3,3	3,1
2015	888	3,0	2,7
2016	625	2,2	1,9
2017	1166	2,6	2,1
2018	2004	3,8	2,8
2019	487	3,9	2,6
2020	1555	4,5	3,3
2021	541	4,4	2,9
2022	911	4,8	2,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hyposat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hyposat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

mi hipotecznymi¹⁶⁶. Instrumenty pochodne mogą być włączone do puli zabezpieczeń¹⁶⁷. W przypadku węgierskich banków hipotecznych występują dodatkowe wymogi nadzorcze, których nie muszą spełniać banki uniwersalne.

Wartość emisji nowych listów zastawnych, jak i ich zasobów w obiegu podlegają dużym wahaniom. Najwięcej listów zastawnych w obiegu był w 2010 r. – o wartości 6,3 mld euro, a w 2022 r. o wartości 4,8 mld euro. Były to papiery denominowane w walucie krajowej. 75% stanowiły listy o stałym kuponie. W 2022 r. emisja listów zastawnych wynosiła 911 mln euro, z czego 27% stanowiły listy o stałym oprocentowaniu. W konsekwencji silnie zmieniała

się też ich relacja do węgierskiego PKB. O ile w 2010 r. wynosiła ona 6,3%, a w 2020 r. 3,3%, to w 2022 r. zmniejszyła się do 2,9%.

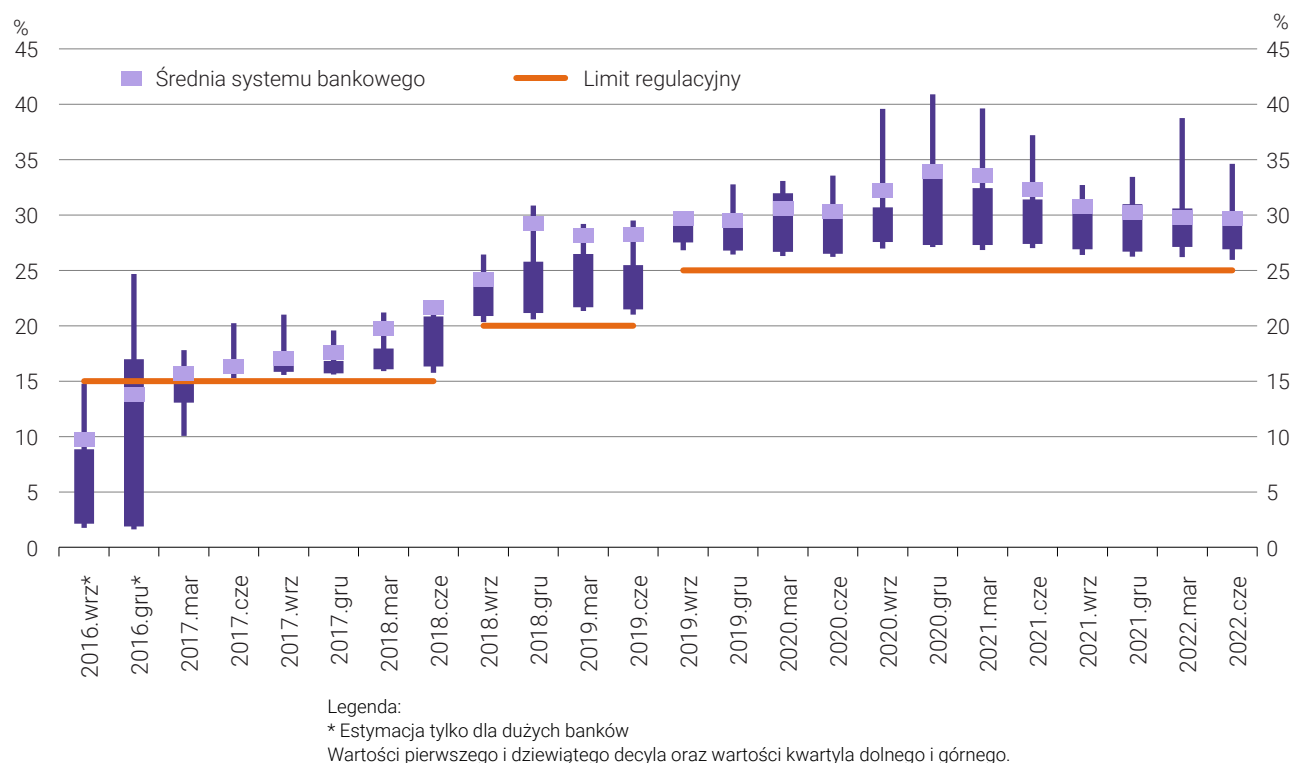
Podobnie jak w Polsce problemem węgierskiej bankowości hipotecznej jest niedopasowanie terminowe. W celu zmniejszenia niedopasowania długich terminów zapadalności kredytów hipotecznych do krótkoterminowych terminów wymagalności depozytów klientów oraz ożywienia węgierskiego rynku listów zastawnych Centralny Bank Węgier (Magyar Nemzeti Bank) w 2017 r. wprowadził w formie rozporządzenia wskaźnik MFAR (*Mortgage Funding Adequacy Ratio*), czyli wskaźnik adekwatności finansowania kredytów mieszkaniowych. Wskaźnik ten określa wymagany poziom w % refinansowania portfela długoterminowych kredytów hipotecznych listami zastawnymi.

Początkowo poziom wskaźnika ustalono na 15% i stopniowo zaostrzano. Już bowiem w październiku

¹⁶⁶ Tamże.

¹⁶⁷ Tamże.

Wykres 3.2. Zgodność z wyznaczonym limitem MFAR w węgierskim sektorze bankowym



Źródło: Macroprudential Report 2022, Magyar Nemzeti Bank, s. 26.

2018 r. zwiększono go do 20%, w październiku 2019 r. wzrósł do 25%, a od października 2023 r. wymagana wysokość miała wynosić 30%.

Aby ożywić rynek listów zastawnych, bank centralny w maju 2020 r. zainicjował program skupu listów zastawnych po preferencyjnych cenach, który w listopadzie 2020 r. został zastąpiony przez nowy program skupu zielonych listów zastawnych.

Z danych zawartych w tabeli 3,19 wynika, że od 2017 w związku z wprowadzeniem wskaźnika adekwatności finansowania hipotecznego wartość listów zastawnych w obiegu wykazywała tendencję wzrostową, co znalazło odzwierciedlenie we wskaźniku wartości listów zastawnych w obiegu do PKB. Wskaźnik ten wzrósł z 1,9% w 2016 r. do 3,3% w 2020 r., ale w 2022 r. zmniejszył się do 2,8 %. Na koniec 2022 r. wartość węgierskich listów zastawnych w obiegu wynosiła 4,5 mld euro. Należy podkreślić, że banki udzielające kredytów hipotecznych z nadwyżką spełniają wartość tego wskaźnika. Banki dostosowywały się do rosnących wymogów regulacyjnych zwiększając emisję listów zastawnych. Pomimo nacisku regulacyjnego ze strony Banku Węgier, który pełni rolę nadzorczą nad bankami na Węgrzech, relacja wartości listów zastawnych w obiegu do PKB jest ciągle stosunkowo niska w po-

równaniu z takimi krajami jak Dania czy nawet kraje śródziemnomorskie.

Wskaźnik MFAR jest wykorzystywany również do promowania zielonego rynku listów zastawnych. 1 lipca 2021 r. weszło bowiem na Węgrzech w życie preferencyjne traktowanie zielonych funduszy we wskaźniku MFAR, co przyczyniło się do powstania pierwszych krajowych zielonych listów zastawnych¹⁶⁸. Od 1 lipca 2022 r. znowelizowane przepisy umożliwiają uwzględnienie we wskaźniku MFAR zobowiązań zabezpieczonych hipoteką w walutach obcych¹⁶⁹. Wg Banku Centralnego Węgier zmiana ma sprzyjać poszerzeniu bazy inwestorów nabywających listy zastawne, a tym samym ułatwić bankom pozyskiwanie długookresowego i stabilnego finansowania¹⁷⁰.

Na Węgrzech funkcjonują również kasy oszczędnościowo-budowlane. System ten został wprowadzony w 1997 r. na wzór niemiecki. Wiodąca na Węgrzech

168 Macroprudential Report 2022, Magyar Nemzeti Bank, s. 26.

169 MNB supports development of mortgage bond market and stable funding of banks by amending MFAR regulation, <https://www.mnb.hu/en/pressroom/press-releases/press-releases-2022/mnb-supports-development-of-mortgage-bond-market-and-stable-funding-of-banks-by-amending-mfar-regulation> (dostęp: 7.08.2023).

170 Tamże.

**Tabela 3.19.** Wpływ wskaźnika adekwatności finansowania hipotecznego na Węgrzech na rozwój rynku listów zastawnych

Lata	Wielkość emisji listów zastawnych w mln euro	Listy zastawne jako procent PKB	Listy zastawne w obiegu w mln euro
2016	625	1,9	2189
2017	1166	2,1	2641
2018	2004	2,8	3762
2019	487	2,6	3868
2020	1155	3,3	4526
2021	541	2,9	4483
2022	911	2,8	4840

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

kasa mieszkaniowa (*Lakáskassza*) to podmiot zależny od największej kasy oszczędnościowo-budowlanej na świecie Schwäbisch Hall.

Węgierski rynek listów zastawnych jest podobny do polskiego. Listy zastawne mogą być emitowane tylko specjalistyczne banki hipoteczne, które działają w ramach dużych węgierskich grup bankowych. Na rynku nie występują publiczne listy zastawne (w Polsce publiczne listy odgrywają marginalną rolę). Rynek nie jest duży, ale porównywalny z niedużym polskim rynkiem, choć Węgry mają cztery razy mniej ludności.

3.7. System refinansowania kredytów na cele mieszkaniowe w Czechach

W liczących 10,6 mln mieszkańców Czechach istnieje 5,04 mln mieszkań, w przeliczeniu na 1000 osób wypada 480 mieszkań¹⁷¹. Na jedną osobę przypada 1,5 izby. 78,3% czeskiego społeczeństwa mieszka we własnych domach lub mieszkaniach. 21% wszystkich mieszkań jest obciążone niespłaconymi jeszcze kredytami¹⁷². W 2022 r. oddano do użytku 39,5 tys. nowych mieszkań¹⁷³.

Średnia cena 1 m² mieszkania w 2021 r. wynosiła 3342 euro była o 8,9% wyższa niż przed rok wcześniej¹⁷⁴. Czechy są najmniej przystępnym rynkiem mieszkaniowym – średnia cena mieszkania o powierzchni 70 m² stanowi 13,3 średnich rocznych pensji¹⁷⁵.

W 2022 r. w Czechach nowe kredyty hipoteczne miały wartość 17,9 mld euro (spadek po rekordowym wyniku w 2021 r. o 23,8%). Ich średnie oprocentowanie wynosiło 4,61% (rok wcześniej 2,27%). 95% wszystkich nowo udzielonych kredytów hipotecznych było oprocentowane według stałej stopy procentowej (nie zmienianej przez okres nawet 10 lat), podczas gdy w 2010 r. na stały procent udzielono 44% tego rodzaju kredytów. Zgodnie z zaleceniami banku centralnego wskaźnik LTV nie może przekroczyć 90%, ale w praktyce najczęściej jest niższy i mieści się w przedziale 80–90%. Kredyty udzielane są na 25–30 lat. Portfel niespłaconych kredytów na koniec 2022 r. wynosił 65,5 mld euro (r/r +8,1%). Zdecydowana większość wszystkich kredytów przypadła na cztery największe banki działające w Czechach: CSOB, OTP Bank, Ceska Sporitelna i Komerční Banka. Nowym trendem jest w Czechach rosnący popyt na mieszkania na wynajem¹⁷⁶.

Kredyty hipoteczne w Czechach refinansowane są za pomocą kombinacji depozytów od klientów i hipo-

171 Do opisu rynku czeskiego wykorzystano m.in. dane statystyczne zawarte w raporcie EMF HYPOSTAT Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022 (M. Kotek, Czechia, s. 73–74 oraz w części statystycznej raportu, s. 149–179).

172 Tamże.

173 Tamże.

174 Tamże.

175 Tamże.

176 M. Kotek, Czechia EU 27 Country Report, EMF HYPOSTAT 2022, s. 73.



Tabela 3.20. Kredyty mieszkaniowe w Czechach w latach 2010–2021 (mld euro)

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	3,2	24,1	15,3
2011	4,8	25,6	15,5
2012	4,6	27,9	17,1
2013	6,4	27,2	17,1
2014	6,4	28,7	18,2
2015	8,0	32,1	18,9
2016	10,4	34,9	19,7
2017	11,2	40,5	20,9
2018	11,9	44,0	20,8
2019	10,7	48,7	21,6
2020	14,7	51,2	23,7
2021	23,8	60,3	25,5
2022	17,9	65,5	23,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

tecznych listów zastawnych (hypotecni zástavní listy). Emitentami listów zastawnych są banki uniwersalne, przy czym na emisję tych papierów nie jest wymagana żadna dodatkowa licencja. Oznacza to, że w Czechach mamy do czynienia z modelem uniwersalnym w zakresie emisji listów zastawnych. Wymagany wskaźnik LtV wynosi 100%, a konieczne nadzabezpieczenie 2%¹⁷⁷.

Rekordowy poziom emisji nowych listów zastawnych osiągnięto w Czechach w 2021 r. Wyemitowano bowiem listy zastawne o wartości 10415 mln euro. W 2021 r. również na rekordowym poziomie była wartość listów zastawnych znajdujących się w obiegu – 22,5 mld euro, co stanowiło 9,5% czeskiego PKB. W 2022 r. uzyskano znacznie gorsze wyniki: emisja wyniosła 4,4 mld euro, a wartość port-

fela aktywnych listów zastawnych 17,9 mld euro, co w relacji do PKB stanowiło 6,5%. (zob. tabela 3.21).

W 2022 r. 92% aktywnych listów zastawnych stanowiły papiery denominowane w walucie krajowej, a 65,7% ze stałym kuponem. Emisje mają charakter emisji hard bullet, czyli są spłacane we wcześniej zaplanowanym terminie zapadalności.

W Czechach od 30 lat funkcjonują również kasy budowlano-oszczędnościowe (stavební spoření), które podobnie jak w innych państwach postsocjalistycznych były tworzone na wzór niemiecki. System powstał w 1993 r. Czesi finansują za pomocą tego systemu cele związane z budową domu, nabyciem mieszkania, przebudową domu lub mieszkania. W Czechach funkcjonuje pięć kas, które są zorganizowane w formie spółek akcyjnych. W wyniku zmian własnościowych są to podmioty należące do banków komercyjnych (w kasie ČMSS 100% akcji ma

¹⁷⁷ Covered Bond Special. Covered Bond Laws, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, NORD/LB, 2023, s. 7.

Tabela 3.21. Wielkość nowych emisji i wartość hipotecznych listów zastawnych w obiegu w Czechach w latach 2010–2021

Rok	Emisja nowych listów zastawnych (mln euro)	Listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	723	8,2	5,2
2011	770	8,5	5,2
2012	1309	9,1	5,6
2013	1791	10,4	6,5
2014	2188	11,1	7,0
2015	2729	11,7	6,9
2016	1693	13,1	7,4
2017	4074	15,5	8,0
2018	2573	13,8	6,5
2019	1516	14,2	6,3
2020	6412	18,2	8,4
2021	10415	22,5	9,5
2022	4435	17,9	6,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

bank ČSOB, Modrá pyramida należy do Komerční banka, Stavební spořitelna České spořitelny jest częścią grupy Česká spořitelna, Raiffeisen stavební spořitelna należy do Raiffeisen Banku, MONETA Stavební spořitelna należącą do Banku MONETA).

W czeskich kasach rośnie znaczenie projektów mających na celu zmniejszenie energochłonności budynków. Duża popularność oszczędzania na cele mieszkaniowe w Czechach była od początku związana z premią, którą oszczędzający w kasie otrzymywał od państwa. Doświadczenia czeskie pokazują, że atrakcyjność kas budowlano-oszczędnościowych ściśle powiązana jest z premią od państwa. Ograniczenie wsparcia państwa i nałożenie podatku u źródła na to wsparcie ograniczyło chęć oszczędzania w kasach¹⁷⁸.

Na koniec 2022 r. wskaźnik LCR wynosił w czeskich kasach budowlano-oszczędnościowych 600%¹⁷⁹. Z drugiej strony wysoki był wskaźnik kredytów do depozytów (112%)¹⁸⁰. W dużych czeskich bankach ten wskaźnik wyniósł na koniec 2022 r. 73%¹⁸¹.

W Czechach emisją listów zastawnych zajmują się banki uniwersalne, 75% udziału w rynku listów zastawnych mają trzy największe czeskie banki uniwersalne. Program emisji listów zastawnych Komerční Banku uruchomiony w 2021 r. o wartości 5 mld euro. Listy zastawne zostały zabezpieczone czeskimi mieszkaniowymi kredytami hipotecznymi denominowanymi w koronie czeskiej. Wyemitowane listy zastawne kwalifikują się do repo EBC

178 Więcej: J. Mačí, Financial Tools with the State Support. The Case of Building Societies in Czechia, Conference Hradec Economic Days 2022.

179 Financial Stability Report, Spring 2023, Czech National Bank, s. 30.

180 Tamże, s. 45.

181 Tamże, s. 45.



Tabela 3.22. Wartość nowych emisji i obiegu listów zastawnych w Czechach w latach 2013–2022 (w mld euro) w podziale na kupon stały i zmienny

Lata	Wartość nowych emisji		Obieg listów zastawnych	
	Kupon stały	Kupon zmienny	Kupon stały	Kupon zmienny
2013	1,7	0,07	6,1	4,1
2014	2	0,14	5,3	5,7
2015	2,1	0,64	6,1	5,5
2016	1,6	0,14	7,4	5,6
2017	4	0,04	10,6	4,8
2018	2,4	0,13	9,3	4,4
2019	1,5	0,04	9,9	4,2
2020	2,4	4,1	10,4	7,8
2021	8,5	1,9	10,8	11,8
2022	1,7	2,7	6,1	4,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: ECBC: European Covered Bond, Fact Book 2023, European Mortgage Federation, September 2023, s. 572.

i jako aktywa poziomu 1 na potrzeby zarządzania wskaźnikiem LCR.

Czeski rynek listów zastawnych pod względem wartości aktywnych listów jest cztery razy większy niż Polski, przy niemal cztery razy mniejszej populacji. Co więcej ma to miejsce w sytuacji zbliżonej pod względem roli depozytów w finansowaniu sektora bankowego i relacji kredytów do depozytów. Warto jednak zauważyć, że w Czechach rynek kredytów mieszkaniowych jest większy niż w Polsce¹⁸². Czeskie banki mają również bardziej bezpieczną strukturę portfela kredytów mieszkaniowych niż banki polskie z uwagi na bardzo ograniczoną rolę w tych portfelach zadłużenia w innej walucie niż korona czeska.

3.8. System refinansowania kredytów na cele mieszkaniowe w Szwecji

Szwecja pozostaje jednym z pięciu największych rynków listów zastawnych z aktywnymi emisja-

mi o łącznej wartości 2,50 bln koron szwedzkich (231 mld euro) w sierpniu 2022 r.¹⁸³

W liczącej 10,4 mln mieszkańców Szwecji istnieje 5,096 mln mieszkań, a w przeliczeniu na 1000 osób 490¹⁸⁴. W 2022 r. wybudowano 54,3 tys. mieszkań (w rekordowym pod tym względem 2019 r. 55,7 tys. mieszkań)¹⁸⁵. 64,2% szwedzkiego społeczeństwa mieszka we własnym domu lub w swoim lokum, ponad połowa mieszkań własnościowych (51,7%) obciążone jest niespłaconymi jeszcze kredytami¹⁸⁶. Na rynku mieszkaniowym utrzymywał się duży popyt na mieszkania w związku z napływem imigrantów i relatywnie wysoką stopą urodzeń przy jednoczesnych ograniczeniach podaży mieszkań, m.in. z po-

183 C. R. Andersen, Swedish Covered Bond Market Insights 2022, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220922-swedish-covered-bond-market-insights-2022-12501502> (dostęp: 13.07.2023).

184 Do opisu rynku szwedzkiego wykorzystano m.in. dane statystyczne zawarte w raporcie EMF HYPOSTAT Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022 (Ch. Nillson, Sweden, s. 132–134 oraz w części statystycznej raportu, s. 149–179).

185 Tamże.

186 Tamże.

182 Wskaźnik kredytów do PKB w Czechach jest wyższy niż w Polsce.

Tabela 3.23. Kredyty mieszkaniowe w Szwecji w latach 2010–2022 (mld euro)

Rok	Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Stan aktywnych kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych jako % PKB
2010	45,1	292,3	78,0
2011	38,9	308,5	74,7
2012	40,6	334,9	77,9
2013	46,5	340,4	77,0
2014	51,2	339,2	77,3
2015	60,8	375,3	82,4
2016	59,3	387,0	83,0
2017	59,9	402,0	83,7
2018	55,8	409,9	87,1
2019	55,2	423,4	88,8
2020	61,2	469,0	97,6
2021	68,1	490,4	91,2
2022	63,9	474,5	84,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

wodu zakłóceń w dostawach materiałów budowlanych i braku pracowników na budowach. Warto wspomnieć również o uldze podatkowej na oprocentowanie kredytów mieszkaniowych i niewydolnym rynku najmu mieszkań ze względu na kontrolę czynszów.

W 2021 r. zawarto 184,5 tys. transakcji kupna/sprzedaży mieszkań. Średnia cena mieszkania było o 50% wyższa niż w 2015 r.¹⁸⁷ Kredyty mieszkaniowe (hipoteczne) stanowią ok. 50% portfeli kredytów hipotecznych banków¹⁸⁸.

W 2022 r. banki szwedzkie udzieliły 63,9 mld euro kredytów hipotecznych (spadek r/r o 6,2%), a war-

tość portfela tych kredytów wynosiła 474,5 mld euro (spadek r/r o 2,6%) (zob.tabela 3.23). Zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych w przeliczeniu na jednego mieszkańca w wieku powyżej 18 lat w Szwecji jest na poziomie 57,5 tys. euro, tzn. należy obok Luksemburga (85,3 tys. euro), Danii (60,2 tys. euro) i Niderlandów (56,9 tys. euro) do najwyższych w państwach UE. Wysokie ceny mieszkań w Szwecji sprawiają, że choć dochody gospodarstw domowych są tam relatywnie duże, to wartość pozostających do spłacenia kredytów mieszkaniowych w stosunku do rocznych dochodów gospodarstwa domowego jest najwyższa w UE i w 2021 r. wynosiła 184,5%, podczas gdy średnia wartość tego wskaźnika w UE-27 74,2%.

W 2022r. 63,7% wszystkich udzielonych kredytów mieszkaniowych w Szwecji stanowiły kredyty o zmiennym oprocentowaniu, w 2010 r. stanowiły one 68,9%, a w 2021 r. 43,5%. W przypadku zmien-

187 Tamże.

188 Sweden. Financial System Stability Assessment, International Monetary Fund, IMF Country Report No. 23/113, s. 14.

**Tabela 3.24.** Udział w rynku kredytów zabezpieczonych hipotecznie (w %) w Szwecji w 2013 r. (koniec grudnia) i 2023 (koniec lipca)

Podmiot	2013	2023
Swedbank	25	22
Handelsbanken	23	21
Nordea	15	14
SEB	16	13
SBAB	7	8

Źródło: *The Mortgage Market in Sweden, Report, Swedish Banker's Association, October 2023, s. 9.*

nego oprocentowania jest ono zmieniane w zależności od kształtowania się stopy referencyjnej co 3–6 miesięcy. Natomiast stałe oprocentowanie, które dzisiaj jest wyższe od zmiennego oprocentowania, oznacza zamrożenie wynegocjowanej stopy procentowej na okres kilku lat. Średnie oprocentowanie kredytu hipotecznego od 2015 r. kształtowało się na niskim poziomie i wynosiło mniej niż 2% – w 2021 r. 1,35%, ale w 2022 r. wzrosło do 2,34%. Oryginalnym szwedzkim rozwiązaniem jest możliwość podziału sumy kredytu hipotecznego na dwie części: połowa jest oprocentowana według stałej stopy procentowej, a druga część według zmiennej stopy procentowej. Pozwala to kredytobiorcom zmniejszyć ryzyko stopy procentowej. Średni wskaźnik LTV wynosi 64,5%. Klient, który nie posiada wymaganego wkładu własnego, może skorzystać z tzw. prywatnego kredytu, ale jest on nawet kilkakrotnie droższy niż kredyt hipoteczny. Kredyty hipoteczne w Szwecji udzielane są na bardzo długi okres, tj. 30–50 lat. W skrajnych przypadkach, gdy amortyzacja kapitału wynosi ok. 1%, długi zaciągnięte na zakup mieszkania przez rodziców spłacają ich dzieci czy nawet wnuki.

Według danych EMF HYPOSTAT w Szwecji 75%¹⁸⁹ udzielonych kredytów hipotecznych przypada na banki hipoteczne, które najczęściej są spółkami zależnymi dużych banków uniwersalnych. Za 25% tych kredytów odpowiadają banki uniwersalne, za resztę (ok. 1%) fundusze inwestycyjne i inne instytucje¹⁹⁰. Niewielki udział w rynku mają np. kasy oszczędnościowe.

Instytucje o największym udziale w rynku kredytów zabezpieczonych hipotecznie przedstawiono w tabeli 3.24.

Najważniejszym obok depozytów źródłem refinansowania kredytów mieszkaniowych są środki pozyskane z emisji listów zastawnych. Bankowość hipoteczna i list zastawny w Szwecji mają relatywnie długą historię. Pierwszy bank hipoteczny powstał w 1861 r.¹⁹¹

W Szwecji jest 12 emitentów listów zastawnych: banków hipotecznych i banków uniwersalnych. Wszystkie te podmioty należą bezpośrednio lub poprzez bank-matkę do Szwedzkiego Związku Emitentów Listów Zastawnych: Bank Bluestep, Borgo, Danske Hypotek, Handelsbanken/Stadshypotek, Landshypotek, Länsförsäkringar Hypotek, Nordea/Nordea Hypotek, SBAB/Swedish Covered Bond Corporation (SCBC), SEB, Skandianbanken, Sparbanken Skåne, Swedbank/Swedbank Mortgage.

Pod koniec 2022 r. w obiegu znajdowały się listy zastawne o wartości 225,2 mld euro, co w relacji do PKB stanowiło 41%. Aż 82% aktywnych listów zastawnych było denominowane w walucie krajowej, a 89,5% stanowiły papiery o stałym kuponie, oprocentowane w stałej stopie procentowej. Wartość emisji w 2022 r. wynosiła 48,2 mld euro – więcej wyemitowano ich tylko w Danii (149,2 mld euro). Dominowały listy denominowane w koronie szwedzkiej i ze stałym kuponem.

Emisję listów zastawnych w Szwecji reguluje ustawa z 2004 r., która była wielokrotnie zmieniana w celu dostosowania jej do wymogów unijnego roz-

¹⁸⁹ Ch. Nillson, Sweden..., op. cit., s. 134.¹⁹⁰ Tamże.¹⁹¹ <https://www.ascb.se>

Tabela 3.25. Wielkość nowych emisji i wartość hipotecznych listów zastawnych w obiegu w Szwecji w latach 2010-2022

Rok	Emisja nowych listów zastawnych (mld euro)	Listy zastawne w obiegu (mld euro)	Relacja wartości listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	79,9	188,7	50,4
2011	69,8	208,9	50,6
2012	48,9	220,4	51,2
2013	51,6	217,9	49,3
2014	48,4	209,8	47,8
2015	60,7	220,0	47,7
2016	52,2	222,4	45,7
2017	48,5	29,2	45,7
2018	54,2	218,0	46,3
2019	53,3	235,1	49,3
2020	53,2	247,7	51,5
2021	57,2	242,0	45,0
2022	48,2	225,2	41%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z raportu: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

porządzenia CRR¹⁹². W następstwie wprowadzenia nowych przepisów, które weszły w życie w 2004 r., w kolejnych latach wszystkie dotychczasowe obligacje mieszkaniowe zostały zamienione na listy zastawne¹⁹³.

Emitentami mogą być banki i instytucje kredytowe, które uzyskały odpowiednią licencję od władz nadzorczych. Istniejące w Szwecji banki hipoteczne mogą pozyskiwać depozyty.

Właścicielami trzech największych instytucji finansujących mieszkalnictwo są Swedbank (Swedbank Hypotek), Handelsbanken (Stadshypotek) i Nordea (Nordea Hypotek)¹⁹⁴. SEB nie ma odrębnej instytucji

finansującej mieszkania, a kredyty mieszkaniowe są oferowane bezpośrednio przez bank¹⁹⁵.

Kluczowe znaczenie dla bezpieczeństwa listów zastawnych ma pokrycie wynikających z ich emisji zobowiązań kwalifikowanymi aktywami. Aktywa te nie są przenoszone do odrębnego podmiotu, pozostają więc w portfelu emitenta, który odpowiada za wykup wyemitowanych listów zastawnych i zapłatę należnych inwestorom odsetek. Kwalifikowanymi aktywami zabezpieczającymi list zastawne są kredyty hipoteczne, pożyczki udzielone sektorowi publicznemu oraz ekspozycje wobec instytucji kredytowych. Nie ma wymogu posiadania odrębnej puli aktywów stanowiących zabezpieczenie dla hipotecznych listów zastawnych i puli aktywów stanowiących zabezpieczenie publicznych listów zastawnych. Obie pule można mieszać w ramach

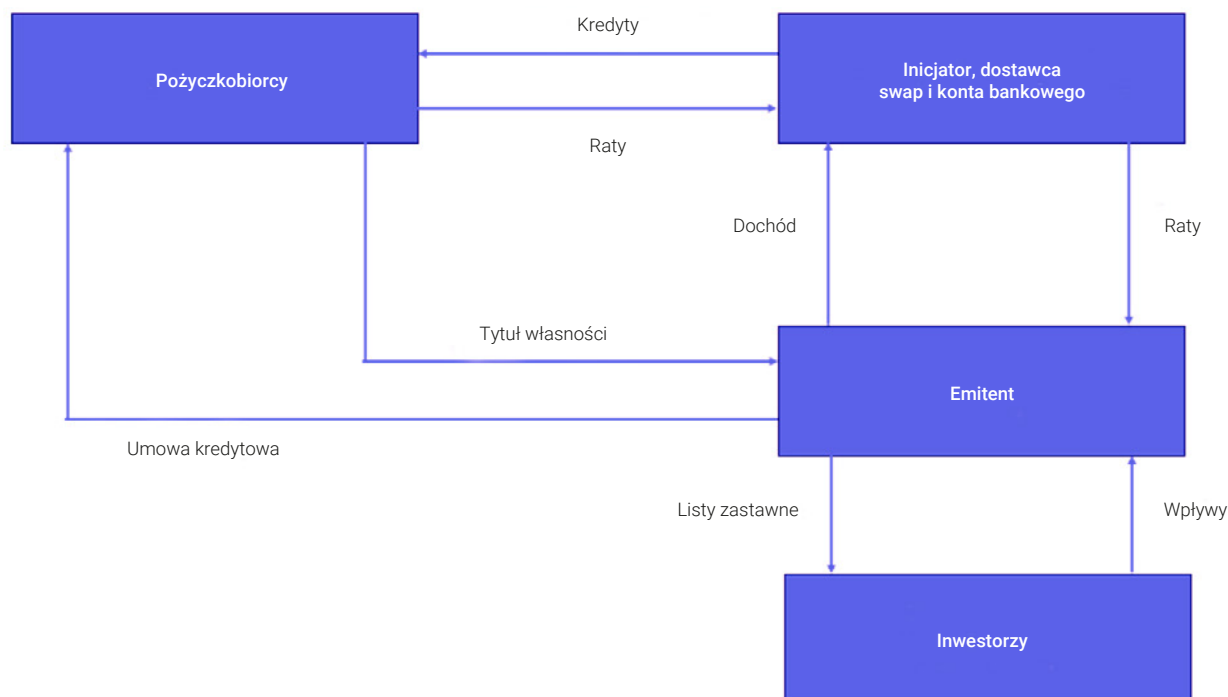
192 Legislation <https://www.ascb.se/legislation-guidelines/> (dostęp: 12.08.2023).

193 The Mortgage Market..., op. cit., s. 18.

194 Tamże, s. 9.

195 Tamże.

Rysunek 3.1. Typowy szwedzki program listów zastawnych



Źródło: C. R. Andersen, Swedish..., op. cit.

jednej puli zabezpieczeń. Jednakże w praktyce ponad 95% aktywów zabezpieczających listy zastawne stanowią kredyty hipoteczne¹⁹⁶. Pula aktywów ma charakter dynamiczny. Poszczególne listy zastawne zabezpieczone są całą pulą aktywów zabezpieczających. Oznacza to, że pojedyncze listy zastawne nie są powiązane z jakimś wyodrębnionym aktywem w ramach puli. W przypadku niewypłacalności emitenta listów zastawnych pula aktywów jest wyłączona z ogólnej masy upadłościowej emitenta i jest dostępna wyłącznie w celu zaspokojenia niespłaconych roszczeń wobec posiadaczy listów zastawnych. Ponadto posiadaczom listów zastawnych przysługuje ostateczny regres do masy upadłościowej emitenta – mają oni taki sam stopień uprzywilejowania jak wierzyciele niepodporządkowani.

Typowy szwedzki program listów zastawnych wygląda tak, jak to przedstawiono na rysunku 3.1.

Aby kredyty hipoteczne kwalifikowały się do puli zabezpieczenia listów, powinny być zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach mieszkalnych lub komercyjnych bądź zastawem na prawach użytkowania nieruchomości do celów mieszkalnych bądź komercyjnych. Jednakże hipoteki na nieruchomościach komercyjnych mogą stanowić najwyżej

10% całkowitej puli zabezpieczeń. Kredyty zaliczone do puli zabezpieczeń muszą spełniać kryteria oceny określone przez nadzór bankowy i wskaźniki wartości kredytu do wartości nieruchomości (LTV). Natomiast nie są zaliczane do aktywów kwalifikowanych papiery wartościowe zabezpieczone aktywami czy papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Nie uwzględnia się też jako składnika puli zabezpieczających aktywów kredytów zagrożonych wymagalnych od powyżej 60 dni.

Dla różnych rodzajów kredytów hipotecznych kwalifikujących się do puli aktywów zabezpieczających listy zastawne obowiązują następujące maksymalne wskaźniki LTV¹⁹⁷:

- ▶ 80% wartości nieruchomości, praw do dzierżawy gruntu i praw najemcy-właściciela, w przypadku, gdy nieruchomość jest przeznaczona do użytku mieszkalnego;
- ▶ 60% wartości nieruchomości, praw do dzierżawy gruntu i praw najemcy-właściciela, w przypadku, gdy nieruchomość jest przeznaczona do użytku komercyjnego. Wskaźnik ten może zostać pod pewnymi warunkami przekroczony do maksymalnego poziomu 70%.

196 Tamże.

197 Tamże.

W Szwecji istnieje wymóg, aby wartość puli aktywów zabezpieczających listy zastawne nie była niższa niż 102% wartości tych listów, które każdorazowo znajdują się w obiegu¹⁹⁸. Emitent listów zastawnych powinien zapewnić, aby przepływ środków pieniężnych w odniesieniu do aktywów w puli zabezpieczeń pozwalał mu zawsze wywiązywać się z zobowiązań wobec posiadaczy listów zastawnych. W celu zapewnienia przejrzystości w działaniach związanych z wykorzystaniem listów zastawnych emitenci są zobowiązani do ujawniania co kwartał informacji dotyczących puli ich zabezpieczeń i listów pozostających w obrocie¹⁹⁹.

Popularność listów zastawnych w Szwecji wynika z deficytu depozytów w stosunku do kredytów²⁰⁰. W 2022 r. wartość depozytów od podmiotów niefinansowych w szwedzkich bankach wynosiła 5,3 bln SEK, a wartość portfela kredytów dla podmiotów niefinansowych 6,3 bln SEK²⁰¹. Największe banki szwedzkie w celu uzupełnienia finansowania z depozytów pozyskują finansowanie na rynku kapitałowym. Wskaźnik kredytów do depozytów w największych szwedzkich bankach jest bardzo wysoki na tle innych dużych banków europejskich. Przykładowo Svenska Handelsbanken (największy na koniec 2022 r. szwedzki bank pod względem wielkości aktywów) miał na koniec 2022 r. wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 174,77%²⁰².

W Szwecji emituje się zielone listy zastawne. Jednak rynek tego typu listów zastawnych jest dopiero w początkowej fazie rozwoju. Na koniec 2022 r. wartość zrównoważonych listów zastawnych (to nieco szersza kategoria listów zastawnych niż zielone listy zastawne) w obiegu nie przekraczała 1%²⁰³.

Podsumowując, sukces szwedzkich listów zastawnych opiera się na kilku elementach. Po pierwsze – w Szwecji mamy bardzo długą tradycję emisji li-

stów zastawnych i dużą rozpoznawalność tego instrumentu finansowego. Po drugie – występuje tam presja na finansowanie listem zastawnym ze strony banków, ponieważ banki w bilansach mają znacznie więcej kredytów niż depozytów.

3.9. Zielone listy zastawne – nowy trend

Rynek zielonych listów zastawnych najlepiej rozwinęty jest w Niemczech i we Francji. Pierwszą niemiecką emisję zielonych listów zastawnych przeprowadził w 2015 r. Münchener Hyp. Wkrótce w ślad za Münchener Hyp poszły inne banki niemieckie.

Z perspektywy inwestorów zielone listy zastawne mają zaletę polegającą na tym, że uzyskują oni ekspozycję na zielone aktywa przy bardzo niskim ryzyku.

W ujęciu teoretycznym zielone listy zastawne są rodzajem zielonej obligacji. „Zielona obligacja to dłużny papier wartościowy emitowany w celu pozyskania kapitału na wsparcie projektów związanych z klimatem lub ochroną środowiska”²⁰⁴. Zielone obligacje (dług) są częścią szerszego spektrum zrównoważonego długu, który obejmuje instrumenty dłużne powiązane z celami społecznymi i innymi pod parasolem ESG²⁰⁵. Każdy zrównoważona obligacja to połączenie klasycznej obligacji oraz zobowiązania emitenta do zrównoważonego rozwoju²⁰⁶.

Wpływy z zielonych listów zastawnych są wykorzystywane do finansowania nowych inwestycji mieszkaniowych o wysokiej efektywności energetycznej bądź refinansowania istniejących w portfelu emitenta długoterminowych kredytów hipotecznych udzielonych na sfinansowanie projektów związanych z ochroną środowiska naturalnego. Niektóre programy emisji są skierowane także na rynek nieruchomości komercyjnych, finansowany jest nie tylko zakup, ale i renowacja, lub kredytowanie istniejących budynków o dobrej charakterystyce energetycznej.

Zielone listy zastawne pod względem struktury transakcji i ryzyka są podobne do tradycyjnych listów zastawnych. Zasadnicza różnica polega na tym, że kapitał pozyskany z emisji zielonych li-

198 Tamże.

199 Tamże.

200 S. Hellström, H. Stenbacka Köhler, C. Lönnbark, How..., op. cit., s. 2.

201 Bank in Sweden, <https://www.swedishbankers.se/media/5531/banks-in-sweden-2022.pdf>

202 D. Riordan, M. Taqi, European banks' loan-to-deposit ratios held steady ahead of Credit Suisse demise, 2023, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/european-banks-loan-to-deposit-ratios-held-steady-ahead-of-credit-suisse-demise-75049143> (dostęp: 12.11.2023).

203 Obliczenia własne na podstawie danych zawartych w: ECB: European Covered Bond, Fact Book 2023, European Mortgage Federation, September 2023, s. 597.

204 What are green bonds, The World Bank, 2015.

205 J. M. Schmittman, Han Teng Chua, How Green are Green Debt Issuers?, IMF Working Paper Series, WP/21/194, 2021, s. 6.

206 Tamże.



Rysunek 3.2. Czynniki wpływające na popyt na listy zastawne powiązane z kryteriami ESG i ich podaż



Źródło: S&P Global Ratings. Sustainable Covered Bonds: A Primer, Nov. 17, 2021.

stów zastawnych przeznacza się na finansowanie energooszczędnych projektów inwestycyjnych.

Obok zielonych listów zastawnych w Europie pojawiły się emisje innych listów zastawnych powiązanych z celami ESG. Zdecydowanie najszerzym pojęciem są zrównoważone listy zastawne (Sustainable Covered Bonds), które można podzielić na trzy rodzaje listów zastawnych powiązanych z celami zrównoważonego rozwoju²⁰⁷:

1. zielone listy zastawne (Green Covered Bonds). Mają one największy udział w rynku zrównoważonych listów zastawnych. Wpływy z ich emisji przeznacza się głównie na finansowanie energooszczędnego budownictwa mieszkaniowego i komercyjnego;
2. społeczne listy zastawne (Social Covered Bonds) są źródłem refinansowania tanich mieszkań, projektów przeciwdziałających wykluczeniu społecznemu oraz podnoszących jakość opieki zdrowotnej;
3. mieszane listy zrównoważone (Sustainability Covered Bonds), z których wpływy wykorzystuje się do finansowania różnych projektów.

Powyższe rodzaje listów zastawnych powiązanych z ESG najczęściej mają charakter hipotecznych listów zastawnych o stałym oprocentowaniu i długim okresie obiegu. Emisja zielonych listów zastawnych korzystnie wpływa na reputację emitentów, co ułatwia plasowanie ich na rynku. W porównaniu z innymi obligacjami charakteryzują się one niższym ryzykiem, ponieważ wartość zabezpieczających je aktywów podlega mniejszym wahaniom niż wartość zabezpieczeń innych obligacji.

Najważniejsze czynniki wpływające na popyt na listy zastawne powiązane z kryteriami ESG oraz ich podaż wg agencji ratingowej S&P przedstawiono na rysunku 3.2.

Dla rozwoju zielonych listów zastawnych ważne jest również wypracowanie odpowiednich standardów ich emisji. Duże znaczenie mają zasady zielonych obligacji (Green Bond Principles – GBP) opracowane przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA). W UE docelowym standardem ma być w perspektywie kilkuletniej EU Green Bond Standard.

W powiązaniu z zasadami zielonych obligacji banki emitujące zielone listy zastawne ustanawiają zasady dotyczące zielonych listów zastawnych (Green Covered Bond Framework). W tego typu dokumentach określa się między innymi zasady selekcji aktywów, które stanowią zabezpieczenie zielonych emisji. Postuluje się przy tym, aby aktywa te spełniały

207 A. Farina, M. Escutia, Sustainable Covered Bonds: A primer, 2021, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/211117-sustainable-covered-bonds-a-primer-12167860> (dostęp: 4.07.2023).

**Tabela 3.26.** Zielone listy zastawne w Niemczech

Wyszczególnienie	Nowe emisje listów zastawnych (mld euro)		Zasoby listów zastawnych (mld euro)		Liczba emitentów	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Zrównoważone listy zastawne ogółem	2,8	9,4	9,0	17,2	8	12
Zielone listy zastawne	2,8	7,9	8,0	15,2	7	10
Społeczne listy zastawne	-	1,5	1,0	2,5	1	3

Źródło: Vdp Fakten Pfandbrief- und Kreditschäft 2022 im Überblick.

najwyższe standardy w zakresie energochłonności i emisji dwutlenku węgla.

Rynek zielonych listów zastawnych to najważniejsza część globalnego rynku zrównoważonych listów zastawnych. Do końca pierwszej połowy 2022 r. wartość światowego rynku zrównoważonych listów zastawnych w euro wzrosła do 51,25 mld, przy czym zielone listy zastawne stanowiły 67% całkowitej kwoty pozostających w obrocie listów zastawnych powiązanych z ESG²⁰⁸. W tabeli 3.26 przedstawiono dane statystyczne z zakresu emisji zrównoważonych listów zastawnych w Niemczech w latach 2021–2022.

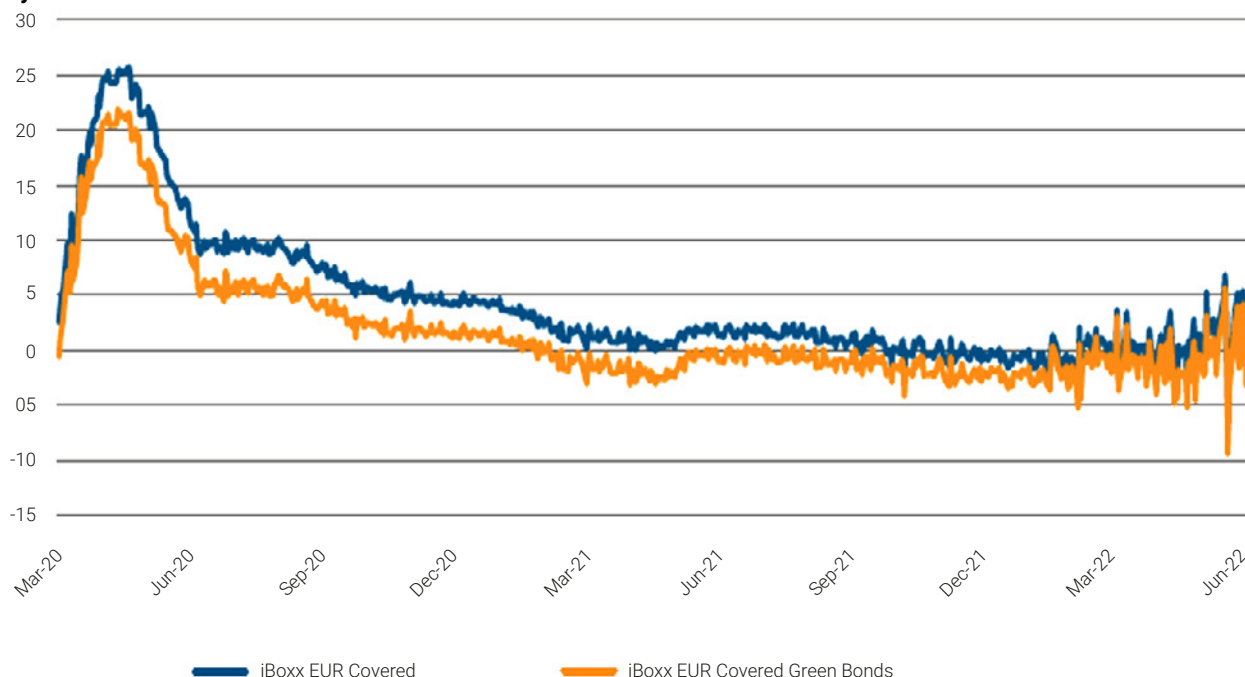
Sprzedaż zielonych listów zastawnych w Niemczech w 2022 r. r/r wzrosła o 180%, a wartość tych listów w obiegu zwiększyła się o 90%. Wzrosła też liczba ich emitentów z 7 do 10. W 2022 r. było już trzech emitentów, którzy uplasowali na rynku społeczne listy zastawne o wartości 1,5 mld euro. Wartość portfela aktywnych zielonych listów zastawnych stanowiła ok. 5% wartości hipotecznych listów zastawnych.

W walkę z globalnym ociepleniem zaangażowały się w kilku krajach banki hipoteczne poprzez stworzenie zielonych listów zastawnych na finansowanie inwestycji ekologicznych i innych projektów służących zrównoważonemu rozwojowi. Jednakże banki te mogą

mieć jedynie pośredni wpływ na zrównoważony rozwój, ponieważ same nie wnoszą ani nie remontują żadnych budynków, nie budują też oczyszczalni ścieków czy farm wiatrowych. To, co mogą zrobić, to stworzyć instrumenty finansowania takich projektów i oferować je klientom na lepszych warunkach, np. stosując przy zielonych kredytach hipotecznych niższą marżę niż przy innych kredytach.

W zakresie emisji zielonych listów zastawnych mamy również doświadczenia krajowe. W Polsce dotychczas zielone listy zastawne wyemitowały tylko dwa banki hipoteczne: ING Bank Hipoteczny i PKO Bank Hipoteczny. Pierwszy z tych banków w 2019 r. wyemitował pięcioletnie zielone listy zastawne o nominalnej wartości 400 mln zł, które były oprocentowane według zmiennej stopy procentowej (WIBOR 6M + 0,53% marży). Pozyskane środki przeznaczone zostały na zrefinansowanie „zielonych” kredytów hipotecznych na realizację energooszczędnych projektów. Zaś PKO Bank Hipoteczny uplasował na rynku krajowym zielone listy zastawne z dwóch emisji, a w połowie 2022 r. na rynku europejskim zielone listy zastawne denominowane w euro. Emisja o wartości 500 mln euro została skierowana do inwestorów instytucjonalnych, a uzyskane środki przeznaczono na sfinansowanie budynków charakteryzujących się niskim zużyciem energii i niską emisją CO₂. Papiery są oprocentowane według stałej stopy procentowej w wysokości 2,125%, a data ich zapadalności to 25 czerwca 2025 r. Była to pierwsza emisja zielonych hipotecznych listów zastawnych w euro z regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

208 M. Schuller, A. Schadow, J. Kreipl, S. Eriksson, Green covered bonds – an important contribution to climate neutrality [w:] ECBC: European Covered Bond Fact Book 2022, EMF/ECBC, 2022, s. 77.

Wykres 3.3. Porównanie indeksów IBOXX


Źródło: M. Schuller, A. Schadow, J. Kreipl, S. Eriksson, Green covered bonds – an important contribution to climate neutrality [w:] ECBC: European Covered Bond Fact Book 2022, EMF/ECBC, 2022, s. 77.

Z perspektywy inwestorów zielone listy zastawne przynoszą zwrot finansowy, ale również wiążą się z nimi korzyści środowiskowe (wspieranie ekologii)²⁰⁹. Warto podkreślić, że indeksy zielonych i klasycznych listów zastawnych są ze sobą silnie skorelowane²¹⁰.

Reasumując, rynek zielonych i zrównoważonych listów zastawnych jest w początkowej fazie rozwoju. Jednak wraz ze wzrostem nacisku na zielone budownictwo może on stać się bardzo ważnym segmentem europejskiego rynku listów zastawnych. Wzrostowi tego typu listów sprzyjają zmiany polityczne i regulacyjne w Europie, które mają na celu ukierunkowanie inwestycji na aktywa zrównoważone środowiskowo. Z naszych badań wynika, że udział zielonych listów zastawnych w nowych emisjach w perspektywie 2027 r. będzie systematycznie wzrastał. Zmienia się bowiem struktura popytu na listy zastawne pod względem ich rodzajów i znaczenie listów zastawnych powiązanych z kryteriami ESG rośnie. Emitując ekologiczne lub społeczne listy zastawne, ich emitenci poszerzają bazę inwestorów i lepiej odpowiadają na priorytety inwestycyjne niektórych inwestorów. W Polsce zielone listy zastawne

mogą w perspektywie kilkuletniej być ważnym elementem ożywienia rynku listów zastawnych.

3.10. Wnioski z przeglądu zagranicznych systemów finansowania kredytów mieszkaniactwa

Cechą charakterystyczną w praktyce prawie wszystkich krajów „starej” Unii Europejskiej jest dobrze rozwinięty mechanizm refinansowania kredytów mieszkaniowych listami zastawnymi. Biorąc pod uwagę Europejski Obszar Gospodarczy (EEA – European Economic Area) specjalne ustawodawstwo w zakresie listów zastawnych zostało przyjęte we wszystkich państwach z tego obszaru. W większości z nich listy zastawne są emitowane w modelu uniwersalnym lub uniwersalnym ze specjalną licencją. Oznacza to, że listy zastawne mogą emitować duże banki uniwersalne. Taki model emisyjny dominuje obecnie w Europie. Model specjalistyczny występuje jedynie w kilku jurysdykcjach, a mianowicie w Danii, we Francji, na Węgrzech i w Polsce.

Przypadek Danii jest jedyny w swoim rodzaju z uwagi reputację wśród inwestorów i cechy konstrukcyjne rynku listów zastawnych. Jest to rynek z bardzo ograniczonym udziałem innych niż hipoteczne listy zastawne. Emisje listów zastawnych przeprowadzają głównie banki hipoteczne, choć możliwość

209 Tamże, s. 76.

210 Tamże.

emisji mają również banki komercyjne. Rynek listów zastawnych jest bardzo skoncentrowany. Liczba emitentów jest ograniczona do siedmiu podmiotów, ale największy emitent – Nykredit – ma ponad 40% udziału w rynku. Przeważają emisje duże (powyżej 1 mld euro), co wskazuje na występowanie korzyści skali. Ważną cechą duńskiego rynku listów zastawnych jest silny popyt inwestorów duńskich. Silny popyt krajowy jest również ważną cechą rynku szwedzkiego – drugiego uwzględnionego w naszych badaniach skandynawskiego rynku listów zastawnych.

Emisje denominowane w koronach duńskich w obrocie stanowią ponad 90% całości duńskiego rynku listów zastawnych. W przypadku nowych emisji w 2022 r. ten udział jest jeszcze większy. Emisje w euro muszą być zabezpieczone za pomocą instrumentów pochodnych, co podraża ich koszt i czyni mniej atrakcyjnymi.

Z perspektywy polskiej interesujący jest również rynek niemiecki. Jest to bowiem przykład udanego przejścia z modelu specjalistycznego do uniwersalnego (z licencją), a trzeba pamiętać, że obecnie obowiązujący w Polsce model specjalistycznej bankowości hipotecznej wzorowany był na przepisach niemieckich, które straciły w Niemczech moc prawną w 2005 r. Przykład niemiecki pokazuje, że można umożliwić bankom uniwersalnym emitowanie listów zastawnych bez utraty bezpieczeństwa. Teza, że wprowadzenie modelu uniwersalnego obniżyłoby bezpieczeństwo listów zastawnych jest błędna.

Na podstawie analizy porównawczej dojrzałych rynków listów zastawnych w wybranych krajach „starej” Unii Europejskiej można sformułować następujące wnioski:

1. Model emisji listów zastawnych (uniwersalny czy specjalistyczny) nie jest najważniejszym czynnikiem wpływającym na rozwój listów zastawnych, natomiast znacznie ważniejsze są ramy prawne zabezpieczające inwestorów.
2. W badanych krajach (poza Niemcami) mamy do czynienia z silną koncentracją emisji listów zastawnych, która opiera się na kilku bankach.
3. Dla rozwoju rynków listów zastawnych ważna jest siła innych segmentów systemu finansowe-

go, tj. towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych jako nabywców listów zastawnych (przykład Danii, Niemiec, Szwecji).

4. Przy dużej wielkości emisji listy zastawne stanowią atrakcyjne narzędzie pozyskiwania finansowania hurtowego przez banki na rynkach międzynarodowych.
5. Fundamentem rozwoju rynku listów zastawnych we wszystkich badanych krajach „starej” UE jest silny popyt krajowy na listy zastawne.
6. W krajach spoza strefy euro (Dania, Szwecja) większość emisji następuje w walucie krajowej. Emisje w euro mają nieznaczny udział w rynku listów zastawnych, gdyż są mniej opłacalne dla emitentów z uwagi na konieczność stosowania instrumentów zabezpieczających.
7. Istotne znaczenie dla rozwoju rynku listów zastawnych ma wysoka jakość portfeli kredytów i wypracowana przez lata reputacja listów zastawnych wśród inwestorów (brak defaultów).

W krajach „nowej” Unii Europejskiej rynki listów zastawnych są słabo rozwinięte. Podstawową przyczyną takiego stanu rzeczy jest brak realnej potrzeby płynnościowej wykorzystywania listu zastawnego. Wskaźnik kredytów do depozytów w krajach „nowej” UE jest na stosunkowo niskim poziomie.

Spośród krajów „nowej” UE w badaniu uwzględniono Czechy i Węgry. Są to kraje, które charakteryzują się odmiennymi ścieżkami rozwoju rynku listów zastawnych. W przypadku Czech mamy do czynienia z modelem uniwersalnym bez licencji. Jest to jednocześnie najlepiej rozwinięty rynek w tej grupie krajów. Warto jednak podkreślić, że za całość emisji w największym stopniu odpowiadają dwa banki. Chodzi tu o Unicredit i Komerční banka (inwestorem strategicznym jest grupa Société Générale). Są to globalne grupy bankowe z dostępem do międzynarodowych rynków finansowych. Na drugim biegunie mamy Węgry. Rynek listów zastawnych w tym kraju można nazwać rynkiem wymuszonym przez regulacje. Wprowadzenie regulacji z zakresu nadzoru makroostrożnościowego spowodowało wzrost roli listów zastawnych w refinansowaniu portfeli kredytów mieszkaniowych.

4. Polski model finansowania kredytów mieszkaniowych



4.1. Sytuacja na rynku kredytów mieszkaniowych i potencjał jego rozwoju

Według danych Hypostat w Polsce w 2022 r. banki udzieliły kredytów mieszkaniowych łącznie na sumę 10,6 mld euro (spadek r/r o 43,9% w stosunku do rekordowego roku jeśli chodzi o wartość nowych mieszkaniowych kredytów hipotecznych). Był to pod względem rozwoju rynku słaby rok.

Głównym czynnikiem, który ograniczył skalę nowych kredytów mieszkaniowych był silny wzrost nominalnych stóp procentowych, który nastąpił pod wpływem znacznego wzrostu inflacji. Średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w Polsce w 2022 r. było najwyższe w krajach UE i wynosiło wg danych Hypostat 7,7% (w 2021 r. było to 3,06%).

Wartość portfela aktywnych kredytów mieszkaniowych (zobacz tabela 4.1.) wyniosła 106,2 mld euro (spadek r/r o 4,7%). W stosunku do PKB stanowiło to 16,2%. Jest to wartość niska w porównaniu do krajów wysoko rozwiniętych. Dodatkowo pod względem wartości kredytów mieszkaniowych do PKB polski rynek odnotował regres, bo rok wcześniej ta wartość wynosiła 19,4%.

W Polsce na koniec grudnia 2022 r. łączna kwota kredytów mieszkaniowych do spłacenia była na poziomie 111,4 mld euro (stanowiło to 16,2% aktywów bankowych)²¹¹. Liczba umów kredytowych na koniec 2022 r. wyniosła 2,37 mln²¹². Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych u nas w porównaniu z innymi krajami UE nie było wysokie – w przeliczeniu na jednego mieszkańca wynosiło 3,6 tys. euro (średnia unijna wynosiła 14,5 tys. euro), a w relacji do PKB wynosiło 19,4%, podczas gdy w Niemczech 91,7%, Szwecji 91,2%, Danii 83,7%, Niemczech 48,9%, we Francji 48,6%²¹³. Z tego punktu widzenia w Polsce istnieje duży potencjał wzrostu rynku kredytów mieszkaniowych.

W 2022 r. załamał się rynek kredytów hipotecznych. Banki w Polsce udzieliły 126 tys. nowych kredytów mieszkaniowych, tj. o 50,75% mniej niż w poprzednim

roku²¹⁴. Ich wartość wyniosła 43,6 mld zł (spadek r/r o 49,11%)²¹⁵. Główną przyczyną tak dużego zmniejszenia kredytów hipotecznych był drastyczny wzrost ich oprocentowania, m.in. w wyniku kilkukrotnego podniesienia przez NBP stopy referencyjnej. O ile na początku 2022 r. stopa referencyjna NBP wynosiła 1,75%, to pod koniec roku już 6,75%. Główną przyczyną wzrostu stóp procentowych była rosnąca inflacja – według danych GUS wskaźnik CPI r/r wzrósł z 2,6% w styczniu 2021 r. do 8,6% w grudniu 2021 r., następnie w lutym 2023 r. do rekordowego poziomu 18,4%, po czym zaczął spadać i we wrześniu 2023 r. wynosił 8,2%.

Wzrost stóp procentowych NBP pociągnął za sobą wzrost wskaźnika WIBOR, a to przełożyło się na coraz droższy kredyt hipoteczny. Jak wynika z raportu EMF Q1/2023, średnie ważone oprocentowanie kredytów hipotecznych w I kwartale 2023 r. w Polsce wynosiło 8,7% i obok Węgier (9,72%) było najwyższe w krajach UE²¹⁶. Rosnące odsetki od kredytów skłaniały lepiej sytuowanych kredytobiorców do wcześniejszej spłaty przynajmniej części wcześniej zaciągniętych kredytów. W efekcie zmniejszył się portfel czynnych kredytów hipotecznych – ich liczba zmalała o 182 tys. do poziomu 2366 tys. sztuk o łącznej wartości 495 mld zł (spadek o 15,2 mld zł)²¹⁷.

Ważnym czynnikiem, który ograniczył dostępność kredytów hipotecznych były też zmiany w zakresie wyliczania zdolności kredytowej klientów. Zgodnie z rekomendacją KNF banki musiały brać pod uwagę zmianę poziomu stopy procentowej o nie mniej niż 5 pkt. proc., a nie jak wcześniej 2,5 pkt. proc.²¹⁸. Ponadto w związku z wysoką inflacją banki podczas procesu analizowania zdolności kredytowej musiały przyjmować wyższe niż wcześniej koszty utrzymania gospodarstwa domowego.

Banki udzielające w Polsce kredytów hipotecznych oprócz ryzyka kredytowego, ryzyka stopy procentowej, ryzyka płynności, ryzyka kursu walutowego i ryzyka

211 Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022, s. 149.

212 A. Nierodka, Poland [w:] Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023, s. 108.

213 Tamże, s. 158.

214 Raport AMRON-SARFIN Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości 4/2022, s. 3.

215 Tamże.

216 E. Hüllen, Quarterly Review of European Mortgage Markets, European Mortgage Federation, s. 16.

217 Raport AMRON-SARFIN Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości 4/2022.

218 Szerzej: M. Kazimierski, Nowelizacja Rekomendacji S 2023. Nowe zasady udzielania Bezpiecznego kredytu 2% i refinansowanie kredytów hipotecznych, www.totalmoney.pl (dostęp: 12.08.2023).

**Tabela 4.1.** Hipoteczne kredyty mieszkaniowe w Polsce w latach 2010–2022

Rok	Nowe hipoteczne kredyty mieszkaniowe (mld euro)	Średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych (w %).	Stan hipot. kredytów mieszkaniowych (mld euro)	Relacja wartości hipotecznych kredytów mieszkaniowych do PKB (w %)
2010	2,7	6,48	67,5	18,6
2011	b.d.	6,70	71,9	18,9
2012	6,6	6,95	79,4	20,5
2013	7,7	5,14	80,8	20,6
2014	8,0	4,10	82,6	20,2
2015	9,8	4,40	88,4	20,6
2016	9,4	4,40	89,6	21,0
2017	10,7	4,40	93,1	19,9
2018	11,8	4,32	96,7	19,4
2019	12,3	3,32	104,1	19,5
2020	13,0	3,47	104,6	19,9
2021	18,9	3,06	111,4	19,4
2022	10,6	7,70	106,2	16,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

cen na rynku nieruchomości narażone są na nasilające się ryzyko prawno-regulacyjne, które przekłada się na wzrost marży kredytowej w bankach i ograniczenie sprzedaży kredytów hipotecznych. Tysiące klientów mających kredyty frankowe składają pozwy do sądów, a te często unieważniają umowy dotyczące tych kredytów. Zmusza to banki mające w swych portfelach kredyty frankowe do tworzenia rezerw na odszkodowania, które prawdopodobnie będą musiały wypłacić „frankowiczom” po wyczerpaniu drogi odwoławczej. Klienci podważają też uwzględnianie przy liczeniu wysokości oprocentowania kredytów hipotecznych rosnącego wskaźnika WIBOR, na którym od wielu lat opierało się zmienne oprocentowanie znacznej części tych kredytów. Postępowanie klientów w tej sprawie dodatkowo napędza przygotowywana reforma polegająca na zastąpieniu od 2024 r. wskaźnika WIBOR nowym wskaźnikiem WIRON.

Polskie banki w przypadku kredytów hipotecznych stopniowo odchodzą od zmiennej stopy procentowej na rzecz stałej lub okresowo stałej stopy pro-

centowej, do czego zachęca je rekomendacja S. Kierunek ten jest zgodny z tendencjami na europejskim rynku kredytów hipotecznych. Z reguły stałe oprocentowanie ustalane jest na okres pierwszych 5–7 lat obowiązywania umowy. Po jego upływie kredytobiorca może przejść na oprocentowanie zmienne lub stałe na kolejne 5–7 lat według stopy procentowej wynegocjowanej w dniu przedłużenia umowy. Kredyt hipoteczny ze stałym oprocentowaniem daje gwarancję stałych rat przez pewien okres, jest więc dobrym rozwiązaniem dla osób obawiających się perturbacji finansowych w wyniku wzrostu rynkowej stopy procentowej. Pod koniec 2021 r. już 12,2% wszystkich kredytów było oprocentowanych na stałą lub okresowo stałą stopę procentową, a w przypadku nowych kredytów z 2022 r. wskaźnik ten wynosił 56,2%²¹⁹.

219 Dane uzyskane podczas Europejskiego Kongresu Finansowego w Sopocie (5–7.06.2023).

W okresie niskich stóp procentowych wielu klientów preferuje kredyty mieszkaniowe ze zmienną stopą procentową, która w tym czasie jest niższa od stałej stopy procentowej. Nie biorą bowiem pod uwagę tego, że w dłuższej perspektywie oprocentowanie ich kredytu może istotnie wzrosnąć. Korzystając z doświadczeń szwedzkich, w celu zmniejszenia ryzyka wzrostu stopy procentowej można by zaproponować podział kwoty kredytu mieszkaniowego na dwie równe części: w stosunku do jednej połowy kredytu stosować stałe oprocentowanie, a do drugiej zmienne.

W 2023 r. do ożywienia rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce przyczynił się Bezpieczny Kredyt 2%, który został wprowadzony ustawą z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa i oszczędzaniu na cele mieszkaniowe. Kredyt 2% to rządowy program dopłat do kredytu hipotecznego na zakup pierwszego mieszkania na rynku pierwotnym lub wtórnym²²⁰. Może go uzyskać osoba przed ukończeniem 45 lat, która nie ma i nie miała własnego lokum. Maksymalna kwota kredytu dla jednej osoby to 500 tys. zł, a dla małżeństwa lub rodziny z dzieckiem 600 tys. zł. Do Bezpiecznego Kredytu 2% przez 10 lat budżet państwa będzie dopłacał różnicę pomiędzy stałą stopą ustaloną na podstawie średniego oprocentowania kredytów mieszkaniowych w bankach (dzisiaj jest to ok. 8%) a oprocentowaniem 2%. Rozwiązanie to przyczyni się do wzrostu o 20–30% zdolności kredytowej osoby ubiegającej się o taki kredyt i do znacznego spadku wysokości pierwszych 120 rat od tego kredytu²²¹.

Liczba wniosków z programu Bezpieczny Kredyt 2% przekroczyła na koniec 2023 r. 100 tys., natomiast procedura zakończyła się podpisaniem prawie 57 tys. umów (przypis: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Bezpieczny-kredyt-2-proc-Liczba-wnioskow-przebila-100-tysiecy-8672851.html>). Nabór wniosków został wstrzymany z uwagi przekroczenie limitów dla roku 2023 i 2024. Liczba kont mieszkaniowych jest ograniczona i do końca 2023 r. założono nieco ponad 5 tys. takich kont²²².

Po 30 latach od początku transformacji gospodarczej w Polsce mamy ciągle do czynienia z relatyw-

nie dużym potencjałem wzrostu mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Potrzeby mieszkaniowe społeczeństwa polskiego są bowiem dalekie od zaspokojenia. Deficyt mieszkaniowy rozumiany jako różnica pomiędzy liczbą lokali zamieszkałych a liczbą gospodarstw domowych wynosi ponad 600 tys. mieszkań (szacunki Ministerstwa Rozwoju; 2019 r.)²²³. Oznacza to, że ok. 4,5% gospodarstw domowych w Polsce mieszkało niesamodzielnie²²⁴. Aż 45% osób młodych w wieku 25–34 lata mieszka wspólnie z rodzicami (przy średniej dla UE na poziomie 28,6%)²²⁵. W Polsce (wg danych Eurostat) na jednego mieszkańca przypada 1,2 pokoju, co jest jednym z najgorszych wskaźników w całej UE, gdzie średnia to 1,7 pokoju²²⁶. W wielu publikacjach poświęconych mieszkalnictwu w Polsce (m.in. w publikacjach GUS) podkreśla się, że znaczna część użytkowanych mieszkań jest zdekapitalizowana i wymaga dużych nakładów na remont i termomodernizację. Polacy ze względów kulturowych przywiązują dużą wagę do własnego mieszkania. W Polsce (dane Eurostatu) 85,6% ludności mieszka we własnym lokum (w UE ten wskaźnik wynosi 70%), co też wynika ze słabo rozwiniętego rynku mieszkań czynszowych i komunalnych²²⁷. Niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe, gdy towarzyszy im możliwość sfinansowania nabycia lokum, rodzą popyt na mieszkania ze strony gospodarstw domowych. Jednakże dla wielu osób sfinansowanie zakupu mieszkania nie jest możliwe bez kredytu hipotecznego. Dążenie ludzi do posiadania własnego lokum implikuje więc popyt na kredyty mieszkaniowe. Popyt ten będzie się utrzymywał także w długiej perspektywie. W związku z małą liczbą urodzeń, starzeniem się społeczeństwa polskiego i zmniejszaniem liczby stałych mieszkańców Polski można by prognozować, że popyt na mieszkania w Polsce w perspektywie 20–30 lat istotnie się zmniejszy. W rzeczywistości może być inaczej z powodu nieuniknionego napływu do Polski imigrantów, konieczności remontowania i modernizacji (w tym termomodernizacji) tysięcy domów oraz przeprowadzania się zamożnych gospodarstw domowych do większych mieszkań, co będzie stwarzać znaczny dodatkowy popyt na prace budowlane i kredyty mieszkaniowe w naszym kraju.

220 Szerzej: <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/bezpieczny-kredyt> (dostęp: 13.08.2023).

221 Szerzej: K. Szymański, Ile trzeba zarabiać, żeby dostać kredyt 2 procent?, <https://direct.money.pl/artykuly/porady/ile-trzeba-zarabiac-zeby-dostac-kredyt-2-procent> (dostęp: 13.08.2023).

222 <https://www.gazetaprawna.pl/wiadomosci/kraj/artykuly/9394840,bezpieczny-kredyt-2-i-konto-mieszkaniowe-jakie-budza-zainteresow.html>.

223 Raport. Stan mieszkalnictwa w Polsce, Ministerstwo Rozwoju, marzec 2020, s. 9.

224 Tamże.

225 Tamże.

226 Tamże, s. 52.

227 M. Kucharczyk, Sytuacja mieszkaniowa w UE. Większość Polaków mieszka „na swoim”, EUROACTIV.pl



Gdy uwzględnia się potrzeby mieszkaniowe w Polsce i porówna relację wartości kredytów mieszkaniowych do PKB z analogicznym wskaźnikiem z innych krajów UE, to widać, że u nas potencjał rynku kredytów mieszkaniowych jest daleki od wyczerpania. Inaczej można to ująć w taki sposób, że jest on nieadekwatny do potencjału demograficznego Polski i wielkości polskiej gospodarki. Można więc oczekiwać stopniowego rozwoju kredytów mieszkaniowych w Polsce, tym bardziej, że mało prawdopodobne jest zwiększenie pokrycia potrzeb mieszkaniowych za pomocą większej dostępności mieszkań socjalnych i czynszowych. Ważne znaczenie przy tym będzie miało stworzenie efektywnego systemu oszczędzania przynajmniej na wkład własny i zbudowanie rynku długoterminowego refinansowania kredytów mieszkaniowych, głównie z wykorzystaniem listów zastawnych.

4.2. Skala emisji listów zastawnych i sytuacja finansowa polskich banków hipotecznych

Głównym źródłem finansowania rozwoju mieszkaniowych kredytów hipotecznych są w Polsce depozyty bankowe od podmiotów niefinansowych, a niedużą rolę odgrywają listy zastawne. Na koniec czerwca listy zastawne wyemitowane w Polsce stanowiły ok. 3,8% wartości udzielonych przez banki kredytów mieszkaniowych²²⁸.

Listy zastawne są w Polsce emitowane od 2007 r. Są to głównie hipoteczne listy zastawne. Publiczne listy zastawne wyemitował mBank Hipoteczny (na kwotę 900 mln zł), ale wszystkie do 2013 r. zostały wykupione. Emisji publicznych listów zastawnych (na kwotę 350 mln euro) dokonał też Pekao Bank Hipoteczny. Na koniec 2022 r. w strukturze listów zastawnych w obiegu listy publiczne stanowiły niecały 1%.

Wartość wyemitowanych przez polskie banki hipotecznych listów zastawnych pozostających w obiegu na koniec 2022 r. wynosiła 4467 mln euro i była o 10,6% niższa od wielkości portfela w 2021 r. (zob. tabela 4.2). Były to listy denominowane zarówno w złotych (32%), jak i w euro (68%), oprocentowane częściowo według stałej (61%) i częściowo według zmiennej stopy procentowej (39%), większość o sto-

sunkowo krótkim okresie wykupu. Wartość nowych emisji listów zastawnych w 2022 r. wynosiła 650 mln euro. Wzrosła ona r/r o 43,1%, ale była znacznie mniejsza niż w latach 2016–2019.

Warto również zwrócić uwagę na problem niskiej rentowności lub nierentowności polskiej specjalistycznej bankowości hipotecznej – polskie banki hipoteczne funkcjonują w modelu polegającym na powierzeniu wykonywania wielu czynności bankowim matce. Wszystkie z pięciu funkcjonujących w Polsce banków hipotecznych w 2022 r. miały problemy z rentownością.

ROA netto na koniec 2022 r. w mBanku Hipotecznym S.A. wyniósł 2,33%, a rok wcześniej 0,15%²²⁹. W banku pogorszyła się w 2022 r. efektywność kosztowa, ponieważ wskaźnik kosztów do dochodów (C/I) wzrósł z 50,76% do 56,91%. Ogólne koszty administracyjne wzrosły w 2022 r. o 26,31%. Nierentowne są również inne polskie banki hipoteczne. W raporcie rocznym za 2022 r. PKO Bank Hipoteczny SA (największy bank hipoteczny w Polsce)²³⁰ podaje, że odnotował stratę w wysokości 405,8 mln zł, przy sumie bilansowej wynoszącej 20,7 mld zł²³¹. Strata spowodowana była ujęciem korekty obniżającej wartość bilansową brutto kredytów hipotecznych o 667,8 mln zł w związku z wejściem w życie ustawy o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, która wprowadziła wakacje kredytowe dla kredytobiorców²³². W 2021 r. PKO Bank Hipoteczny SA osiągnął zysk netto w wysokości 94,9 mln zł²³³. ROA wyniósł 0,4%. Bardzo słabe wyniki osiągnął w 2022 r. Pekao Bank Hipoteczny SA. Odnotował na koniec 2022 r. ujemne ROA na poziomie 4,62% (rok wcześniej ROA również był ujemny)²³⁴.

Negatywny wpływ na wyniki banków hipotecznych miała ustawa o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych i pomocy kredy-

228 Sprawozdanie Zarządu z działalności PKO Banku Hipotecznego SA za okres sześciu miesięcy zakończony 30 czerwca 2023 roku, s. 12.

229 Sprawozdanie Zarządu z działalności mBanku Hipotecznego S.A. w roku 2022.

230 Bank ma ok. 60% rynku.

231 https://www.pkobh.pl/media_files/d85f9254-d87c-4d9f-8c94-164d214c708b.xhtml (dostęp: 12.08.2023).

232 Tamże.

233 Tamże.

234 Sprawozdanie Zarządu z działalności Pekao Banku Hipotecznego S.A. w okresie sprawozdawczym od 1 stycznia 2021 roku do 31 grudnia 2022 roku.

Tabela 4.2. Emisja i portfel hipotecznych listów zastawnych w Polsce w latach 2010–2022

Rok	Nowe emisje hipotecznych listów zastawnych (mln euro)	Hipoteczne listy zastawne w obiegu (mln euro)	Relacja hipotecznych listów zastawnych w obiegu do PKB (w %)
2010	138	511	0,1
2011	269	527	0,1
2012	228	657	0,2
2013	116	707	0,2
2014	269	882	0,2
2015	416	1230	0,3
2016	1099	2216	0,5
2017	2048	3959	0,8
2018	1284	4925	1,0
2019	1244	6111	1,1
2020	22	5776	1,1
2021	452	5000	0,9
2022	650	4467	0,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hypostat 2022. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2022; Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023.

tobiorcom, czyli dotycząca wakacji kredytowych²³⁵, która dodatkowo zaburzyła bankom hipotecznym zasadę pokrycia. Problem z bankami hipotecznymi jest jednak głębszy. Obecny model biznesowy i skala działalności kredytowej i emisyjnej nie pozwala osiągać dobrych rezultatów.

4.3. Ewolucja regulacji prawnych w zakresie listów zastawnych w Polsce

Zagadnienia dotyczące listów zastawnych i banków hipotecznych w Polsce reguluje ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych z dnia 29 sierpnia

1997 r., która w okresie 25 lat funkcjonowania była kilkakrotnie zmieniana²³⁶. W 2015 r. w odpowiedzi na oczekiwania sektora bankowego została ona kolejny raz znowelizowana²³⁷. Nowelizacja weszła w życie w 2016 r.

Istotnym celem nowelizacji było ograniczenie ryzyka płynności i stopy procentowej występującego po stronie banków udzielających kredytów hipotecznych²³⁸. Te rodzaje ryzyka wynikają m.in. z refinansowania długoterminowych kredytów hipotecznych głównie krótkoterminowymi depozytami od podmio-

²³⁵ Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, Dz.U. 2022 poz. 1488.

²³⁶ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. 1997 nr 140 poz. 940.

²³⁷ Ustawa z dnia 24 lipca 2015 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2015 poz. 1259.

²³⁸ Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Briefing note, Clifford Change, grudzień 2015, s. 1.



tów niefinansowych²³⁹. Jednak główną przyczyną nowelizacji z 2016 r. było uregulowanie kwestii upadłości banków hipotecznych.

Nowelizacja wprowadziła instytucję nadzabezpieczenia dla wprowadzonych do obrotu hipotecznych listów zastawnych. Dodatkowo banki hipoteczne zostały zobowiązane do utrzymywania nadwyżki płynnościowej w wysokości co najmniej sześciomiesięcznych odsetek należnych posiadaczom listów zastawnych²⁴⁰. Zgodnie bowiem z art. 18.3a ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych²⁴¹ „bank hipoteczny jest obowiązany utrzymywać, odrębnie dla hipotecznych listów zastawnych oraz publicznych listów zastawnych, nadwyżkę utworzoną z aktywów spełniających warunki określone w ust. 3c, w wysokości nie niższej niż maksymalny skumulowany wypływ płynności netto w okresie kolejnych 180 dni. Wypływ płynności netto stanowią wypływy płatności wymagalne w danym dniu płatności, w tym płatności kwoty wartości nominalnej listów zastawnych i odsetek z tytułu tych listów oraz płatności z tytułu instrumentów pochodnych w ramach programu emisji listów zastawnych, po odliczeniu wpływów płatności wymagalnych w tym samym dniu z tytułu aktywów stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych”.

Bufor ten służy zabezpieczeniu obsługi listów zastawnych, których zapadalność następuje w kolejnych sześciu miesiącach od dnia emisji²⁴². Środki przeznaczone na rezerwę płynności podlegają wpisowi do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych i nie mogą stanowić podstawy do emisji kolejnych listów zastawnych²⁴³.

Następna zmiana dotyczyła progu refinansowania kredytów oraz wierzytelności hipotecznych za pomocą listów zastawnych²⁴⁴. W pierwotnej wersji ustawy funkcjonował zapis (art. 14), że „ze środków uzyskanych z emisji listów zastawnych bank hipoteczny może refinansować kredyty zabezpieczone hipoteką oraz nabyte wierzytelności innych banków z tytułu udzielonych przez nie kredytów zabezpie-

czonych hipoteką; refinansowanie nie może jednak przekroczyć kwoty odpowiadającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości”²⁴⁵.

Przyjęto więc, iż za pomocą listów zastawnych można refinansować kredyty mieszkaniowe, ale najwyżej do kwoty 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, a środki na pozostałą część kredytu muszą pochodzić z innych źródeł²⁴⁶.

Po zmianach art. 14 brzmi: „ze środków uzyskanych z emisji listów zastawnych bank hipoteczny może refinansować kredyty zabezpieczone hipoteką oraz nabyte wierzytelności innych banków z tytułu udzielonych przez nie kredytów zabezpieczonych hipoteką; refinansowanie w odniesieniu do pojedynczego kredytu lub pojedynczej wierzytelności nie może jednak przekroczyć kwoty odpowiadającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, a w przypadku nieruchomości mieszkalnych w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 75 rozporządzenia (UE) nr 575/2013 – 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości”.

Wraz z nowelizacją zapis w art. 14 stał się bardziej precyzyjny, ponieważ w pierwotnej wersji próg 60% funkcjonował tylko w odniesieniu do całości portfela, a progi dla poszczególnych kredytów nie były wyszczególniane. Podwyższono jednocześnie próg do nie więcej niż 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości dla kredytów/wierzytelności zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkaniowych²⁴⁷. Warto podkreślić, że przy emisji listów zastawnych banki hipoteczne biorą pod uwagę wartość bankowo-hipoteczną, a nie wartość rynkową nieruchomości, co jest ważnym elementem stabilizującym.

Ponadto na mocy nowych przepisów zagraniczni nabywcy listów zastawnych zwolnieni zostali z podatku dochodowego u źródła płaconego od odsetek i zysku z dyskonta od listów zastawnych, co stanowiło hamulec rozwoju rynku tych papierów²⁴⁸. Z podatku dochodowego zwolnione też zostało nabycie przez banki hipoteczne od innych banków portfela wierzytelności z tytułu kredytów hipotecznych, jeśli

239 Tamże.

240 Tamże, s. 3.

241 Ustawa z dn. 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. z 2023 r. poz. 110.

242 Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Briefing note..., op. cit., s. 3.

243 Tamże.

244 Tamże.

245 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. 1997 nr 140 poz. 940.

246 Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Briefing note..., op. cit., s. 3.

247 Tamże.

248 Tamże, s. 6.

wierzytelności te staną się podstawą dla emisji listów zastawnych przez nabywcę – bank hipoteczny²⁴⁹. Miało to na celu obniżenie kosztów przeniesienia portfela kredytów hipotecznych z banków uniwersalnych do banków hipotecznych w celu emisji listów zastawnych²⁵⁰.

Nowelizacja wprowadziła również zmiany w ustawie z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe. Celem zmian było bardzo ważne z punktu widzenia rozwoju rynku listów zastawnych wzmocnienie poziomu ochrony nabywców listów zastawnych m.in. poprzez zapewnienie wysokiego prawdopodobieństwa zwrotu środków w sytuacji upadłości banku hipotecznego.

Nowelizację z 2015 r. należy ocenić pozytywnie. Wzmocniła ona obowiązujące w Polsce ramy prawne dla listów zastawnych. Po wejściu w życie w 2016 r. nowelizacji wzrosła zarówno wartość nowych emisji listów zastawnych, jak i wszystkich aktywnych listów zastawnych.

W lipcu 2022 r. weszła w życie kolejna nowelizacja ustawy o listach zastawnych, bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw. Zmiana dotychczasowych regulacji związanych z emisją listów zastawnych została przyspieszona przez konieczność implementacji do polskiego prawa dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi. Jak wspomniano wcześniej w raporcie (zob. podrozdział 2.5.) celem tej dyrektywy było ujednolicenie zasad funkcjonowania rynku obligacji zabezpieczonych w krajach unijnych oraz wzrost ich atrakcyjności jako instrumentu inwestycyjnego i formy pozyskiwania przez banki kapitału długoterminowego. Nowelizacja ustawy w ocenie EY Polska ma szansę przyczynić się w naszym kraju do spopularyzowania emisji tego typu papierów wartościowych oraz nabywania ich przez inwestorów.

Nowelizacja wprowadziła mechanizm podwójnego regresu (*dual recourse*) do samej definicji list zastawnego - w jej wcześniejszych wersjach mechanizm ten nie był w niej wskazany, chociaż wynikał wprost z innych przepisów ustawy. Podkreślono więc zna-

czenie mechanizmu podwójnego regresu, który pozwala nabywcom listów zastawnych dochodzić roszczeń zarówno od emitentów, jak również w przypadku upadłości banku hipotecznego z puli aktywów zabezpieczających listy niewchodzących do jego masy upadłościowej²⁵¹.

Rozszerzony został katalog aktywów stanowiących podstawę emisji listów zastawnych o wierzytelności banku hipotecznego pochodzące z papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego oraz papiery wartościowe poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, których emitentem jest Bank Gospodarstwa Krajowego²⁵².

Do ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych wpisano również przepis, że „Przedłużenie terminu wykupu emitowanych listów zastawnych jest dopuszczalne wyłącznie w przypadku ogłoszenia upadłości banku hipotecznego zgodnie z przepisami ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe” (art. 7b). Wcześniej ten przepis był w w ustawie z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe. Mechanizm ten ma na celu ułatwienie przeprowadzenia uporządkowanej likwidacji banku hipotecznego oraz jednocześnie zabezpieczenie interesów wierzycieli przed gwałtowną wyprzedażą jego aktywów²⁵³. Ponadto uściślono zasady monitorowania programów emisji listów zastawnych przez KNF i cyklicznego dokonywania oceny warunków udzielenia zezwolenia²⁵⁴.

Zmianie uległ również artykuł ustawy dotyczący nadzabezpieczenia, które wprowadzono do polskiego ustawodawstwa w 2015 r. Po zmianach z 2022 r. artykuł ustawy dotyczący nadzabezpieczenia brzmi: „suma nominalnych kwot wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką (...) stanowiących podstawę emisji hipotecznych listów zastawnych, nie może być niższa niż 105% łącznej kwoty nominalnych wartości znajdujących się w obrocie hipotecznych listów zastawnych, przy czym suma nominalnych kwot wierzytelno-

251 Por. A. Laprus, I. Talik, Zmiany w przepisach dotyczących listów zastawnych i banków hipotecznych – rewolucja czy ewolucja?, [https://www.ey.com/pl_pl/law/zmiany-w-przepisach-dotyczacych-listow-zastawnych-i-bankow-hipotecznych#:~:text=Nowelizacja%20konstytuuje%20zasadę%20emitowania%20listów,przez%20bank%20hipoteczny%20lub%20zmianę,\(dostęp: 12.07.2023\).](https://www.ey.com/pl_pl/law/zmiany-w-przepisach-dotyczacych-listow-zastawnych-i-bankow-hipotecznych#:~:text=Nowelizacja%20konstytuuje%20zasadę%20emitowania%20listów,przez%20bank%20hipoteczny%20lub%20zmianę,(dostęp: 12.07.2023).)

252 Tamże.

253 Tamże.

254 Tamże.

249 Tamże.

250 Tamże.



ści banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką, stanowiących podstawę emisji hipotecznych listów zastawnych, nie może być niższa niż 85% łącznej kwoty nominalnych wartości znajdujących się w obrocie hipotecznych listów zastawnych”²⁵⁵. Poprzednio nadzabezpieczenie dla hipotecznych listów zastawnych wynosiło 10%.

Generalnie zmiany prawne, które nastąpiły w polskim prawodawstwie dotyczącym listów zastawnych uatrakcyjniły ten instrument dla inwestorów.

Nastąpiło bowiem istotne wzmocnienie praw wierzycieli, a sam list zastawny poprzez swoją konstrukcję zapewnia inwestorom wysoki poziom bezpieczeństwa.

Obecny poziom ochrony wierzycieli jest wystarczający i pod względem prawnym polski rynek stwarza podstawy do emisji listów zastawnych na szerszą skalę. Warto jednak rozważyć umożliwienie bankom uniwersalnym emitowania listów zastawnych. Takie rozwiązanie mogłoby przyspieszyć rozwój rynku.

²⁵⁵ Art. 18.1. ustawy z dn. 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz. U. z 2023 r. poz. 110.

5. Kierunki zmian modelu finansowania bankowości hipotecznej w Polsce





5.1. Nieporozumienia wokół depozytowego modelu finansowania kredytów mieszkaniowych

Dyskusję na temat kierunków zmian w modelu finansowania polskiej bankowości hipotecznej warto zacząć od depozytów, ponieważ wokół ich roli w finansowaniu długoterminowych kredytów mieszkaniowych i znaczenia dla stabilności finansowej narosło sporo nieporozumień. Wybór depozytów jako podstawowego źródła finansowania działalności bankowej w Polsce wynikał z uwarunkowań historycznych, łatwości pozyskiwania tych środków oraz ich niskiego kosztu²⁵⁶. Krytycy mechanizmu finansowania długoterminowych kredytów mieszkaniowych opartego na kontraktowo krótkoterminowych depozytach gospodarstw domowych podkreślają, że tego typu rozwiązanie petryfikuje problem niedopasowania terminowego między aktywami i pasywami oraz stwarza niepotrzebne ryzyko dla długookresowej stabilności finansowej. Nie jest więc to optymalne rozwiązanie z perspektywy bezpieczeństwa systemu bankowego i jego długoterminowego rozwoju. W literaturze naukowej wskazuje się, że „błędem i ryzykiem polskiego sektora bankowego jest sposób finansowania akcji kredytowej. Długoletnie hipoteczne kredyty mieszkaniowe są w zdecydowanej większości finansowane za pośrednictwem krótkoterminowych depozytów ludności. To prowadzi do ryzyka systemowego polskiego sektora bankowego, którego źródłem jest strukturalna luka płynności długoterminowej”²⁵⁷.

Prowadzenie działalności polegającej na udzielaniu kredytów hipotecznych to model biznesowy wymagający stabilnej struktury finansowania. Dlatego dobrze byłoby w perspektywie kilkuletniej doprowadzić w Polsce do wzrostu znaczenia listów zastawnych w strukturze pasywów polskiego sektora bankowego. Same depozyty (szczególnie te objęte ubezpieczeniem BFG) są jednak bardzo stabilnym źródłem finansowania banków.

Na depozyty i ich stabilność ponownie zwrócono uwagę po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Zalecono wówczas bankom europejskim zwiększenie

tego rodzaju finansowania w pasywach. W okresie postkryzysowym struktura finansowania banków europejskich przesunęła się w kierunku depozytów. Oczywiście trzeba tutaj zrobić rozróżnienie między depozytami gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Stabilne są bowiem głównie rozdrobnione i krajowe depozyty gospodarstw domowych.

Rozwój bankowości opartej na depozytach i transformacji terminów opiera się na sformułowanej w połowie XIX wieku zasadzie osadu we wkładach. Jeśli ten osad jest duży i stabilny w czasie to stwarza bezpieczne warunki funkcjonowania banków, zwłaszcza jeśli mamy do czynienia z niskim poziomem wskaźnika kredytów do depozytów (poniżej 100%). Ograniczona jest bowiem wówczas presja konkurencyjna i ryzyko wystąpienia wojny depozytowej, prowadzącej do licytowania oprocentowania depozytów i ich odpływu z banków oferujących mniej atrakcyjne warunki do tych, które mają lepsze oprocentowanie.

Jednak w dłuższej perspektywie ryzyko nagłego wycofania depozytów zawsze istnieje i w warunkach niedopasowania terminowego może okazać się groźne. Zagrożenie dla stabilności finansowej pojawia się wówczas, kiedy wystąpi „run na banki” i panika bankowa, która współcześnie może wystąpić również pod postacią cichej paniki. Od kilku dekad ten problem łagodzą obligatoryjne fundusze gwarantowania depozytów, które ograniczają problem paniki. Bankructwo amerykańskiego banku SVB z początku 2023 r. pokazało, że jeśli duży odsetek depozytów nie jest ubezpieczony to ryzyko paniki jest wysokie.

W polskim systemie bankowym ryzyko paniki i wycofania środków jest ograniczone również z uwagi na to, że w bazie depozytowej przeważają rozdrobnione depozyty ludności, a osad we wkładach jest wysoki. NBP wskazuje, że „depozyty gospodarstw domowych cechuje duże rozdrobnienie podmiotowe, co wraz z gwarancjami BFG sprawia, że są one względnie stabilne i zazwyczaj w mniejszym stopniu podatne na masowe odpływy”²⁵⁸.

Warto podkreślić, że w Polsce nie ma też od początku transformacji gospodarczej (może tylko z wyłączeniem krótkiego okresu, kiedy wprowadzono podatek Belki) problemu ze wzrostem lokat banko-

256 Koszt pozyskania depozytu to nie tylko koszt odsetek, ale również trzeba wziąć pod uwagę koszt dystrybucji (pozyskania lokaty) oraz obciążenia na BFG.

257 E. Gorlecka-Labiak, Rola banków hipotecznych w procesie finansowania nieruchomości, prezentacja, Konferencja WWGN, Kraków, 19-21.09.2021.

258 Raport o stabilności..., op. cit., s. 49.

wych. Depozyty osób prywatnych w Polsce w okresie od końca grudnia 1996 r. do końca grudnia 2022 r. (26 lat) wzrosły prawie czternastokrotnie. Na września koniec 2023 r. ich wartość (dane NBP) wynosiła 1065 mld zł (od początku roku wzrosły o 73 mld zł).

Depozyty w Polsce zachowują się stabilnie również w warunkach stosunkowo wysokiej inflacji. Może to wynikać z tego, że polskie gospodarstwa charakteryzują się niską skłonnością do podejmowania ryzyka (awersją do ryzyka) i preferują bezpieczne depozyty, o czym świadczy struktura aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych. Wg danych na koniec 2021 r. gospodarstwa domowe w UE przechowywały w formie gotówki i depozytów 31,6% swoich aktywów finansowych²⁵⁹. W Polsce ten wskaźnik był o ponad 20 pkt. proc. wyższy (52,5% wg danych za 2022 r.). Preferowanie depozytów jako formy tezauryzacji wynika także z tradycji oraz niedorozwoju innych form inwestowania kapitału.

Warto również podkreślić, że w przypadku nadpłynnych banków wrażliwość kosztu depozytów na zmiany stóp procentowych jest ograniczona. Beta depozytów (*deposit betas* – to wskaźnik służący do pomiaru wrażliwości kosztu depozytów na zmiany krótkoterminowej stopy procentowej²⁶⁰) jest stosunkowo wysoka w przypadku nowych depozytów.

Wskazywanie, że finansowanie banków dysponujących znacznymi portfelami kredytów mieszkaniowych krótkoterminowymi depozytami stwarza ryzyko dla stabilności finansowej jest naszym zdaniem zbyt dużym uproszczeniem. Sektor bankowy funkcjonuje z luką terminową od wielu lat i nie doszło do żadnej destabilizacji. Ryzyko to, jak już wcześniej wspomniano, jest minimalizowane przez nadpłynność polskiego sektora bankowego przejawiającą się m.in. w niskiej relacji kredytów do depozytów. „Do pewnego stopnia niedopasowanie jest naturalną konsekwencją realizowanej przez banki funkcji związanej z transformacją terminów, jednak gdy jest ono zbyt duże, to naraża banki na ryzyko utraty płynności (...)”²⁶¹.

Niedopasowanie jest potencjalnie niebezpieczne, stąd też środki o dłuższej zapadalności są potrzeb-

ne. Ryzyko niedopasowania, pomimo że nie zagraża obecnie bezpiecznemu rozwojowi polskich banków powinno zostać w perspektywie kilkuletniej znacznie ograniczone. Jak pokazuje sprawa kredytów frankowych, nierozwiązane problemy mogą się zemścić w przyszłości. Konieczna jest większa dywersyfikacja źródeł finansowania w polskim sektorze bankowym.

Najważniejszą zmianą, która powinna nastąpić w Polsce w najbliższych kilku latach, to ożywienie odgrywanego obecnie niewielką rolę rynku listów zastawnych. Pozwoliłoby to m.in. lepiej rozłożyć ryzyko związane z rynkiem nieruchomości pomiędzy sektor bankowy i inwestorów profesjonalnych. Obciążenie deponentów ryzykiem wynikającym z finansowania budownictwa mieszkaniowego jest zbyt duże. Przesunięcie finansowania kredytów hipotecznych z rynku depozytowego na rynek kapitałowy może jednak napotkać na barierę popytową i infrastrukturalną, związaną ze słabością polskiego rynku obligacji.

Choć w Polsce od ćwierć wieku istnieją ramy prawne funkcjonowania banków hipotecznych i emisji listów zastawnych, papiery te, w przeciwieństwie do kilkunastu krajów unijnych, nie mają większego znaczenia. Pierwsza emisja miała miejsce 23 lata temu (w 2000 r.), w 2022 r. emisja nowych listów zastawnych (w całości hipotecznych) wyniosła 0,65 mld euro, a wartość listów zastawnych w obiegu była na poziomie 4,5 mld euro, co stanowiło ok. 0,2% rynku europejskiego. Na koniec 2022 r. w relacji do PKB polskie listy zastawne wynosiły 0,7%, podczas gdy np. w Danii ten wskaźnik był na poziomie 117,1%, w Szwecji 40,1%, a w Niemczech 7,3%²⁶². Wg danych KNF²⁶³ „wolumen listów zastawnych na koniec grudnia 2022 r. był na poziomie 21 mld PLN, co stanowi 4,73% portfela kredytów na nieruchomości mieszkalne”.

5.2. Dlaczego w Polsce nie udało się stworzyć większego rynku listów zastawnych?

Ważną rolę w procesie wydłużania pasywów banków mogą pełnić listy zastawne, które jeśli chodzi o czas trwania są średnioterminowe a nabywcy nie mogą żądać od banku-emitenta ich wcześniejszego wykupu. Banki nie są więc narażone na utratę płynności, jak miałyby to miejsce w przypadku zrywania

259 https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities (dostęp: 15.07.2023).

260 https://pages.stern.nyu.edu/~pschnabl/data/data_deposit_beta.htm#:~:text=Deposit%20betas%20measure%20the%20sensitivity,the%20short%20term%20interest%20rate.

261 Raport o stabilności..., op. cit., s. 48.

262 Hypostat 2023. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2023, s. 168.

263 K. Liberadzki, Długoterminowe finansowanie kredytów hipotecznych, UKNF 2023 prezentacja.

**Tabela 5.2.** Bariery rozwoju rynku listów zastawnych

Bariera	Punkty
Słabo rozwinięty rynek obligacji w Polsce	0,3
Ograniczenia po stronie bazy inwestorskiej/nabywców listów zastawnych	1,9
Nadpłynność polskich banków i łatwość pozyskiwania lokat bankowych	3,4
Emisje listów zastawnych wpłyną na wzrost kosztów finansowania działalności i obniżą rentowność banków	1,9
Konieczność utworzenia przez bank uniwersalny na potrzeby emisji listów zastawnych specjalistycznego banku hipotecznego	0,6
Brak tradycji emisji listów zastawnych i niski poziom akceptacji tego instrumentu wśród inwestorów	1,6
Inne (jakie?) prosimy wpisać i przyznać punkty) Brak wspólnej waluty euro	0,6
Razem	Łącznie 10 pkt.

Legenda: Każdy ekspert biorący udział w badaniu mógł rozdysponować pomiędzy bariery łącznie 10 pkt.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań eksperckich.

na szeroką skalę przez klientów lokat długoterminowych, czy wycofywania depozytów bieżących.

W zasadzie jest to jedna z niewielu dostępnych dróg zwiększenia roli finansowania długoterminowego w bankach rozwijających portfele kredytów mieszkaniowych. Innym sposobem może być oszczędzanie na cele mieszkaniowe. Takie rozwiązanie od niedawna funkcjonuje w Polsce, ale wiąże się ze wsparciem państwa. Co więcej, nie zwiększy roli finansowania hurtowego w polskich bankach.

Analizę problemu niedorozwoju rynku listów zastawnych w Polsce warto rozpocząć od barier historycznych. Otóż, w Polsce w momencie pojawienia się pierwszego okresu dynamicznego rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych (chodzi tu o lata 2005–2008) do udzielania kredytów mieszkaniowych na szerszą skalę były przygotowane jedynie duże banki uniwersalne, z których niektóre miały już w tym momencie strategicznego inwestora zagranicznego. To one poprzez sieć placówek bankowych rozwijały akcję kredytową. W tym czasie nie powstał żaden znaczący bank hipoteczny²⁶⁴. Siłą rzeczy wykształci-

ła się w Polsce bankowość oparta na modelu banku uniwersalnego. Można więc powiedzieć, że wprowadzona w 1997 r. i wzorowana na rozwiązaniach niemieckich z 1900 r. ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych (kilkukrotnie nowelizowana) promowała model bankowości specjalistycznej, który był nieadekwatny do tego co działo się w polskim sektorze bankowym. Być może, gdyby wówczas stworzono możliwość emisji listów zastawnych dużym bankom uniwersalnym rynek byłby dzisiaj lepiej rozwinięty.

W początkowym okresie ważnym ograniczeniem rozwoju rynku listów zastawnych były również stosunkowo małe portfele kredytów mieszkaniowych, które mogłyby stanowić podstawę emisji listów zastawnych. Ich jakość nie była również potwierdzona historycznymi wskaźnikami niespłacalności kredytów. Portfele kredytowe były bowiem bardzo młode.

Ważnym elementem badania było ustalenie barier rozwoju rynku listów zastawnych. Poprosiliśmy ekspertów o nadanie punktów barierom rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce, przy czym łączna suma punktów nie mogła przekroczyć 10. Najwięcej punktów eksperci przyznali nadpłynności polskich banków i łatwości pozyskiwania lokat bankowych. Inne ważne bariery to wg ekspertów biorących udział

264 Banki hipoteczne znalazły niewielką niszę w obszarze finansowania project finance i nieruchomości komercyjnych.

w badaniu ograniczenia po stronie bazy inwestorskiej oraz potencjalnie negatywny wpływ listów zastawnych na koszt finansowania banków.

Wyniki tego badania jednoznacznie wskazują, że najważniejszym czynnikiem utrudniającym rozwój rynku listów zastawnych w Polsce jest w zasadzie od początku intensyfikacji bankowości hipotecznej brak ekonomicznej potrzeby emitowania listów zastawnych. Łatwość w pozyskiwaniu tanich depozytów oznacza niższą skłonność do poszukiwania droższego finansowania hurtowego (opartego np. na listach zastawnych). Warto podkreślić, że nie jest to żaden polski ewenement. Doświadczenia zagraniczne podpowiadają bowiem, że rynki listów zastawnych rozwijają się dynamicznie w tych krajach, w których występuje realna konieczność ich emitowania. Naturalny impuls do refinansowania kredytów mieszkaniowych w oparciu o listy zastawne powstaje w sytuacji niedoboru depozytów. Hellström i inni wskazali, że „w Szwecji osoby prywatne w większym stopniu oszczędzają na akcjach, funduszach i programach emerytalnych nieujętych w bilansach banku, a w mniejszym stopniu na kontach oszczędnościowych”²⁶⁵. „Banki mają zatem duży deficyt depozytów, który pokrywają pożyczkami na rynku kapitałowym”²⁶⁶.

W Polsce i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej sytuacja jest odmienna. Banki mają niskie wskaźniki kredytów do depozytów, co jednoznacznie wskazuje, że nie występuje problem z pozyskiwaniem depozytów. W Polsce wskaźnik wynosi (dane dotyczące 2023 r.) 72,5%, na Węgrzech 68,8%, w Czechach 62,1%²⁶⁷.

Jeden z ekspertów biorących udział w badaniu zwrócił uwagę na to, że czynnikiem dynamizującym rozwój rynku listów zastawnych mogłoby być wejście Polski do strefy euro. Nie negując tego spostrzeżenia warto podkreślić, że Dania czy Szwecja są przykładami dobrze prosperujących rynków listów zastawnych emitowanych głównie w walucie krajowej, choć to porównanie nie jest do końca adekwatne, bo wymienione kraje mają w przeciwieństwie do Polski ugruntowaną pozycję na globalnym rynku listów zastawnych.

Ważna bariera rozwoju polskiego rynku obligacji wynika także ze słabości rynku obligacji i kultury inwestowania w instrumenty dłużne. W Polsce platforma Catalyst, która powstała w 2009 r. nie spełnia do dzisiaj oczekiwań z nią związanych. W zasadzie od początku istnienia rynku Catalyst istotnym problemem jest jego wiarygodność. Nie udało się uruchomić agencji ratingowej, która mogłaby zwiększyć przejrzystość rynku obligacji w Polsce. Negatywny wpływ na rynek miała również afera Getback.

5.3. Drogi intensyfikacji rozwoju listów zastawnych w Polsce na tle doświadczeń zagranicznych

Poszukując dróg intensyfikacji rozwoju listów zastawnych na tle doświadczeń zagranicznych można przyjąć, że jedną z nich może być umożliwienie bankom uniwersalnym emitowania listów zastawnych. W Polsce kurczowo trzymamy się koncepcji specjalistycznego banku hipotecznego. Przewagą specjalistycznego banku hipotecznego jest maksymalna izolacja (separacja) działalności hipotecznej od innej działalności bankowej. To z kolei pozwala uzyskać wysoki stopień bezpieczeństwa listów zastawnych. Ryzyko inwestycyjne jest ograniczone, a sam list zastawny staje się w takim modelu marką chronioną. Zwolennicy specjalistycznych banków hipotecznych podkreślają, że tylko taki model rozwoju bankowości hipotecznej w Polsce jest gwarancją podtrzymania szczególnego charakteru listu zastawnego i jego jakości.

Na bazie obowiązującej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych nie udało się w Polsce wypracować modelu funkcjonowania specjalistycznych banków hipotecznych, który prowadziłby do rozwoju rynku listów zastawnych adekwatnego do potencjału demograficznego i gospodarczego Polski i posiadanych przez sektor bankowy portfeli kredytów mieszkaniowych.

Istnieje duże ryzyko trwania w nieefektywnej i przestarzałej strukturze bankowości hipotecznej bez jakichkolwiek efektów w postaci zwiększenia znaczenia roli listów zastawnych w refinansowaniu portfeli kredytów hipotecznych. Rentowność banków hipotecznych jest bardzo ograniczona. Skala outsourcingu wskazuje na duże uzależnienie specjalistycznych banków hipotecznych od banków-matek. Faktyczną sprzedaż kredytów na podstawie umów z bankami hipotecznymi realizują banki-matki.

265 S. Hellström, H. Stenbacka Köhler, C. Lönnbark, How do covered bond function?, FI Analysis, No. 16., s. 2.

266 Tamże.

267 CEE Quarterly (3Q 2023), UniCredit.



Dlatego warto rozważyć włączenie tych podmiotów do struktur banków uniwersalnych, zwłaszcza, że nie ma naukowych dowodów, że rozwój bankowości hipotecznej w modelu uniwersalnym jest mniej bezpieczny.

W Niemczech, kolebce specjalistycznej bankowości hipotecznej, kilkanaście lat temu umożliwiono bankom uniwersalnym emitowanie listów zastawnych (model z warunkową licencją). Ustawa z 19 lipca 2005 (Pfandbriefgesetz) zniósła zasadę ograniczającą krąg emitentów hipotecznych listów zastawnych do banków hipotecznych. W konsekwencji wzrosła liczba instytucji (Pfandbriefbanków) posiadających licencję na ich emisję. Jednak listy zastawne w Niemczech emitują głównie banki uniwersalne, które wcześniej przejęły bank hipoteczny i mają doświadczenie w zakresie prowadzenia działalności hipotecznej.

Umożliwienie polskim bankom uniwersalnym dokonywania emisji listów zastawnych doprowadziłoby do wyeliminowania nieefektywności związanych z funkcjonowaniem banków hipotecznych oraz pozwoliłoby na dywersyfikację źródeł finansowania i zwiększenie udziału pasywów o dłuższych terminach zapadalności w ich bilansach. Konieczne byłoby jednak wydzielenie w strukturach banków uniwersalnych zespołów hipotecznych oraz prawne zagwarantowanie funkcjonowania odrębnego systemu zarządzania ryzykiem związanego z działalnością hipoteczną.

Warto podkreślić, że w modelu uniwersalnym list zastawny może się rozwijać we wszystkich (oprócz Polski i Węgier) krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W Czechach, a jest to dzisiaj najlepiej rozwinięty rynek listów zastawnych wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej, ten model jest wykorzystywany bez konieczności uzyskiwania specjalnej licencji na emisję listów zastawnych.

Przejęcie na model uniwersalny umożliwiłoby realizację ważnego celu strategicznego w obszarze ryzyka w bankach uniwersalnych z dużym udziałem w strukturze aktywów długoterminowych kredytów mieszkaniowych, czyli lepsze zarządzanie ryzykiem niedopasowania aktywów do zobowiązań.

Warto przytoczyć też przykłady Korei i Singapuru. Te kraje „były pionierami emisji listów zastawnych w rozwiniętej Azji, mimo że lokalne banki są finansowane głównie z depozytów klientów. Ich główną motywacją do wprowadzenia listów zastawnych było

zarządzanie ryzykiem niedopasowania aktywów do zobowiązań, dywersyfikacja bazy inwestorów i obniżenie kosztów finansowania”²⁶⁸. List zastawny w Korei Południowej i Singapurze może być emitowany m.in. przez banki uniwersalne.

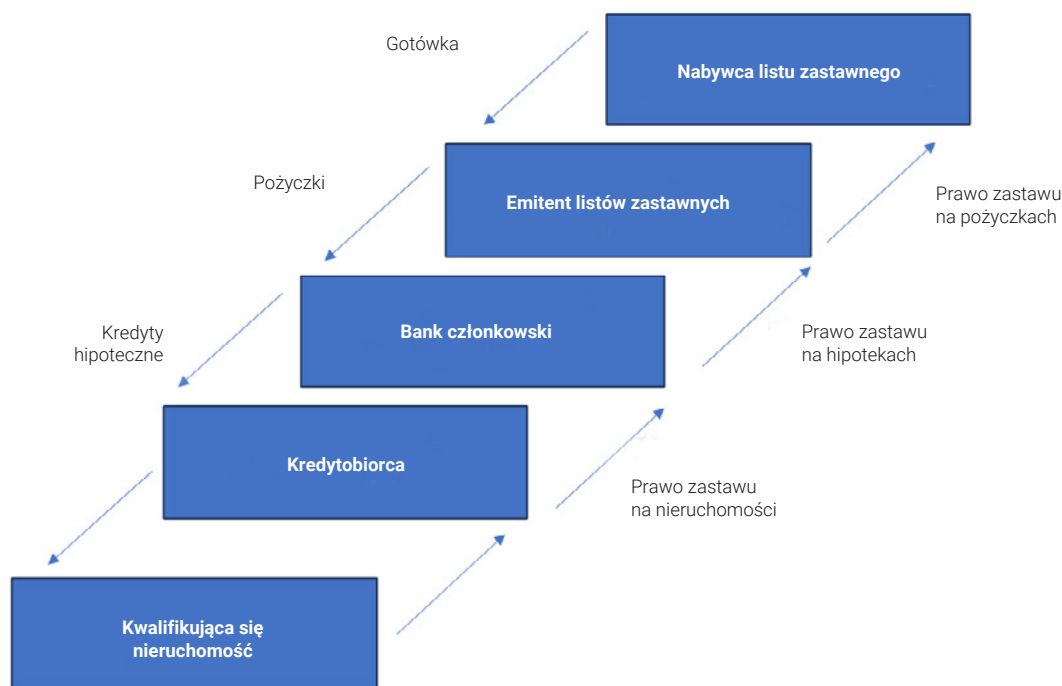
Podkreślmy, że model emisyjny oparty na bankach uniwersalnych nie wyklucza możliwości rozwoju klasycznej bankowości hipotecznej.

Druga możliwa droga intensyfikacji rozwoju listów zastawnych to podejście zbliżone do rozwiązania węgierskiego, gdzie wprowadzono w celu intensyfikacji rozwoju rynku listów zastawnych wskaźnik adekwatności finansowania długoterminowego. W Polsce podobne podejście jest rozważane w ramach prac KNF. Zaproponowano wskaźnik, który miałby doprowadzić do zmniejszenia luki terminowej w polskich bankach i zwiększania udziału finansowania długoterminowego. Jeśli punktem odniesienia byłaby sytuacja na węgierskim rynku listów zastawnych, to nacisk regulacyjny spowodowałby także wzrost roli listów zastawnych. W tym rozwiązaniu widzimy jednak dwa ograniczenia, które trzeba uwzględnić. Po pierwsze – byłoby to kolejne obciążenie regulacyjne i ingerencja w prowadzenie działalności bankowej. Po drugie – wiązałoby się ze wzrostem kosztu finansowania działalności bankowej i ryzykiem obniżenia rentowności na poziomie grupy bankowej.

Doświadczenia węgierskie pokazują, że wprowadzanie miernika adekwatności finansowania długoterminowego powinno się odbywać sekwencyjnie, co umożliwiłoby również modyfikowanie wskaźnika. Wprowadzając tego typu wskaźnik trzeba zwrócić uwagę na mechanizm jego działania. M.in. należałoby ograniczyć mechanizm sprowadzający się do tego, że wyemitowane przez specjalistyczny bank hipoteczny listy zastawne byłyby obejmowane w całości przez bank-matkę. Konieczne byłoby wprowadzenie ograniczenia w tym zakresie²⁶⁹.

268 A. Farima, M. Escutia, Covered Bonds and Global Mortgage Lending [w:] HYPOSTAT 2022, European Mortgage Federation, s. 19.

269 Taka rekomendacja pojawiła się w badaniach (z 2022 r.) przeprowadzonych przez Europejski Kongres Finansowy. W raporcie z tych badań wskazano, że „skup listów zastawnych przez banki z tej samej grupy kapitałowej co ich emitent powinien być docelowo ograniczony, mimo iż w pierwszej fazie budowy rynku listów zastawnych może być uzasadniony” (A. Reich, Nowy kształt rynku kredytów mieszkaniowych, Europejski Kongres Finansowy, 2022, <https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2023/02/Rekomendacja-Nowy-ksztalt-rynku-kredytow-mieszkaniowych-2022.pdf>, s. 33).

Rysunek 5.1. Struktura banku wspólnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: ECBC: European Covered Bond, Fact Book 2023, European Mortgage Federation, September 2023, s. 471.

Trzecia droga, to stworzenie w Polsce wspólnego banku hipotecznego (założonego na potrzeby kilku banków komercyjnych). Utworzenie wspólnego banku hipotecznego przez mniejsze banki mogłoby być dodatkowym czynnikiem pobudzającym rozwój listów zastawnych w Polsce. Mogłoby to w przyszłości być dobre rozwiązanie dla sektora banków spółdzielczych. W Polsce rynek kredytów mieszkaniowych jest zdominowany przez kilka największych banków uniwersalnych, a banki spółdzielcze mają nieduże znaczenie. Po trzeciej, udział w rynku kredytów mieszkaniowych banków spółdzielczych, które są blisko swoich klientów, dobrze ich znają i są w stanie szybko udzielić im wiążącego przyrzeczenia udzielenia kredytu hipotecznego, wynosi tylko 5,5%, podczas gdy we Francji 78%, w Danii 44%, Finlandii 38%, w Niemczech 30%²⁷⁰. W takich krajach, jak Austria, Dania, Francja czy Niemcy, jeżeli banki spółdzielcze same nie posiadają licencji na emisję listów zastawnych, to mogą sprzedać swoje należności zabezpieczone hipoteką określonemu bankowi hipotecznemu i tą drogą pozyskiwać długookresowy kapitał na udzielanie kolejnych kredytów hipotecznych. Dobrym rozwiązaniem byłoby utworzenie przez polskie banki zrzeszające banki spółdzielcze (BPS, SGB) banku hipotecznego na wzór DZ HYP AG – spółki zależnej niemieckiego banku krajowego DZ Bank AG.

Wzorcem dla stworzenia wspólnego banku hipotecznego w Polsce mogłyby być rozwiązania szwajcarskie. Koncepcję wspólnego banku opartą na rozwiązaniu szwajcarskim przedstawiono na rysunku 5.1.

Trzeba jednak pamiętać, że – zwrócił na to uwagę jeden z ekspertów biorących udział w badaniu eksperckim wspierającym powstanie raportu – proces tworzenia takiego banku może być skomplikowany (problemem mogą być kwestie właścicielskie). Inny ekspert zwrócił natomiast uwagę, że „w obecnych uwarunkowaniach rynkowych większe szanse powodzenia miałby podmiot posiadający gwarancje państwa na wzór amerykańskich agencji np. FNMA” (cytat z wypowiedzi eksperta). W tej roli mógłby w opinii autorów opracowania występować BGK, który posiada zgodnie z art. 6a ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego możliwość emitowania listów zastawnych.

Możliwa jest również zupełnie inna droga – poprzez rozwój rynku detalicznych listów zastawnych. Wg L. Pawłowicza uruchomienie rynku listów zastawnych realizuje trzy ważne cele²⁷¹:

271 L. Pawłowicz, Dlaczego w Polsce należy uruchomić rynek detalicznych listów zastawnych?, <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/dlaczego-w-polsce-nalezy-uruchomic-rynek-detalicznych-listow-zastawnych-opinia/8lhwxcz> (dostęp: 15.07.2023).

270 EACB, Key Statistics – Financial indicators 2021.



1. zapewnia bezpieczeństwo długoterminowym oszczędnościom,
2. zwiększa stabilność finansową,
3. sprzyja wzrostowi wiarygodności rynku kapitałowego.

W kontekście tak sformułowanych celów została przedstawiona koncepcja rozwoju w Polsce detalicznych listów zastawnych. Powstanie takiego rynku promowałoby zmianę podejścia do inwestowania, które jest w Polsce oparte głównie na depozytach. Byłoby to więc rozwiązanie stymulujące dywersyfikację struktury aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych. Zachęcałoby również do inwestowania w instrumenty rynku kapitałowego. Jednak nie zmieniałoby struktury aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych w kierunku większego udziału bardziej ryzykownych instrumentów finansowych. Byłaby to raczej substytucja bezpiecznej (ubezpieczonej) lokaty bankowej na bezpieczny instrument rynku kapitałowego.

Z perspektywy rozwoju polskiego rynku listów zastawnych „popyt detaliczny na listy zastawne byłby uzupełnieniem/wzmacniałby rynek hurtowy listów zastawnych”²⁷².

Uruchomienie rynku detalicznych listów zastawnych, kiedy rynek ten działa w Polsce w ograniczonym stopniu, może być bardzo trudne. Po pierwsze – rynek listów zastawnych to rynek inwestorów instytucjonalnych, pieniądza hurtowego (na rynku dominują duże programy emisji listów zastawnych, a pojedynczy list charakteryzuje się stosunkowo dużym nominałem). Po drugie – nie ma w Europie ani jednego dobrego przykładu kierowania emisji listów zastawnych do osób fizycznych, z którego można czerpać jakieś wzorce. Po trzecie – w Polsce list zastawny w społeczeństwie prawie nieznany. Po czwarte – oprocentowanie listów zastawnych byłoby zbliżone (nieco wyższe) do obligacji skarbowych, więc występowałaby konkurencja listów zastawnych z obligacjami skar-

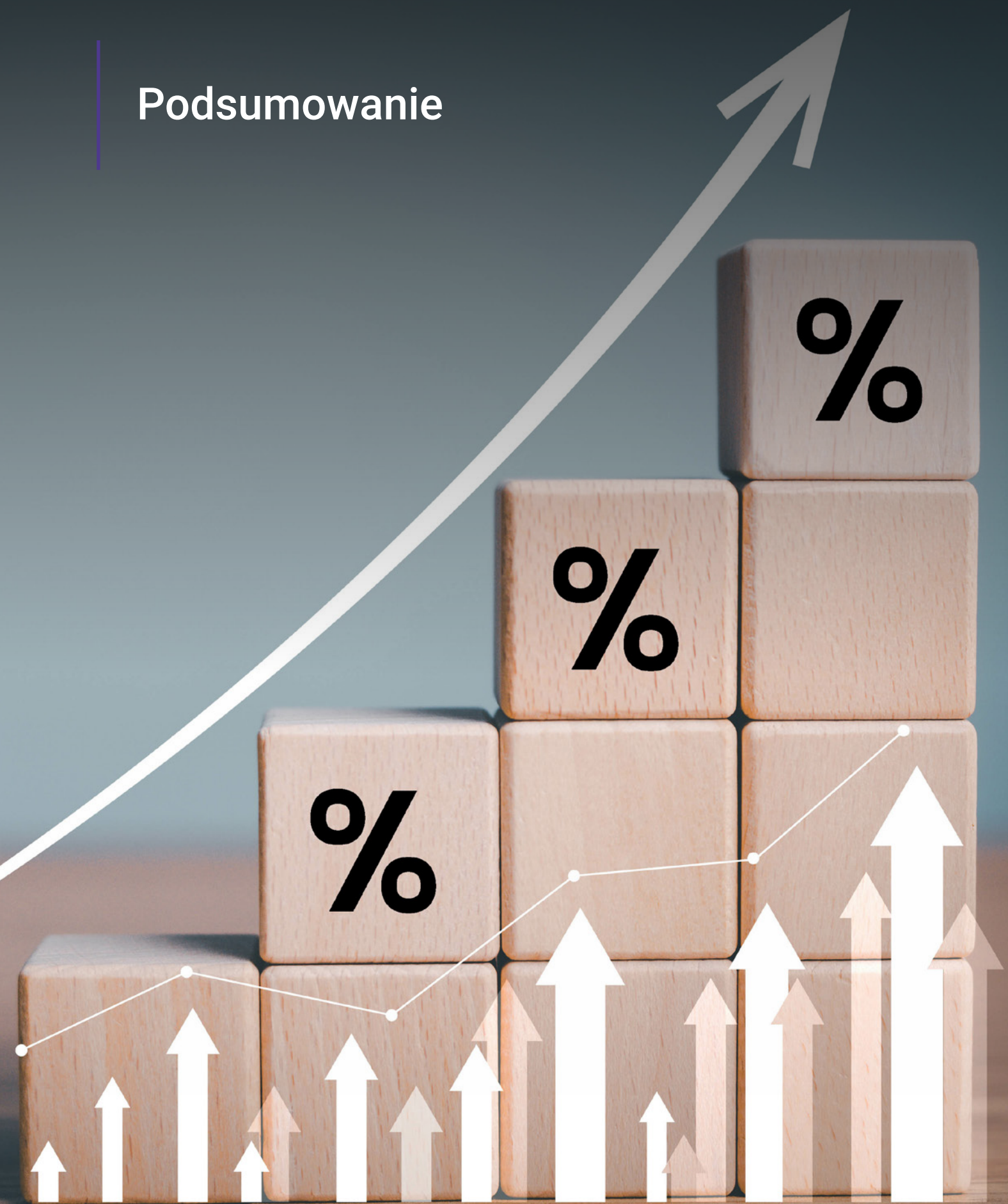
bowymi. List zastawny mógłby nie tylko konkurować z obligacjami skarbowymi, ale nawet je wypierać. Byłby to też pod względem osiąganego zwrotu instrument zbliżony do niektórych lokat bankowych, objętych gwarancjami BFG. Niska względna atrakcyjność inwestycyjna listów zastawnych pod względem rentowności mogłaby ograniczać rozwój tego typu listów. Warto również dodać, że w Polsce jest duża dostępność do funduszy inwestycyjnych o charakterze pieniężnym. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa tego typu funduszy jest zbliżone pod względem ryzyka do listów zastawnych. Nic nie stoi natomiast na przeszkodzie, żeby rozwinęło się w Polsce pośrednie inwestowanie w listy zastawne np. poprzez fundusze inwestycyjne ETF.

Z przeprowadzonych badań eksperckich wynika również, że rozwój rynku detalicznych listów zastawnych utrudniać mogą również sprawy administracyjne i biurokratyczne związane z obsługą detalicznych listów zastawnych. Konieczne byłoby również zorganizowanie platformy obrotu dla detalicznych listów zastawnych o bardzo niskich nominałach. Dla sprawnego funkcjonowania takiego rynku potrzebne byłoby również zapewnienie inwestorom wysokiej płynności rynku wtórnego.

Zamiast skupiać się na nowym pomysle, którego wdrożenie jest obarczone bardzo dużym ryzykiem niepowodzenia i wg jego twórców wymagałoby spełnienia wielu warunków (niski nominal listu zastawnego, posiadacz listów zastawnych powinien mieć możliwość upłynnienia ich w każdym czasie, zatem listy zastawne powinny być przedmiotem obrotu na giełdzie lub specjalnej platformie elektronicznej z animatorem rynku, a w odniesieniu do odsetek powinien zostać zniesiony podatek Belki, oprocentowanie listów zastawnych powinno być na poziomie chroniącym nabywcę przed utratą wartości na skutek inflacji) proponujemy skoncentrować się na rozwoju rynku listów zastawnych skierowanego do inwestorów instytucjonalnych. W powstanie efektywnego rynku listów zastawnych w Polsce powinna być zaangażowana GPW.

²⁷² Cytat z wypowiedzi eksperta biorącego udział w badaniu eksperckim przeprowadzonym w okresie od lipca do sierpnia 2023 r. na potrzeby przygotowania niniejszego raportu.

Podsumowanie





W Unii Europejskiej obok depozytów gospodarstw domowych ważnym źródłem finansowania rozwoju bankowości hipotecznej są listy zastawne, które stanowią dla inwestorów instytucjonalnych ważną alternatywę w stosunku do obligacji rządowych ze względu na ich wysoki rating kredytowy i konstrukcję opartą na podwójnym regresie, co znacznie obniża ryzyko kredytowe.

Wielkość emisji hipotecznych listów zastawnych w obiegu w UE w relacji do PKB wynosiła w 2022 r. ok. 14%. Różnice między poszczególnymi rynkami są jednak znaczne. W Danii hipoteczne listy zastawne stanowiły na koniec 2022 r. 117,1% PKB, a w Polsce tylko 0,7%.

Historycznie w Europie ukształtowały się różne modele emisyjne listów zastawnych, które ulegały zmianom w czasie. Pod wpływem wdrożonej niedawno w UE dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniającą dyrektywę 2009/65/WE i 2014/59/UE zasady funkcjonowania rynków listów zastawnych uległy znacznemu ujednoliceniu i wzmocnieniu w zakresie ochrony praw inwestorów. To krok w dobrym kierunku, który umacnia rolę listu zastawnego w rozwoju bankowości hipotecznej w UE.

Obecnie w większości krajów UE możliwość emitowania listów zastawnych mają banki uniwersalne. W Austrii i Niemczech wiąże się to z koniecznością uzyskania licencji na emisję listów zastawnych przez bank uniwersalny, w innych krajach (np. w Czechach) taka licencja nie jest wymagana. W niektórych krajach sprzedaż kredytów mieszkaniowych historycznie opiera się na bankach hipotecznych. Wówczas to właśnie one emitują najwięcej listów zastawnych. Taka sytuacja występuje m.in. w Danii i Niemczech.

Model oparty na bankach uniwersalnych przyjęto również w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Inaczej jest tylko w Polsce i na Węgrzech, gdzie listy zastawne mogą zgodnie z prawem emitować wyłącznie specjalistyczne banki hipoteczne.

W Polsce wprowadzony na wzór niemieckiej bankowości hipotecznej model specjalistycznego banku hipotecznego obchodził niedawno ćwierćwiecze. Zwolennicy tego rozwiązania od lat podkreślają, że jest ono gwarancją podtrzymania szczególnego

charakteru listu zastawnego jako papieru wartościowego i jego bardzo wysokiej jakości kredytowej.

Tymczasem w Polsce od początku transformacji gospodarczej nie powstał żaden znaczący bank hipoteczny. Wartość emisji listów w obiegu jest na bardzo niskim poziomie. Sprzedaż kredytów mieszkaniowych jest rozwijana w modelu bankowości uniwersalnej. Istniejące specjalistyczne banki hipoteczne są operacyjnie uzależnione od banków uniwersalnych (banków-matek), a ich rentowność jest bardzo ograniczona.

Model emisji listów zastawnych (uniwersalny czy specjalistyczny) nie jest najważniejszym czynnikiem wpływającym na postrzeganie bezpieczeństwa rynków listów zastawnych i atrakcyjności inwestowania w te dłużne papiery wartościowe. Podstawowe znaczenie mają ramy prawno-instytucjonalne zabezpieczające interesy inwestorów. Teza, że wprowadzenie modelu uniwersalnego mogłoby obniżyć bezpieczeństwo listów zastawnych jest błędna.

Na podstawie przeprowadzonej analizy porównawczej modeli rynków listów zastawnych w UE można stwierdzić, że ważnym czynnikiem stymulującym rozwój rynku listów zastawnych oprócz ram prawnych zabezpieczających interesy inwestorów jest silny popyt krajowy. Jest to ważne w kontekście polskim, ponieważ emisje w euro dla emitentów z krajów spoza strefy euro są mniej opłacalne z uwagi na konieczność stosowania instrumentów zabezpieczających. Dla rozwoju rynków listów zastawnych ważna jest także siła innych segmentów systemu finansowego. Istotne znaczenie ma również wysoka jakość portfeli kredytów i wypracowana przez lata reputacja listów zastawnych wśród inwestorów (brak defaultów). Duży odsetek kredytów frankowych i spory sądowe banków z klientami stanowią barierę rozwoju listów zastawnych w Polsce.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej rynki listów zastawnych są małe i nieefektywne. Podstawową przyczyną takiego stanu rzeczy jest brak realnej potrzeby płynnościowej wykorzystywania listu zastawnego. Banki w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie mają większych problemów z pozyskiwaniem stabilnych i tanich depozytów. Osad we wkładach jest bardzo wysoki. Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym bezpieczeństwo sektora bankowego jest nadwyżka depozytów nad kredytami od sektora niefinansowego. Transformacja terminów odbywa się więc w sposób bezpieczny. Z drugiej strony taka sytuacja obniża skłonność do emitowania listów zastawnych.



W Polsce konieczna jest ponowna dyskusja na temat docelowego rozwiązania w zakresie listów zastawnych. Po pierwsze, rekomendujemy umożliwienie bankom uniwersalnym emitowanie listów zastawnych. Model specjalistycznej bankowości hipotecznej nie przyniósł rezultatów. Dzięki listom zastawnym banki uniwersalne mogłyby „wydłużyć” pasywa i ograniczyć ryzyko niedopasowania. Co więcej, takie rozwiązanie pozwoliłoby wyeliminować nieefektywności związane z funkcjonowaniem w ramach dużych grup bankowych hipotecznych banków specjalistycznych, które w polskich warunkowaniach w sposób sztuczny (poprzez bank-matkę) oferują kredyty mieszkaniowe. Rekomendujemy model uniwersalny z licencją. Postulujemy również stworzenie wspólnego banku hipotecznego (założonego na potrzeby kilku banków komercyj-

nych). Utworzenie wspólnego banku hipotecznego przez mniejsze banki mogłoby stać się dodatkowym czynnikiem stymulującym rozwój rynku listów zastawnych w Polsce.

Brak reformy koncepcji rozwoju bankowości hipotecznej stwarza w naszym przekonaniu niepotrzebne ryzyko trwania w nieefektywnej i przestarzałej strukturze bez jakichkolwiek efektów w postaci zwiększenia znaczenia roli listów zastawnych w refinansowaniu portfeli kredytów hipotecznych. Z danych na koniec listopada 2023 r. wynika, że w Polsce pogarsza się sytuacja pod względem listów zastawnych. Wartość listów zastawnych w obiegu na koniec listopada 2023 r. wyniosła tylko 3,84 mld euro (w tym samym okresie poprzedniego roku było to 4,41 mld euro)²⁷³.

273 <https://www.coveredbondlabel.com/stats/table-cb-monthly> (dostęp: 11.12.2023).



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY



Raport przygotowany na zlecenie
Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości