

PIOTR MIELUS*

Stała czy zmienna stopa procentowa? O reformie rynku kredytów hipotecznych

Wprowadzenie

Kredyty hipoteczne stanowią ważny składnik bilansu banków. Ze względu na znaczną rozbieżność pomiędzy nominałem kredytu a miesięcznymi dochodami kredytobiorców płatność rat kredytowych jest rozłożona na długi termin. Kredyty hipoteczne generują zatem aktywa długoterminowe banku. Aktywa te wpływają na pozycję płynności, ryzyko kredytowe i ekspozycję stopy procentowej instytucji finansowej. Ponadto kredytobiorca jest narażony na ryzyko braku możliwości obsługi rat kredytowych, co może nastąpić zarówno z przyczyn zależnych, jak i niezależnych od stron kredytu. Wśród przyczyn egzogenicznych można wymienić zmianę poziomu stóp procentowych (dla kredytów zmiennie procentowych) lub zmianę poziomu kursu walutowego (dla kredytów walutowych).

Po doświadczeniach kryzysu wywołanego upadkiem banku Lehman Brothers, co doprowadziło do trwałej deprecjacji walut w krajach wschodzących względem przede wszystkim franka szwajcarskiego, a więc głównej waluty kredytów dewizowych, Komisja Nadzoru Finansowego wprowadziła ograniczenia w stosunku do możliwości udzielania kredytów walutowych podmiotom nieposiadającym naturalnych przychodów w walutach obcych¹. Tym samym tzw. problem kredytów frankowych dotyczy jedynie portfeli udzielonych w przeszłości (głównie w latach 2005–2008), a nie nowych ekspozycji. Z kolei czynnik egzogeniczny w postaci zmiany poziomu stóp procentowych jest nadal niczym nieograniczony. Kredyty złotowe w przeważającej mierze są udzielane na stopę zmienną, co kreuje ryzyko niewypłacalności kredytobiorcy w sytuacji nagłego lub silnego wzrostu stóp procentowych.

* Dr Piotr Mielus – Szkoła Główna Handlowa, Katedra Ekonomii Ilościowej; e-mail: pmielus@sgh.waw.pl

¹ Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie, Komisja Nadzoru Finansowego, czerwiec 2013.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie ekspozycji rynkowej generowanej względem obu stron kredytu i wskazanie zagrożeń z tym związanych. Ze względu na fakt, że większość kredytów w Polsce jest udzielanych na zmienną stopę, warto przedstawić potencjalne scenariusze zagrażające wypłacalności kredytobiorców i zaproponować możliwe rozwiązania prowadzące do zmiany modelu stopy procentowej na rynku kredytowym. Podstawowe pytania podniesione w artykule brzmią:

1. Jakie ryzyka kreuje obecny model rynku kredytów hipotecznych w Polsce?
2. Czy zmiana tego modelu rynku jest celowa i możliwa?

W celu odpowiedzi na postawione wyżej pytania autor poddał analizie ryzyko płynności, kredytowe i rynkowe generowane przez obie strony kontraktu kredytowego oraz przedstawił możliwe rozwiązania minimalizujące wyżej wymienione ryzyka na podstawie doświadczeń z rynków kredytowych w innych krajach, ze szczególnym uwzględnieniem państw Unii Europejskiej.

Struktura artykułu jest podporządkowana weryfikacji postawionych hipotez. W pierwszej części przedstawiono ryzyka leżące po stronie banku i klientów w środowisku stałych i zmiennych stóp procentowych. W drugiej części przedstawiono strukturę kredytów hipotecznych w krajach strefy euro, w krajach UE posiadających waluty narodowe i w najważniejszych krajach spoza UE. Zwrócono uwagę na stosowane rozwiązania ograniczające ryzyko stóp procentowych dla obu stron kredytu. W ostatniej części zaproponowano możliwe rozwiązania związane z implementacją modelu stóp stałych, które mogą być wykorzystane przez środowisko bankowe w celu wzmocnienia stabilności długoterminowego rynku kredytowego. Analiza jest prowadzona z perspektywy kredytodawcy, ponieważ zmiana formy rynku kredytowego jest możliwa wyłącznie z inicjatywy banków oraz regulatorów rynku finansowego.

1. Ryzyka związane z portfelem kredytów hipotecznych

Portfel kredytów hipotecznych, jak każdy zbiór instrumentów finansowych oferowanych na rynku generuje różnorodne ryzyka, wśród których można wyróżnić następujące (Choudhry 2012, s. 40–44):

- ryzyko kredytowe związane z brakiem spłaty kredytu przez klienta,
- ryzyko rynkowe generowane przez wahania stóp procentowych,
- ryzyko płynności spowodowane brakiem zsynchronizowanych przepływów finansowych,
- ryzyko reputacyjne powstałe w relacjach bank–klient na skutek nieadekwatnej sprzedaży.

W zakresie ryzyka kredytowego kredyt hipoteczny ma dwie podstawowe cechy: jest zawierany na długi termin (10–40 lat) oraz jest zabezpieczony hipoteką (a więc kredytowaną nieruchomością). Tym samym stanowi składnik aktywów dłu-

goterminowych. Ryzyka dla kredytodawcy mogą być zatem dwojakiego rodzaju (*The Global Financial Crisis and Housing...*, s. 21–39):

Po pierwsze, może wystąpić fakt zaprzestania obsługi kredytu (a więc zaniechanie spłaty przez kredytobiorcę rat kapitałowych lub odsetek). Jest to tzw. ryzyko NPL (*non-performing-loans*), a więc ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością kredytobiorcy.

Po drugie, może wystąpić dywergencja pomiędzy wartością kredytu a bieżącą wartością zabezpieczenia na skutek spadku cen nieruchomości względem momentu udzielenia kredytu. Jest to tzw. ryzyko LTV (*loan-to-value*), wynikające z niedostatecznej wartości zabezpieczenia względem ekspozycji kredytowej.

Jednoczesna materializacja obu wyżej wymienionych ryzyk powoduje faktyczne straty dla kredytodawcy. Wystąpienie tylko jednego ryzyka wpływa negatywnie na stabilność finansową kredytodawcy, ale nie oznacza poniesienia bezpośredniej straty finansowej. W przypadku wystąpienia ryzyka NPL bez ryzyka LTV bank może zaspokoić się z nieruchomości stanowiącej zabezpieczenie kredytu. Z kolei w sytuacji wystąpienia ryzyka LTV bez NPL zabezpieczenie nie jest adekwatne, ale jednocześnie nie jest potrzebne do natychmiastowego wykorzystania.

Opisane powyżej ryzyka stanowią element ryzyka kredytowego i mogą wystąpić na skutek pogorszenia sytuacji gospodarczej powodującej wzrost bezrobocia i spadek cen nieruchomości. Przyczyna wystąpienia ryzyka niewypłacalności kredytobiorcy może być jednak również związana z czym innym – ze wzrostem stóp procentowych.

Wzrost stóp procentowych jest czynnikiem egzogenicznym względem obu stron kontraktu kredytowego i może wystąpić na skutek wielu różnych przyczyn: zmiany fazy cyklu koniunkturalnego, wzrostu inflacji, interwencji banku centralnego w warunkach ataku spekulacyjnego na walutę krajową, pogorszenia sytuacji płynnościowej sektora bankowego, wzrostu premii za ryzyko kredytowe, wyprzedży papierów skarbowych na skutek braku zaufania nierezydentów do polityki fiskalnej rządu itp.

Ryzyko stóp procentowych jest elementem ryzyka rynkowego i dzieli się na dwa podstawowe rodzaje:

- ryzyko zmiany wyceny (*mark-to-market risk*),
- ryzyko zmiany przepływów (*cash-flow risk*).

Ryzyko zmiany wyceny polega na utracie wartości przez portfel na skutek przesunięcia krzywej dochodowości. Miarą ryzyka wyceny jest wskaźnik BPV² (*basis point value*) definiowany jako:

$$BPV = \frac{P_1 - P_0}{R_1 - R_0}; \text{ dla } R_1 - R_0 = 0,01\%,$$

gdzie:

P_i – wartość portfela w chwili i ,

R_i – stopa procentowa w chwili i .

² W literaturze BPV występuje także pod akronimami: PVBP, PV01, DV01 (por. Flavell 2002).

BPV pokazuje więc zmianę wartości portfela przy zmianie stopy procentowej o jeden punkt bazowy. Ujemny wskaźnik BPV jest generowany np. przez portfel stałokuponowych obligacji, których wartość spada w środowisku rosnących stóp procentowych. Ekspozycja BPV jest istotna dla podmiotów wyceniających na bieżąco portfele metodą wartości bieżącej netto (a więc przede wszystkim dla instytucji finansowych).

Z kolei ryzyko zmiany przepływów oznacza możliwość zmiany wysokości odsetek (płaconych lub otrzymywanych) na skutek zmiany referencyjnych stóp procentowych. Ryzyko zmiany przepływów można określić wg następującej formuły:

$$CFR = \frac{CF_1 - CF_0}{R_1 - R_0}; \text{ dla } R_1 - R_0 = 0,01\%$$

gdzie:

CFR – *cash flow risk*,

CF_i – wartość przepływu w chwili i ,

R_i – stopa procentowa w chwili i .

Ryzyko zmiany przepływów nie wpływa na wycenę portfela, lecz na potrzeby płynnościowe podmiotu. Zmiana oczekiwanego przepływu zmienia bowiem pozycję płynności i może prowadzić – w sytuacji silnego zwiększenia wartości wymagalnej płatności – do niewypłacalności uczestnika rynku.

Wymienione wyżej rodzaje ryzyka stóp procentowych w odmienny sposób kształtują ryzyko obu stron kredytu w zależności od rodzaju oprocentowania kontraktu. Dla stóp zmiennych obserwujemy występowanie ryzyka przepływów, natomiast dla stóp stałych – ryzyka wyceny.

Ryzyko zmian stóp procentowych wywołuje lustrzane efekty po stronie kredytobiorcy i kredytodawcy w zależności od kierunku zmian stóp procentowych i reżimu oprocentowania określonego w umowie kredytowej. W sytuacji występowania stóp zmiennych kredytobiorca ponosi ryzyko zwiększenia kosztów obsługi kredytu na skutek wzrostu stóp procentowych. Z kolei kredytodawca ryzykuje spadkiem przychodów wobec spadku stóp procentowych. W przypadku stopy stałej kredytobiorca ryzykuje utratę korzyści związanej z możliwym spadkiem stóp procentowych w przyszłości, natomiast kredytodawca poniesie stratę w sytuacji wzrostu stóp na skutek negatywnej wyceny portfela (patrz tab. 1).

Tabela 1

Ryzyko stopy procentowej w zależności od strony kredytu i sposobu naliczania odsetek

Rodzaj oprocentowania	Rodzaj ryzyka	Bank	Klient
Zmienna stopa	Ryzyko przepływów	Ryzyko spadku odsetek, jeśli $R\downarrow$	Ryzyko wzrostu odsetek, jeśli $R\uparrow$
Stać stopa	Ryzyko wyceny	Ryzyko spadku wartości, jeśli $R\uparrow$	Ryzyko wzrostu wartości, jeśli $R\downarrow$

Opisane powyżej efekty mają asymetryczny charakter dla obu stron kontaktu. Po pierwsze, wzrost kosztów obsługi kredytu dla klienta jest groźniejszy niż spadek przychodów z tego tytułu dla banku. Po drugie, zmiana wyceny portfela kredytowego jest istotna jedynie dla banku (ze względu na prowadzoną politykę zarządzania ryzykiem rynkowym i wycenę instrumentów zabezpieczających to ryzyko), natomiast dla klienta „utracone korzyści” mają jedynie znaczenie psychologiczne i materializują się wyłącznie w sytuacji wystąpienia przedwczesnej spłaty. Stopa zmienna wykorzystywana w kredycie oznacza zatem ryzyko przepływów dotyczące kredytobiorcę, natomiast stopa stała generuje ryzyko wyceny po stronie kredytodawcy.

W tym miejscu dochodzimy do istoty problemu: stopa zmienna oznacza przeliczenie ryzyka stopy procentowej z banku na klienta, natomiast stopa stała wywołuje efekt odwrotny. Warto zadać sobie zatem pytanie: która ze stron kontraktu powinna ponosić ryzyko stóp procentowych? W odpowiedzi na to pytanie pomagają dostrzeżenie następujących faktów: bank jest podmiotem profesjonalnie zarządzającym ryzykiem na rynku finansowym i generującym dochody z tego tytułu, a klient jest konsumentem zaspokajającym potrzeby mieszkaniowe i poszukującym bezpiecznych i tanich usług finansowych. Reżim stóp stałych jest więc korzystny dla klienta, ale powoduje zwiększone koszty obsługi ryzyka po stronie banku. W tym tkwi przyczyna preferowania kredytów zmiennie procentowych przez sektor bankowy w sytuacji braku bodźców do stosowania innych rozwiązań.

Występowanie w ofercie wyłącznie kredytów zmiennie procentowych powoduje, że klient nie ma wyboru nawet w sytuacji, kiedy jest świadomy ryzyka wzrostu stóp procentowych i ocenia to ryzyko jako istotne. Brak alternatywy rodzi istotne ryzyko reputacyjne. Sprzedaż kredytu zmiennie procentowego może być bowiem uznana za sprzedaż nieadekwatną (*misselling*), zjawisko znane w Polsce z rynku funduszy inwestycyjnych, opcji walutowych i kredytów frankowych.

Przyjrzyjmy się zatem, jak problem ustalania stóp procentowych rozwiązano na zagranicznych rynkach kredytowych.

2. Modele rynku kredytów hipotecznych w wybranych krajach

Przegląd form oprocentowania na rynku kredytów hipotecznych wskazuje, że w wielu krajach dominującą stopą jest stopa stała. Dla krajów strefy euro udział stopy stałej wynosi 57% i waha się od 85–90% dla Belgii, Niemiec i Francji do 1–9% dla Portugalii, Finlandii i Hiszpanii. Z kolei dla najważniejszych krajów UE spoza strefy euro udział stopy stałej waha się od 50% (Wielka Brytania) do 100% (Dania), a dla krajów poza UE od 5% (Australia, Korea) do 95% (USA, Kanada, Szwajcaria). Szczegółowe udziały i informacje związane z ustaleniem stopy zmiennej zawierają tabele 2 i 3.

Z powyższych obserwacji można wyciągnąć wniosek, że większość najważniejszych gospodarek preferuje reżim stopy stałej, a w przypadku występowania adjustacji poziomu stopy długoterminowej lub dla stóp zmiennych są wprowadzane

Tabela 2
Standardy oprocentowania kredytów hipotecznych – strefa euro

Kraj	Dominująca forma oprocentowania	Udział stopy zmiennej	Indeks stopy zmiennej	Udział kontraktów z górnym limitem stopy
Belgia	Stopa stała (>10Y)	10%	Obligacje	34%
Niemcy	Stopa stała (5–10Y)	15%	IRS	–
Francja	Stopa stała (>10Y)	15%	12M Euribor	50%
Holandia	Stopa stała (5–10Y)	18%	IRS	–
Grecja	Stopa stała (1–5Y)	28%	3M Euribor	4%
Włochy	Stopa zmienna	47%	3M Euribor	–
Austria	Stopa zmienna	61%	3M Euribor	5%
Irlandia	Stopa zmienna	67%	3M Euribor	–
Hiszpania	Stopa zmienna	91%	12M Euribor	–
Finlandia	Stopa zmienna	96%	12M Euribor	11%
Portugalia	Stopa zmienna	99%	6M Euribor	–
Strefa euro razem	.	43%	.	19%

Źródło: *Housing Finance in the Euro Area* 2009.

Tabela 3
Standardy oprocentowania kredytów hipotecznych – kraje spoza strefy euro

Kraj	Dominująca forma oprocentowania	Udział stopy zmiennej
Dania	Stopa stała	0%
Stany Zjednoczone	Stopa stała (>15Y)	5%
Kanada	Stopa stała (5–10Y)	5%
Szwajcaria	Stopa stała (5–10Y)	5%
Japonia	Stopa stała	40%
Wielka Brytania	–	50%
Korea	Stopa zmienna	95%
Australia	Stopa zmienna	95%

Źródło: Lee 2010.

rozwiązania ograniczające wzrost stóp procentowych dla kredytobiorcy. Taka sytuacja wynika z długoletniej tradycji formowania się rynków hipotecznych, których zasadą jest ochrona konsumenta i transfer ryzyka stopy procentowej na rzecz profesjonalnych instytucji finansowych. Regulacje prawne dotyczące ograniczenia ryzyka kredytowego i reputacyjnego oraz silna konkurencja na rynku kredytów hipotecznych wymusiły stosowanie rozwiązań adekwatnych i bezpiecznych dla klientów banków.

Jednak warto zwrócić uwagę, że „stopa stała” nie oznacza w każdym przypadku ustalenia stałego oprocentowania do dnia zapadalności kredytu. Nierzadko stopa stała odnosi się do krótszego terminu (np. 5 lat dla kredytu 20-letniego) i jest cyklicznie adjustowana według wskaźników rynkowych³. Jednocześnie często występuje ograniczenie nałożone na maksymalny wzrost takiej stopy (np. w Belgii⁴), tak aby kredytobiorca znał maksymalny koszt swojej pożyczki przy niekorzystnym dla siebie scenariuszu zmian stóp procentowych. Ustanowienie maksymalnego kosztu wymaga naturalnie od kredytodawcy zabezpieczenia się na rynku opcji procentowych, które na rynkach dojrzałych (w przeciwieństwie do rynków wschodzących) są bardzo płynnym i popularnym instrumentem.

Odrębnym problemem, który występuje na rynkach stało procentowych, jest kwestia opłat za przedwczesną spłatę kredytu. Dla kredytów zmiennie procentowych problem ten ma małe znaczenie, ponieważ bieżąca wartość kredytu opartego na stopie zmiennej jest bardzo stabilna, ze względu na częste dostosowywanie odsetek do zewnętrznego indeksu. Dla kredytów opartych na stopie stałej, przy istotnej zmianie poziomu krzywej dochodowości, wartość kredytu może ulegać silnym zmianom, co naraża bank na straty w przypadku wystąpienia przedwczesnych spłat z inicjatywy klientów. Klienci, w warunkach spadających stóp procentowych, mogą spłacać kredyty zaciągnięte po wyższej stopie, refinansując się nowymi kredytami opartymi na niższej stopie. Aby uchronić kredytodawców przed stratami i zniechęcić klientów do takiego działania, zwykle są wprowadzane opłaty za zerwanie umowy kredytowej. Opłaty te nierzadko są limitowane przez prawo, podobnie jak samo prawo do zrywania kredytów jest zwykle określone w regulacjach mających na celu ochronę konsumenta (Austria, Włochy)⁵.

Na przykład, w Danii klient ma prawo do przedwczesnej spłaty zarówno w sytuacji wzrostu, jak i spadku stóp procentowych. Działanie takie ułatwia fakt pełnej sekurytyzacji rynku – każdy kredyt hipoteczny w DKK oznacza równoległą emisję listu zastawnego. W sytuacji wzrostu stóp procentowych klient ma prawo

³ Wskaźnikiem rynkowym dla adjustowanej stopy długoterminowej jest zwykle swap procentowy lub, rzadziej, rentowność obligacji skarbowych. Chodzi o to, aby indeks stopy stałej odnosił się do terminu zapadalności zbliżonego do terminu kolejnej adjustacji stawki oprocentowania. Indeks stopy stałej jest również pomocny przy opóźnieniu pomiędzy datą podpisania umowy kredytowej a momentem uruchomienia kredytu – w takiej sytuacji stopa stała nie jest określona liczbowo, ale odnosi się do przyszłej wartości indeksu w określonym dniu.

⁴ W Belgii adjustacja stopy stałej nie może być częstsza niż jeden rok, a zmiany stopy nie mogą przekraczać 3 p.p.; patrz: *Housing Finance in the Euro Area*, 2009, s. 27.

⁵ Tamże, s. 27.

spłacić swoje zadłużenie po niższej cenie⁶, natomiast w przypadku spadku stóp klient może skorzystać z opcji przedwczesnej spłaty i refinansować się przy niższym oprocentowaniu.

Poniższa tabela podsumowuje traktowanie opcji przedwczesnej spłaty w poszczególnych krajach.

Tabela 4
Rozwiązania dotyczące opcji przedwczesnej spłaty

Kraj	Regulacje dotyczące przedwczesnej spłaty	Koszt przedwczesnej spłaty
Niemcy	Prawo i kontrakt	W chwili spłaty
Dania	Prawo	Z góry jako premia
Holandia	Kontrakt	W chwili spłaty, ograniczony przez prawo
Francja	Prawo i kontrakt	W chwili spłaty, ograniczony przez prawo
Stany Zjednoczone	Prawo	Z góry jako premia
Japonia	Prawo i kontrakt	W chwili spłaty

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Dübel 2005, s. 3–5; ECB 2009, s. 27 i 31; Lea 2010, s. 21–22.

Model kredytów hipotecznych w naszym kraju jest odmienny od przedstawionego powyżej. W Polsce praktycznie 100% portfela kredytów hipotecznych jest indeksowanych do stopy WIBOR. Są to więc kredyty generujące nieograniczone ryzyko kosztów odsetkowych dla klientów. Jednocześnie, ze względu na krótkie terminy odsetkowe, banki mają niewielką ekspozycję na zmianę wyceny z tytułu wahań krzywej dochodowości i nie muszą zabezpieczać ryzyka stóp procentowych. Jest to więc sytuacja wygodna dla kredytodawców. Zastanówmy się, jakie są przyczyny występowania w Polsce takiego modelu oprocentowania. Można je podzielić na popytowe, podażowe i instytucjonalne.

Po pierwsze, rynek kredytów hipotecznych od chwili swojego powstania w latach 90. XX w. działał w środowisku spadających stóp procentowych. W warunkach spadającej inflacji stopy procentowe zmierzały do oprocentowania dominującego na rynkach dojrzałych, co nasiliło się po wejściu Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. W ostatnich 25 latach jedynie w latach 1999–2000, 2003–2004, 2006–2008 oraz 2010–2012 obserwowaliśmy wzrost rynkowych stóp procentowych na skutek restrykcyjnej polityki pieniężnej RPP. Skala tych podwyżek była jednak umiarkowana (z wyjątkiem pierwszego z wymienionych okresów nie przekraczała 200 punktów bazowych) w porównaniu z potencjałem na trwałe spadek krzywej dochodowości. Motywacja do zaciągania kredytów opartych na stałej stopie była więc silnie ograniczona przez prognozy dotyczące obniżenia stóp referencyjnych. Jest to zatem czynnik popytowy uniemożliwiający efektywną sprzedaż pożyczek stało procentowych.

⁶ Wzrost stóp oznacza spadek cen stałokuponowych listów zastawnych; patrz: Lea 2010, s. 22.

Po drugie, po stronie podażowej od początku powstania rynku obserwujemy preferencję banków do utrzymywania portfeli zmiennie procentowych. Jest to związane z tym, że rynek instrumentów pochodnych w PLN wykazywał początkowo niewielką płynność. Uniemożliwiało to bankom skuteczne zabezpieczenie ryzyka BPV. Dopiero liberalizacja prawa dewizowego w 1999 r. spowodowała rozwój rynku swapów procentowych animowanych w przeważającej mierze przez banki londyńskie. Niemniej światowy kryzys z 2008 r. spowodował spadek płynności tych instrumentów i zwiększył koszty utrzymywania portfeli na skutek rosnącej potrzeby kolateralizacji ryzyka przedrozliczeniowego. O ile jednak proste derywaty liniowe były zawsze dostępne, o tyle rynek opcji na stopę procentową praktycznie nigdy nie uzyskał płynności wystarczającej do efektywnego zabezpieczania ryzyk o charakterze nieliniowym. Płynny rynek tzw. swapcji jest bowiem niezbędny w sytuacji występowania kredytów stało procentowych z możliwością przedwczesnej spłaty. Banki unikały więc oferowania produktów, które zwiększyłyby ich ryzyko stóp procentowych w warunkach niepełnej możliwości zabezpieczenia się przed zmianami wyceny.

Po trzecie, czynniki instytucjonalne nie generują bodźców do zmiany reżimu stóp procentowych dla kredytów hipotecznych. Brakuje rozwiązań prawnych, z jednej strony preferujących ograniczenie ryzyka kredytobiorcy, a z drugiej penalizujących brak takiej ochrony. W krajach z dominującym reżimem stałej stopy procentowej występują regulacje ograniczające dostępność kredytów zmiennie procentowych. Regulacje te, są związane z ochroną konsumenta, a równocześnie różnicują wagi obciążeń kapitałowych dla portfeli w zależności od sposobu ustalania odsetek. Co więcej, istnieją regulacje prawne zakazujące udzielania pożyczek zmiennie procentowych dla klientów detalicznych, traktujące takie kredyty jako instrument spekulacyjny.

W następnym rozdziale rozważamy możliwość osłabienia każdej z trzech wymienionych powyżej przyczyn dominacji kredytów zmiennie procentowych, co doprowadziłoby do powstania efektywnego rynku kredytów stało procentowych.

3. Propozycje zmian reżimu stóp procentowych kredytów hipotecznych

Jak wykazano w poprzedniej części artykułu, na rynkach z dominującym reżimem stopy stałej istnieją czynniki preferujące utrzymywanie się takiego modelu oprocentowania. Jednocześnie zidentyfikowano trzy grupy przyczyn dominacji kredytów zmiennie procentowych w Polsce. Rozważmy zatem, jakie scenariusze mogłyby doprowadzić do ustania tych przyczyn?

Po stronie popytowej kluczowym czynnikiem były oczekiwania co do kształtowania się stóp procentowych. Należy w tym przypadku oddzielić oczekiwania krótkoterminowe od długoterminowych. Te pierwsze wpływają na aktualny kształt

krzywej dochodowości dostępnej dla klientów⁷. Te drugie kształtują percepcję co do prawdopodobieństwa możliwych scenariuszy na rynku stóp procentowych w trakcie życia kredytu. W warunkach spadających stóp procentowych krzywa dochodowości jest zwykle malejąca (tzn. stopy krótkoterminowe są powyżej długoterminowych). Powoduje to, że kredyt stało procentowy jest nominalnie tańszy niż zmiennie procentowy (w zakresie najbliższych rat), aczkolwiek paradoksalnie nie jest to czynnik sprzyjający popytowi na takie kredyty. W środowisku spadających stóp kredytobiorca liczy bowiem na to, że kolejne raty będą mały na skutek obniżającego się oprocentowania. W warunkach długoterminowego kredytu kluczowy jest czynnik oczekiwań co do średniego kosztu odsetkowego. Jeśli klienci oceniają bieżący poziom stóp procentowych jako wysoki, to prognozują obniżenie tego poziomu w długim okresie. Z kolei w warunkach rosnących stóp procentowych krzywa dochodowości jest rosnąca, co powoduje, że kredyt stało procentowy jest nominalnie droższy od zmiennie procentowego. Klient, kierując się bieżącym kosztem zadłużenia, wybiera kredyt, od którego odsetki są niższe. Jednocześnie, przy utrzymującym się długoterminowym trendzie spadkowym stóp procentowych, nie obawia się trwałego i silnego wzrostu oprocentowania.

Jedynym czynnikiem, który może zachęcić klientów do skorzystania z oferty kredytów stało procentowych, jest zmiana percepcji co do długoterminowego trendu stóp procentowych przy jednoczesnym braku wyceniania takiego ryzyka przez rynek. Taka sytuacja może mieć miejsce przy bardzo niskich stopach procentowych, kiedy potencjał na dalsze spadki jest ograniczony, a na rynku nie występują jeszcze czynniki mogące doprowadzić do istotnego wzrostu krzywej dochodowości. Jest to więc środowisko stóp procentowych, które obserwujemy na rynkach Unii Europejskiej od chwili wystąpienia kryzysu możliwej niewypłacalności gospodarek peryferyjnych w latach 2010–2012. Kryzys ten spowodował silne rozluźnienie polityki monetarnej przez Europejski Bank Centralny, doprowadzając do znacznego spadku stóp procentowych nie tylko w krajach strefy euro, ale również spoza tej strefy – także w Polsce.

W takich warunkach krzywa dochodowości jest lekko rosnąca, natomiast przestrzeń do dalszego spadku stóp wydaje się ograniczona⁸. Można więc postrzegać obecne kształtowanie się stóp procentowych jako sprzyjające pojawieniu się strumienia popytu na kredyty stało procentowe.

Po stronie podażowej warunkiem zaoferowania kredytów stało procentowych jest możliwość zabezpieczenia dwóch ryzyk:

- ryzyka zmiany wyceny (BPV) w trakcie życia kredytu – tzw. ryzyko liniowe,
- ryzyka utraty dodatkowej wyceny w sytuacji przedwczesnej spłaty kredytu (*prepayment risk*) – tzw. ryzyko nielinowe.

⁷ Na rynkach wschodzących, do których zalicza się Polska, krzywa dochodowości zwykle jest krótsza niż maksymalny okres kredytowania ze względu na brak płynności długoterminowych obligacji i swapów procentowych.

⁸ Krzywa swapowa w dniu 23/12/2015 r. rozciągała się pomiędzy 1,58% dla terminu 1 rok a 2,70% dla terminu 20 lat, przy stopie referencyjnej NBP na poziomie 1,50% i deflacji w listopadzie 2015 r. wynoszącej 0,5% p.a.

Pierwsze ryzyko zabezpiecza się swapami procentowymi typu IRS (*interest rate swap*), natomiast drugie za pomocą opcji na swapa (tzw. *swapcji*). O ile pierwszy instrument jest powszechnie dostępny, o tyle drugi praktycznie nie jest oferowany na rynku międzybankowym. Według danych NBP łączna pozycja brutto banków krajowych w 2014 r. w kontraktach IRS w PLN wynosiła 1107 mld zł, natomiast w opcjach na stopę procentową 9 mld zł, co stanowiło zaledwie 0,6% portfela derywatów odsetkowych ogółem⁹. Porównanie obrotów również działa niekorzystnie na rzecz instrumentów nieliniowych: średni dzienny obrót na IRS w 2014 r. wyniósł 2422 mln zł, a na opcjach na stopę 8 mln zł, a więc ponad 300 razy mniej¹⁰.

Rynek oferuje liniowe instrumenty pochodne zabezpieczające ekspozycję BPV w sytuacji stabilnego wolumenu portfela kredytowego¹¹. Brakuje jednak efektywnych narzędzi do ograniczenia ryzyk nieliniowych poprzez kontrakty opcyjne. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest jednak brak popytu na takie produkty. Mając na uwadze, że rynki dojrzałe oferują szerokie spektrum opcji na stopę procentową oraz fakt, iż rynek derywatów odsetkowych w PLN jest zdominowany przez banki londyńskie, kwestia pojawienia się płynnej oferty w opcjach procentowych jest uzależniona od powstania szerokiego rynku klientowskiego, którego teraz brakuje. Ze względu na wystarczającą płynność kontraktów IRS oraz stabilną trajektorię stóp procentowych w Polsce od kilkunastu lat, wykreowanie płynnego rynku *swapcji* nie jest problematyczne. Istnieją bowiem narzędzia do zabezpieczania zmiennej pozycji BPV kreowanej przez kontrakty nieliniowe, a komponent zmienności w cenie opcji może być wyceniany dzięki modelowaniu krzywej dochodowości dla kontraktów IRS.

Istnieje więc uzasadniona szansa na to, że sam fakt pojawienia się stała procentowych kredytów na PLN z możliwością przedwczesnej spłaty doprowadzi do pojawienia się efektywnej oferty zabezpieczenia ryzyk związanych z opcjonalnością umów kredytowych.

Równolegle, oprócz problemu płynności derywatów odsetkowych, obserwujemy problem niewystarczającej długości krzywej dochodowości. Krzywa dochodowości dla PLN jest krótsza niż najdłuższe kredyty hipoteczne, a płynność oferowanych instrumentów spada wraz z wydłużaniem ich okresu zapadalności. Na rynku IRS w PLN efektywnie można więc zabezpieczać ekspozycje do 10 lat, co wiąże się nie tylko z wyższymi kosztami transakcyjnymi dla dłuższych kontraktów, ale przede wszystkim z ograniczonym horyzontem linii kredytowych na rynku międzybankowym. Nawet w warunkach powszechnej kolateralizacji ryzyka kredytowego

⁹ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, s. 287. Derywaty odsetkowe ogółem obejmują kontrakty FRA, IRS i OIS, z czego IRS odnosi się do stóp długoterminowych. Z kolei opcje na stopę procentową mogą zawierać również kontrakty krótkoterminowe.

¹⁰ Tamże, s. 292.

¹¹ Ograniczeniem dla zabezpieczenia kredytów poprzez kontrakty IRS jest ich indeksacja do stopy typu IBOR. Fakt ten powoduje, że bank zmienia stałą stopę kredytu na IBOR, finansując jednocześnie aktywa pasywnymi, które nie są uzależnione od tej stopy. Powoduje to postanie ryzyka bazowego, które jednak jest identyczne jak dla kredytów zmiennie procentowych (indeksowanych również do stopy typu IBOR). Wprowadzenie kredytów stała procentowych nie redukuje zatem ryzyk bazowych – jest to temat na odrębne opracowanie.

i (wynikającego z rozporządzenia EMIR) obowiązku rozliczania kontraktów IRS przez centralnego kontrahenta (CCP), zakres czasowy maksymalnej ekspozycji jest silnie ograniczony, ze względów płynnościowych (wysokie wagi ryzyka kredytowego zwiększają potrzebę obsługi kolateralu) i prawnych (wbudowane klauzule przedwczesnego rozwiązania umowy, tzw. *break clause*).

Rozwiązaniem na tę bolączkę jest ustalenie mechanizmu adjustacji stopy procentowej co jakiś czas. Jest to zgodne z praktyką stosowaną na rynkach dojrzałych, gdzie tzw. refiks stopy stałej odbywa się regularnie np. co 5 lat. Mechanizm ten pozwala na tańsze zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej przez banki zarówno w wymiarze liniowym, jak i nieliniowym. Po pierwsze, cykliczna adjustacja stopy pozwala na efektywne zabezpieczenie ryzyka BPV krótszymi kontraktami IRS¹². Po drugie, refiks stopy ogranicza ryzyko powstania znaczącej dodatniej wyceny kontraktu w sytuacji realizacji przez klienta opcji przedwczesnej spłaty. Mniejsza potencjalnie wielkość ekspozycji powoduje, że opcje na zabezpieczenie tego ryzyka są tańsze. Ponadto w warunkach niedojrzałego rynku instrumentów pochodnych na stopę procentową kwotowanie swapcji odnoszących się do krótszych instrumentów bazowych i z krótszymi terminami zapadalności jest łatwiejsze, co czyni te instrumenty bardziej płynnymi¹³.

Kwestia ceny zabezpieczenia ryzyka opcji przedwczesnej spłaty jest niezwykle ważna w świetle finalnego kosztu kredytu. Nawet w sytuacji płaskiej krzywej dochodowości może się okazać, że kredyt stało procentowy będzie znacznie droższy ze względu na wyższe koszty jego zabezpieczenia. Aby uniknąć takiej sytuacji, można zastosować strategię zerokosztową polegającą na jednoczesnym zakupie i sprzedaniu opcji. Dzięki temu koszt zabezpieczenia ryzyka nieliniowego będzie bliski zeru, a jednocześnie zostaną określone warunki cenowe dla przedwczesnej spłaty kredytu przez klienta. Takie rozwiązanie oznacza, że koszty spłaty dla klienta będą występowały tylko w sytuacji skorzystania z opcji (a nie dla każdego kredytu z góry, co pogarsza ich ofertę cenową) i będą ściśle limitowane. Jednocześnie klient będzie miał ograniczone możliwości zysku w przypadku zerwania kredytu w warunkach rosnących stóp procentowych.

Jak wspomniano w poprzedniej części artykułu, powyższe kwestie są zwykle regulowane przez prawo bankowe, przepisy związane z ochroną konsumenta i rekomendacje nadzoru. W Polsce brakuje regulacji kształtujących relacje dla kredytów stało procentowych z opcją przedwczesnej spłaty. Brakuje zatem istotnych bodźców regulacyjnych dla rozwoju takich kredytów. Bodźce te są uzależnione od polityki Urzędu Ochrony Konsumenta i Konkurencji (UOKiK) oraz Komisji

¹² Od kryzysu 2008 r. kontrakty IRS są wyceniane wg krzywej OIS, która uwzględnia koszt kolateralu oprocentowanego wg stopy ONIA. Niestety, ze względu na krótkość krzywej OIS dla PLN, taka wycena dla złotych IRS nie jest w pełni możliwa. Stąd błąd na wycenie IRS przy wykorzystaniu krzywej IBOR jest mniejszy dla kontraktów krótkoterminowych, co sprzyja płynności tego segmentu rynku.

¹³ Naturalnie należy wziąć pod uwagę wyższą niestabilność stóp krótkoterminowych, jeśli krzywa dochodowości cechuje się tzw. zjawiskiem „powrotu do średniej” (*mean reversion*). W warunkach niepłynnego rynku opcji efekt ten jest jednak znacznie słabszy niż kwestia braku wystarczającej długości krzywej dochodowości i długości krzywej zmienności dla swapcji.

Nadzoru Finansowego (KNF). Mając na względzie standardy ochrony konsumenta w zakresie kredytów długoterminowych występujące na dojrzałych rynkach, należy spodziewać się, że model regulacyjny w Polsce będzie zmierzał w stronę rozwiązań, które sprawdziły się w gospodarkach o znacznie dłuższej historii kredytów hipotecznych. Warto zwrócić uwagę, że część z dojrzałych gospodarek również doświadczyła w przeszłości hiperinflacji (np. Niemcy w latach 20. XX w.), co skłaniało do poszukiwania rozwiązań chroniących pożyczkobiorców przed nadmiernym kosztem kredytu. Należy jednak podkreślić, że wiele gospodarek dojrzałych ma silnie rozwinięty rynek papierów zabezpieczonych nieruchomościami (w Niemczech Pfandbriefe, w USA – Mortgage Backed Securities), co sprzyja bezpieczeństwu rynku kredytowego i ułatwia transfer opisanych wyżej ryzyk na nabywców ww. papierów. Można wyrazić nadzieję, że uchwalona 24 lipca 2015 r. nowelizacja ustawy o listach zastawnych i kredytach hipotecznych (wchodząca w życie od 1 stycznia 2016 r.) pozwoli na efektywny rozwój tego segmentu rynku w naszym kraju.

Zakończenie

Celem artykułu było określenie możliwości powstania stała procentowej alternatywy na rynku złotych kredytów hipotecznych poprzez zdefiniowanie warunków sprzyjających rozszerzeniu oferty banków o kredyty na stałą stopę. Autor wskazał powody, dla których obecne środowisko stóp procentowych sprzyja rozszerzeniu oferty przez banki krajowe oraz określił czynniki ułatwiające wdrożenie nowego produktu.

Po pierwsze, istotne są czynniki popytowe określone przez chęć klienta do skorzystania z oferty kredytów na stałą stopę. Korzystnym czynnikiem z punktu widzenia kredytów stała procentowych jest powszechne obecnie środowisko niskich stóp procentowych, połączone z niezbyt stromym kształtem krzywej dochodowości. Jednakże, aby oferta kredytów na stałą stopę była atrakcyjna, koszt pożyczki stała procentowej nie może istotnie odbiegać od pożyczki zmiennie procentowej. Metodą na ograniczenie kosztu jest wdrożenie zasad postępowania w przypadku przedwczesnej spłaty kredytu, które ograniczają możliwość poniesienia straty przez kredytodawcę.

Po drugie, konieczne jest zapewnienie płynnego rynku derywatów odsetkowych – zarówno w zakresie instrumentów liniowych (swapów) jak i nieliniowych (swopcji). Banki muszą mieć możliwości zabezpieczenia ekspozycji na stopę procentową generowaną przez aktywa stała kuponowe oraz ograniczenia ryzyka opcji przedwczesnej spłaty. Mając na uwadze obecny kształt rynku złotego i doświadczenia z innych krajów UE, należy oczekiwać, że stan rozwoju rynku finansowego nie będzie stanowił istotnej przeszkody dla wdrożenia oferty kredytów na stałą stopę. Sprzyja temu wdrożenie regulacji unijnych minimalizujących ryzyka kredytowe związane z rynkiem instrumentów pochodnych oraz planowana reforma indeksów wykorzystywanych jako wskaźniki rynku finansowego.

Po trzecie, niezbędne są bodźce regulacyjne, które zachęcą banki do oferowania kredytów na stałą stopę. Bodźce te powinny kształtować ryzyko kredytowe, rynkowe, płynności i reputacyjne, tak aby utrzymywanie „monopolu” kredytów zmiennie procentowych stało się niekorzystne dla sektora bankowego. Można to osiągnąć przez działania nadzorca i regulatora oraz wspólne działanie środowiska bankowego na rzecz ochrony klienta przed nadmiernym wzrostem kosztu obsługi zadłużenia.

Nie należy zapominać, że problem zmiany dominującej formy oprocentowania na krajowym rynku kredytowym ma dwa wymiary: może dotyczyć nowo udzielonych kredytów, jak i konwersji już udzielonych kredytów. Ograniczenie się wyłącznie do nowych kredytów nie zmienia profilu ryzyka po stronie aktywów sektora bankowego. W scenariuszu rosnących stóp procentowych może to mieć negatywne implikacje w przyszłości na skutek materializacji ryzyka kredytowego związanego z utratą możliwości obsługi rosnących płatności kredytowych przez kredytobiorców. Problem zmienności raty kredytów złotych może więc mieć implikacje analogiczne do aktualnego problemu kredytów frankowych. Banki powinny zatem opracować ofertę konwersji otwartych kredytów zmiennie procentowych na kredyty stałe procentowe. Warunki wdrożenia takiej oferty są zbieżne z czynnikami determinującymi powstanie oferty nowych kredytów stałe procentowych.

Na koniec warto zaznaczyć, że opisany problem braku alternatywy na rynku kredytowym dotyczy nie tylko klientów detalicznych starających się o sfinansowanie potrzeb mieszkaniowych, lecz także małych i średnich przedsiębiorstw szukających kredytów inwestycyjnych na dłuższy termin. O ile duże korporacje nie mają problemu z dostępem do instrumentów pochodnych pozwalających na swobodną konwersję stopy zmiennej na stałą, o tyle mniejsze firmy mogą mieć ograniczony dostęp do rynku derywatów ze względu na brak adekwatnych modeli zarządzania ryzykiem, brak wystarczających linii kredytowych pozwalających na zawieranie takich transakcji bez zabezpieczenia lub brak możliwości płynnościowych do obsługi kolateralu z tytułu zabezpieczania ryzyka przedrozliczeniowego transakcji pozabilansowej. Warto więc rozważyć rozszerzenie oferty kredytów na stałą stopę również w tym segmencie rynku.

Tekst wpłynął: 8 lutego 2016 r.
(wersja poprawiona 24 lipca 2016 r.)

Bibliografia

- Choudhry M., *The Principles of Banking*, Wiley Finance, Singapore 2012.
Dübel H.-J., *Fixed-rate Mortgages and Prepayment in Europe*, Association of German Pfandbrief Banks e.V., Berlin 2005.
Euro Area MFI Interest Rates, European Central Bank, 2015.
Flavell R., *Swaps and Other Derivatives*, J. Wiley & Sons, 2002.

Housing Finance in the Euro Area, European Central Bank, 2009.

Lea M., *International Comparison of Mortgage Product Offerings*, Research Institute for Housing America, 2010.

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r., Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015.

The Global Financial Crisis and Housing: A New Policy Paradigm, red. S. Wachter, Man Cho, Moon Joong Tcha, Edward Elgar Publishing, 2014.

STAŁA CZY ZMIENNA STOPA PROCENTOWA? O REFORMIE RYNKU KREDYTÓW HIPOTECZNYCH

Streszczenie

Polska należy do grupy krajów z dominującą rolą zmiennie procentowych kredytów hipotecznych. Brak ustalonego oprocentowania kredytów rodzi zwiększone ryzyko niewypłacalności po stronie kredytobiorców w sytuacji nagłego i silnego wzrostu stóp procentowych. Doświadczenia innych krajów wskazują, że reżim stałych stóp procentowych w kredytach hipotecznych można wprowadzić w sposób efektywny zarówno dla banków, jak i ich klientów. Autor rozważa możliwe ścieżki wdrożenia kredytów stało procentowych oraz związane z tym korzyści i zagrożenia. Niskie stopy procentowe sprzyjają częściowej konwersji rynku kredytów hipotecznych w stronę kredytów stało procentowych. Przejście do kredytów stało procentowych byłoby korzystne dla stabilności rynku finansowego poprzez zmniejszenie ryzyka wzrostu kosztów odsetkowych po stronie klienta.

Słowa kluczowe: kredyty hipoteczne, ryzyko stopy procentowej, ryzyko reputacyjne

JEL: G15, G21

FIXED OR VARIABLE INTEREST RATE? ON THE REFORM OF MORTGAGE LOAN MARKET

Summary

Poland belongs to the group of countries with the dominant share of mortgage loans given at a variable interest rate. This generates the risk of insolvency on the part of borrowers in case of a sudden and strong rise in the level of interest rates. The experience of many countries shows that fixed rate regime in mortgage loans can be introduced in a way which is effective both for the banks and their clients. The author discusses the possible paths of launching fixed rate loans and the related benefits and risks. Low interest rate environment may facilitate a partial conversion of the mortgage market towards fixed interest rates. This would be beneficial for the stability of the financial market because of the reduction of the credit risk on the part of borrowers.

Key words: mortgage loans, interest rate risk, reputation risk

JEL: G15, G21

ФИКСИРОВАННАЯ ИЛИ ПЛАВАЮЩАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА? О РЕФОРМЕ РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

Резюме

Польша принадлежит к группе стран, где преобладают ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой. Отсутствие фиксированного процента по кредитам увеличивает риск неплатежеспособности кредитополучателей в случае внезапного и сильного роста процентных ставок. Опыт других стран показывает, что режим фиксированных процентных ставок в ипотечных кредитах может быть эффективен как для банков, так и для их клиентов. Автор рассматривает возможные пути введения кредитов с фиксированной ставкой и связанные с этим выгоды и угрозы. Низкие процентные ставки способствуют частичной конверсии рынка ипотечных кредитов в сторону фиксированных кредитов. Переход к таким кредитам позволил бы поднять стабильность финансового рынка через снижение риска роста затрат на обслуживание кредита кредитополучателями.

Ключевые слова: ипотечные кредиты, риск процентной ставки, репутационные риски

JEL: G15, G21