

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Odjel za ekonomiju i turizam
«Dr. Mijo Mirković»

IVAN BUDIĆ

FUNKCIJE I ZNAČAJ HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA

Završni rad

Pula, 2013.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Odjel za ekonomiju i turizam
«Dr. Mijo Mirković»

IVAN BUDIĆ

FUNKCIJE I ZNAČAJ HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA

Završni rad

JMBAG: 0145031915

Studijski smjer: Financije, računovodstvo i revizija

Predmet: Tržište kapitala

Mentor: Doc. dr. sc. Dean Učkar

Pula, veljača 2013.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani Ivan Budić, kandidat za prvostupnika poslovne ekonomije ovime izjavljujem da je ovaj Završni rad rezultat isključivo mojega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Završnog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student:

U Puli, 4. 2. 2013.

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
2. OBILJEŽJA HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA.....	2
2.1. HIPOTEKARNI KREDITI.....	3
2.2. SUDIONICI NA HIPOTEKARNOM TRŽIŠTU.....	5
3. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE SJEDINJENIH AMERIČKIH DRŽAVA.....	8
3.1. PRIMARNO TRŽIŠTE.....	9
3.1.1. Hipotekarni krediti na tržištu SAD-a.....	12
3.2. SEKUNDARNO TRŽIŠTE.....	16
3.2.1. Sekuritizacija.....	17
3.2.2. Kriza sekundarnog tržišta.....	21
4. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE EUROPSKE UNIJE I REPUBLIKE HRVATSKE.....	24
4.1. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE EUROPSKE UNIJE.....	24
4.2. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE REPUBLIKE HRVATSKE.....	27
5. ZAKLJUČAK.....	31
LITERATURA.....	33
POPIS GRAFIKONA I TABLICA.....	40
SAŽETAK.....	41
SUMMARY.....	42

1. UVOD

Hipotekarno tržište uglavnom je povezano s rješavanjem bitnog životnog pitanja, odnosno pitanja stanovanja. Zbog te činjenice i uglavnom visokih cijena nekretnina u suvremenim ekonomijama, zauzima važno mjesto u finansijskim sustavima zemalja. Razvitak novih vrijednosnih papira putem sekuritizacije je ovom tržištu povećao značaj i pružio nove mogućnosti u prikupljanju kapitala i ulaganja u nove vrijednosne papire ali je i imao negativan aspekt u stvaranju globalne ekonomske krize radi kojeg su hipotekarna tržišta bila u izrazitom fokusu proteklih nekoliko godina.

Cilj ovog rada je prikazati funkcije koje susrećemo na hipotekarnom tržištu, prikazati osnovne elemente ovog tržišta poradi lakšeg razumijevanja rada, istražiti hipotekarno tržište SAD-a, EU i Republike Hrvatske te prikazati koliki značaj i važnost poprima na tim tržištima.

Rad je podijeljen na 3 dijela. U prvom dijelu prikazana su opća obilježja ovog tržišta odnosno njegove posebnosti i pojedine funkcije koje na njemu susrećemo. Nadalje, objašnjen je pojam hipotekarnog kredita i njegovi pojedinačni elementi poput kamatne stope, instrumenata osiguranja i drugih te je dan prikaz sudionika hipotekarnih tržišta.

Drugi dio opisuje hipotekarno tržište SAD-a, vodeće hipotekarno tržište svijeta. Prikazano je primarno tržište, postupak dobivanja kredita i vrste kredita koje susrećemo na njemu. Potom je dan prikaz sekundarnog tržišta i vrijednosnica nastalih procesom sekuritizacije (hipotekarni prijenos, osigurana hipotekarna obveza i obveznica osigurana hipotekarnim kreditom). Na kraju poglavlja dan je kratak osvrt na krizu sekundarnog tržišta, tj. prikazani su uzroci koji su doveli hipotekarno i finansijsko tržište SAD-a u velike gubitke. Ova kriza je imala jak utjecaj na razvoj recesije u gospodarstvu SAD-a, koja je trajala od kraja 2007. godine do polovice 2009. godine.

U trećem dijelu dan je kratak prikaz hipotekarnog tržišta EU kroz prikaz veličine tržišta pojedinih zemalja, kretanja kamatnih stopa te ostalih posebnosti poput modela financiranja hipotekarnih kredita i pojava na sekundarnom tržištu. Naposljetku je dan prikaz hipotekarnog tržišta Republike Hrvatske kroz prikaz veličine kreditiranja, kredita dostupnih stanovništvu i kretanja kamatnih stopa.

U izradi rada su korištene znanstvene metode analize, specijalizacije i sinteze.

2. OBILJEŽJA HIPOTEKARNOG TRŽIŠTA

Hipotekarno tržište predstavlja dio tržišta kapitala¹. Iako pripada tom tržištu ima neke bitne razlike u usporedbi s tržištem obveznica i dionica. Postojanje osiguranja nekim dijelom nekretnine nije karakteristično za tržište obveznica i dionica, (osim u slučaju hipotekarnih obveznica), informacije vezane za hipotekarne kredite nešto su manje opsežne te veličina svakog hipotekarnog kredita ovisi o individualnim karakteristikama svakog zajmodavca što nije slučaj sa tržištem obveznica i dionica gdje su vrijednosni papiri denominirani u nekim uobičajenim vrijednostima (Saunders i Cornett, 2006). Nadalje, hipotekarni krediti predstavljaju obično jednog investitora (npr. banku) dok, primjerice, emisije obveznica i dionica obično drže više ulagača (Saunders i Cornett, 2006:188).

Ovo se tržište dijeli na dvije podvrste, na primarno tržište i sekundarno tržište. Na primarnom tržištu prisutno je izdavanje novih hipotekarnih kredita dok se na sekundarnom tržištu obavlja prodaja već postojećih kredita ili, specifično za ovo tržište, sekuritizacija² i stvaranje hipotekarnih vrijednosnica (vrijednosni papiri poduprti hipotekarnim kreditima). Kroz primarno se tržište ostvaruje funkcija prijenosa finansijskih sredstava i to sa suficitarnih jedinica (osobe ili institucije s viškom finansijskih sredstava) na deficitarne jedinice (osobe ili institucije s manjkom sredstava) (Foley, 1993). Na taj se način pojedincima, poduzećima i institucijama omogućuje podizanje kredita, odnosno ostvaruje se kreditna funkcija, preko finansijskih institucija koje prikupljaju viškove sredstava od pojedinaca i poduzeća koja inače ne bi bila upotrijebljena. Ova funkcija je posebno izražena na hipotekarnom tržištu gdje bi većina pojedinaca tek pri kraju svojeg radnog vijeka uspjela uštedjeti za kupnju nekretnine. Alokacijska funkcija je također prisutna na tržištu, gdje se ograničena prikupljena sredstva usmjeravaju u profitabilne projekte i poslove (Leko, 2004). Kod hipotekarnih tržišta ovo je donekle točno, ali pitanje je stanovanja bitno pitanje za društvo pa je ovo tržište uglavnom pod određenim političkim pritiskom i utjecajem. Sekundarno tržište omogućuje investitorima prodaju svojih potraživanja, odnosno neprestanu realokaciju svojih sredstava (Foley, 1993:6). Na taj način tržište dobiva funkciju likvidnosti. Stvaranjem vrijednosnica na sekundarnom tržištu i prodajom kredita tržište dobiva i funkciju smanjivanja rizika.

¹ Tržište dugoročnih finansijskih instrumenata. Na ovom tržištu, odvija se, primjerice, kupovina i prodaja različitih vrijednosnih papira (obveznica i dionica) te dugoročnih kredita banaka (Leko, 2004).

² Sekuritizacija je proces transformacije inače nelikvidnih finansijskih sredstava koja predstavljaju osnovnu zaradu bankarskih institucija (razni krediti), u vrijednosnice kojima se može trgovati na tržištima kapitala (Mishkin i Eakins, 2005:455).

2.1. HIPOTEKARNI KREDITI

Hipotekarni krediti su među starijim oblicima kreditiranja uopće, kako se spominju u Hamurabijevom zakoniku (Leko ur., 1998). Ove kredite definiramo kao vrstu dugoročnog kredita što ga banke ili druge finansijske institucije odobravaju građanima i poduzećima na osnovi pokrića u nekretnini. Vjerovnik upisuje založno pravo na nekretnini u slučaju neplaćanja dužnika. Visina kredita je ograničena na vrijednost same nekretnine i to uobičajeno do 80% procijenjene tržišne vrijednosti nekretnine³. Namijenjeni su uglavnom za kupnju nekretnina, zemljišta, obiteljskih kuća, itd. Od ostalih vrsta kredita razlikuju se prema roku dospijeća, prosječnoj veličini kredita koja je značajno veća od ostalih vrsta kredita i po tome što su prilikom donošenja odluke o prihvaćanju kredita za zajmodavca jednako važni prihodi zajmoprimeca kao i vrijednost nekretnine dane u zalog (Rose, 2003).

Kamatne stope na hipotekarne kredite mogu biti varijabilne (promjenjive) ili fiksne. Varijabilne stope⁴ su vezane uz indeks (npr. EURIBOR, LIBOR, ZIBOR, NRS1) i mijenjaju se kroz vrijeme dok fiksne stope ostaju iste kroz cijelo vrijeme otplate kredita. Sa stajališta vjerovnika, ugovaranje varijabilne stope je uglavnom poželjnije, naime ugovaranje fiksne stope na dugi rok je rizičnije zbog velikih fluktuacija kamatnih stopa koje se mogu i povećati kroz vrijeme pa vjerovnik može ostvarivati gubitak. Primjerice, kod banaka rizik ugovaranja fiksne stope u usklađenosti je ostalog portfelja te će kod rasta kamatnih stopa priljev od kamata možda biti nedostatan za plaćanje depozita koji su ugovoreni po višim kamatnim stopama. Fiksne stope odgovaraju dužnicima, odnosno kućanstvima koja se na taj način ne moraju brinuti oko njihovih kretanja, ali one su u početku uglavnom nešto više od varijabilnih stopa uslijed većeg rizika. Sužavanje razlike između kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa potiče ugovaranje kredita s fiksnom stopom dok će povećanje razlike poticati ugovaranje kredita s varijabilnom stopom (Moench, Vickery i Aragon, 2010).

Dospijeće uobičajenog hipotekarnog kredita je između 15 i 30 godina. Krediti od 30 godina imaju nešto više kamatne stope zbog većeg rizika u usporedbi s 15-godišnjim kreditima, te će korisnik 30-godišnjeg kredita platiti veće ukupne kamate. S druge strane mjesecni anuiteti će biti manji za korisnika 30-godišnjeg kredita. Kako većina stanovništva nema dovoljnu ekonomsku snagu, 30-godišnji krediti su uobičajeni na ovom tržištu.

³ Ovaj omjer na eng. ima naziv *Lone to Value ratio* (LTV).

⁴ Varijabilne stope se uglavnom sastoje od fiksnog i varijabilnog dijela.

Hipotekarne kredite prate različiti instrumenti osiguranja. Ovi instrumenti brane vjerovnika od negativnih posljedica dužnikovog neispunjavanja obveze vraćanja kredita. Osnovni instrument osiguranja je založno pravo na nekretnini (hipoteka), što čini i osnovu ovih kredita. Založno pravo se uglavnom zasniva na nekretnini koja je predmet kreditiranja, ali moguće je založiti i neku drugu nekretninu. Ovo pravo ostaje na snazi do dospijeća kredita brisanjem založnog prava odnosno hipoteke iz zemljišnih knjiga ali tek nakon pisane izjave vjerovnika koji dopušta njezino brisanje. Založnim pravom vjerovnik stječe pravo prodaje založene imovine odnosno nekretnine u slučaju neplaćanja kredita kako bi namirio svoja potraživanja i to na javnoj dražbi (sudskoj prodaji). Ako vrijednost prodane nekretnine na dražbi iznosi više od dugovanja iz kredita, dužniku pripada ostatak iznosa, a ako iznosi manje dužnik mora namiriti ostatak duga (Zakon o vlasništvu i drugim stvarnim pravima, NN 91/96, 68/98, 137/99, 22/00, 73/00, 129/00, 114/01, 79/06, 141/06, 146/08, 38/09, 153/09, 143/12, članak 336. (5)). Uz založno pravo javljaju se i drugi instrumenti osiguranja koji su uglavnom obvezni, poput police osiguranja protiv požara ili drugih nepogoda/opasnosti (provalne krađe i razbojstva, potresi) za imovinu danu u zalog, suglasnost o zaplijeni plaće za sve sudionike u kreditu te zadužnica za sve sudionike u kreditu. Nadalje, banka može zatražiti policu osiguranja korisnika kredita (ili sudužnika) u slučaju smrti na min. 30% iznosa kredita. Sve police osiguranja moraju biti vinkulirane⁵ u korist banke. Moguća su i pojedinačna osiguranja korisnika stambenog kredita u slučaju gubitka posla, nezgode i bolovanja gdje osiguravajuća kuća preuzima dio otplate kredita.

Povrh ovih instrumenata banke se mogu zaštititi i osiguranjem cijelokupnih hipotekarnih kredita od neplaćanja. U tom slučaju krediti mogu imati federalno osiguranje (prisutno na tržištu SAD-a) gdje obvezu plaćanja preuzimaju određena federalna tijela ili privatno osiguranje (prisutno na tržištu SAD-a ali i ostalim tržištima). Kod privatnog osiguranja, u slučaju neplaćanja osiguravatelj plaća kreditoru razliku između ostatka duga i vrijednosti nekretnine (Saunders i Cornett, 2006). Ovo osiguranje se obično zahtijeva za kredite koji imaju manje od 20% učešća. Naime, kreditor može zahtijevati plaćanje određenog iznosa kredita unaprijed (učešće) odnosno dijela kupovne cijene imovine. Na taj se način psihološki utječe na dužnika koji neće lako odustati od plaćanja kredita (primjerice kod pada cijene nekretnine dane u zalog), znajući da će izgubiti učešće od kredita i, s druge strane banka ostvaruje manji gubitak ako dođe do neplaćanja kredita.

⁵ Vinkulacija je ustupanje prava na isplatu iznosa osiguranja na banku.

Prilikom odobravanja kredita javljaju se i različite naknade. Primjerice, naknada za obradu kreditnog zahtjeva (od 1 do 2% iznosa kredita), naknada za izdavanje kredita, naknada za troškove upisa u zemljišne knjige, naknada za procjenu vrijednosti nekretnine i druge. Povrh ovih naknada, dužnik može platiti i bodove (poene) u postotku vrijednosti kredita. Plaćajući bodove banka zauzvrat smanjuje kamatnu stopu.

2.2. SUDIONICI NA HIPOTEKARNOM TRŽIŠTU

Na primarnom tržištu susrećemo banke, štedno-kreditne institucije, stambene štedionice, hipotekarne banke i ostale sudionike (npr. životna osiguranja). Sve ove institucije stvaraju hipotekarne kredite po određenim uvjetima i potom ih prodaju na sekundarnim tržištima ili drže u svom portfelju do dospijeća. Neke su institucije specifične samo za određenu zemlju dok su neke prisutne u svim zemljama.

Banke su depozitne i kreditne institucije koje prikupljaju depozite te temeljem njih izdaju kredite te nude najširi mogući izbor finansijskih usluga. Nazivi banaka i njihove posebnosti razlikuju se od tržišta do tržišta. Temeljne su ustanove bilo kojeg finansijskog sustava, a na hipotekarnom tržištu sudjeluju izdavajući hipotekarne kredite iz prikupljenih depozita te pomoću ostalih načina financiranja. Sudjeluju i na sekundarnim tržištima, često osnivajući posebne pravne osobe kako bi izdvojili hipotekarne kredite iz svojih poslovnih knjiga te kasnije na temelju njih izdavali različite hipotekarne vrijednosnice.

Štedno-kreditne institucije su finansijske institucije specijalizirane za prikupljanje depozita i izdavanje kredita (uglavnom hipotekarnih). Njihovo značenje na hipotekarnom tržištu uglavnom pada uslijed jačanja konkurenциje i to prvenstveno u korist hipotekarnih banaka. Ove institucije poprimaju naziv štedne banke i prisutne su na tržištu SAD-a.

Stambene štedionice su kreditne institucije koje prikupljaju stambenu štednju te potom odobravaju kredite za obnovu i kupnju nekretnina. Štednja je subvencionirana od strane države tako da korisnici štednje mogu ostvariti dodatne prinose. Nalazimo ih u srednjoj Europi, a temelje se na stambenim društвima prisutnima na tržištu Njemačke i Velike Britanije. Naziv prisutan na tim tržištima je *Bausparkasse* i *Building societies*. U Republici Hrvatskoj stambene štedionice egzistiraju od 1998. godine nakon što je 1. siječnja 1998.

godine stupio na snagu Zakon o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje (Prva Stambena Štedionica, 2010). Trenutno je na tržištu aktivno 5 štedionica (HNB, 2013).

Hipotekarne su banke prisutne na primarnim i sekundarnim tržištima. To su finansijske institucije koje ne primaju depozite već odobravaju hipotekarne kredite iz vlastitog kapitala ili iz sredstava pribavljenih s finansijskih tržišta. Na sekundarnim se tržištima pojavljuju prodajući hipotekarne kredite kako bi pribavili nova sredstva za odobravanje kredita, ali nastavljaju voditi isplate i podatke o svakom kreditu odnosno obavljaju servisiranje kredita.

Na sekundarnom se tržištu uz hipotekarne banke javljaju različita vladino-sponzorirana i vladina poduzeća, osiguravajuće kuće, investicijski fondovi, mirovinski fondovi, REITs i drugi (*Real Estate Investment Trusts*) (Lee i Lu, 2006).

Vladino-sponzorirana poduzeća⁶ i poduzeće u vlasništvu vlade su specifični za tržište SAD-a. U vladino-sponzorirana poduzeća ubrajamo Federalnu nacionalnu hipotekarnu organizaciju⁷ (u nastavku *Fannie Mae*) i Federalnu korporaciju za stambene hipotekarne kredite⁸ (u nastavku *Freddie Mac*) (Saunders i Cornett, 2006:204). Poduzeće u vlasništvu vlade je Vladina nacionalna hipotekarna organizacija⁹ (u nastavku *Ginnie Mae*).

Fannie Mae je vladino-sponzorirano poduzeće osnovano od strane američkog Kongresa 1938. godine u vrijeme Velike depresije kako bi pomoglo očuvati likvidnost na hipotekarnom tržištu. Iako u vrijeme osnivanja u vlasništvu američke vlade, danas je to privatna korporacija¹⁰ (Saunders i Cornett, 2006). Funkcija joj je kupovanje kredita od banaka i ostalih sudionika na primarnom tržištu. Kupnja tih kredita financira se zaduživanjem (izdavanjem obveznica) i prodajom hipotekarnih vrijednosnih papira odnosno vrijednosnih papira poduprtih hipotekarnim kreditima, koje nakon kupnje kredita ovo vladino-sponzorirano poduzeće stvara. Vrijednosni papiri pod jamstvom su od neispunjerenja obveza, odnosno imaju jamstvo od neplaćanja kamate i glavnice. Vrijednosni papiri nisu osigurani od strane američke vlade, ali investitori implicitno računaju na njenu pomoć u slučaju krize i to zbog kreditne linije dostupne ovoj organizaciji iz državne riznice SAD-a (Saunders i Cornett, 2006).

⁶ eng. *Goverment-sponsored Enterprise* (GSE)

⁷ eng. *Federal National Mortgage Association* (FNMA)

⁸ eng. *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC)

⁹ eng. *Government National Mortgage Association* (GNMA)

¹⁰ Stavljena zajedno s *Freddie Mac*-om pod kontrolu FHFA (*Federal Housing Finance Agency*) zbog ekonomске krize, u rujnu 2008. godine (FHFA, 2008).

Freddie Mac je nastao 1970. godine zbog monopola *Fannie Mae* na sekundarnom tržištu koja je postala privatna korporacija kao i zbog daljnje ekspanzije kreditiranja na hipotekarnom tržištu SAD-a. Ovo vladino-sponzorirano poduzeće stvoreno od strane američkog Kongresa, ima istu funkciju kao i *Fannie Mae*, te je također privatna korporacija osim što tradicionalno kupuje hipotekarne kredite izdane od strane štedno-kreditnih institucija (Saunders i Cornett, 2006).

Ginnie Mae nastaje 1968. godine odvajanjem od *Fannie Mae* i u vlasništvu je američke vlade (Saunders i Cornett, 2006). Osnovna funkcija ovog vladinog poduzeća jest davanje garancija za isplatu kamata i glavnica vrijednosnih papira poduprtih hipotekarnim kreditima koje osigurava Federalna stambena administracija¹¹ i Stambena administracija ratnih veterana¹². Jamstvo je podržano direktno od američke vlade.

Osiguravajuće kuće, investicijski fondovi i mirovinski fondovi sudjeluju na hipotekarnom tržištu kupujući razne vrijednosnice osigurane hipotekarnim kreditima.

REITs (*Real Estate Investment Trusts*) je zatvoreni investicijski fond specijaliziran za kupnju hipotekarnih kredita, zemljišta, nekretnina i hipotekarnih vrijednosnica. Također ulažu u ostale poslove povezane sa nekretninama (npr. financiranje građevinskih tvrtki) (Leko, 2004). Ovi investicijski fondovi egzistiraju u SAD-u, ali sa malim značajem. Njihovo osnivanje pruža investitorima mogućnost diversifikacije svojih ulaganja te u manjoj mjeri doprinose povećanju likvidnosti hipotekarnog tržišta.

U sudionike na hipotekarnim tržištima ubrajamo i kompanije koje nude privatno osiguranje hipotekarnih kredita¹³ te različite federalne agencije (prisutne u SAD-u) poglavito Federalnu stambenu administraciju (imala je jak utjecaj na sekundarno tržište) i Stambenu administraciju ratnih veterana. Uloga federalnih agencija je davanje osiguranja, određenim hipotekarnim kreditima, od neplaćanja. Također, ubrajamo i procjenitelje nekretnina (vrše procjenu nekretnine koja se daje u hipoteku) i agencije za ocjenu rejtinga¹⁴ (ocjenjuju sigurnost ulaganja u vrijednosne papire poduprte hipotekarnim kreditima).

¹¹ eng. *Federal Housing Administration (FHA)*

¹² eng. *Veterans Administration (VA)*

¹³ eng. *Private mortgage insurers (PMIs)*

¹⁴ eng. *Credit rating agencies*

3. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE SJEDINJENIH AMERIČKIH DRŽAVA

Suvremeni razvitak hipotekarnog tržišta SAD-a počinje u vrijeme Velike depresije 1933. godine uplitanjem federalne vlade radi pokretanja ovog tržišta i općenito gospodarske aktivnosti. Prije Velike depresije ovo tržište je karakteriziralo kreditiranje na kraći rok (5 – 10 godina), udio kredita u vrijednosti nekretnine 50% i krediti s balonskom isplatom (plaćanje samo kamate na glavnici kroz vrijeme otplate te isplata glavnice u cijelosti prilikom dospijeća kredita) (Green i Wachter, 2005). Problem koji se pojavio za vrijeme Velike depresije je pad cijena nekretnina koji je dužnike stavio u nepovoljan položaj prilikom refinanciranja isplate glavnice prilikom dospijeća kredita (Green i Wachter, 2005). Federalna vlada se potom uplela stvaranjem Korporacije za stambene kredite¹⁵ (1933. godine) i Federalne stambene administracije (1936. godine). Korporacija za stambene kredite kupovala je neispunjene hipotekarne kredite od banaka i potom im promijenila uvjete (dugoročni, s fiksnom stopom i amortizirajući kako bi spriječila potrebu za refinanciranjem isplate glavnice), spašavajući na taj način milijun hipotekarnih kredita od neispunjerenja. Federalna stambena administracija stvorena je radi davanja osiguranja od mogućeg neispunjerenja hipotekarnih kredita kako bi se na taj način lakše prodavala na sekundarnom tržištu (Green i Wachter, 2005). Uvjeti osiguranih kredita nastavljaju biti dugoročni, s fiksnom stopom i amortizirajući. Umjesto Korporacije za stambene kredite, stvara se *Fannie Mae* agencija kako bi potakla aktivnost na sekundarnom tržištu kredita osiguranih od strane Federalne stambene administracije. Osnivanjem Federalne stambene administracije i *Fannie Mae* agencije, federalna vlada stvara sekundarno hipotekarno tržište (Mishkin i Eakins, 2011). Federalna vlada i danas je uključena u funkcioniranje tržišta radi stabilne ponude sredstava za kupnju nekretnina za stanovanje i pomoći pri kreditiranju obitelji s nižim primanjima (Lucas i Torregrosa, 2010:35).

U drugom tromjesečju 2012. godine veličina hipotekarnog tržišta, odnosno duga nastalog hipotekarnim kreditiranjem, iznosi 13,21 bilijuna USD (FED(a), 2012). Uspoređujući podatke s tržištem dionica i tržištem obveznica hipotekarno tržište je treće po veličini tržište kapitala nakon tržišta obveznica (37,5 bilijuna USD¹⁶) (Freddie Mac, 2012) i tržišta dionica (17,4 bilijuna USD¹⁷) (WFE, 2012). Stavljujući veličinu hipotekarnog tržišta u nekakav kontekst

¹⁵ eng. *Home Owner's Loan Corporation* (HOLC)

¹⁶ Nakon oduzimanja vrijednosnica povezanih sa sekundarnim hipotekarnim tržištem vrijednost tržišta obveznica iznosi 29,2 bilijuna USD.

¹⁷ Kao veličina tržišta dionica uzeta je vrijednost tržišne kapitalizacije NYSE i NASDAQ burze.

omjer duga nastalog na hipotekarnom tržištu i BDP-a u drugom tromjesečju 2012. godine iznosi 84,7%¹⁸ što govori o visokom značenju ovog tržišta. O njegovome značaju govori i podatak da u istome tromjesečju obveze prema hipotekarnim kreditima čine 71,2% svih obveza kućanstava (FED(b), 2012). Krajem 2012. godine, oko 70% kupovina kuća financira se hipotekarnim kreditima, dok je desetljeće prije do 2008. godine taj postotak iznosio čak 90% (NAR, 2012). Prema vlasniku duga u drugom tromjesečju 2012. godine najprisutnije su komercijalne banke, štedne banke i životna osiguranja koja čine 33% tržišta te hipotekarni fondovi i federalne agencije s 53%. Ostatak tržišta čine hipotekarne banke, mirovinska osiguranja, REITSS (*Real Estate Investment Trusts*), kreditne unije i drugi (FED(a), 2012). Kod komercijalnih banaka, krajem 2012. godine, 49% svih kredita je povezano s oblicima hipotekarnog kreditiranja, odnosno čine 27% aktive¹⁹ svih komercijalnih banaka (FED(a), 2013).

3.1. PRIMARNO TRŽIŠTE

Na primarnom tržištu finansijske institucije stvaraju nove hipotekarne kredite izdavajući kredite pojedincima za kupnju ili obnovu obiteljskih kuća, stanova i slično, poduzećima za kupnju poslovnih zgrada ili pribavljanje potrebnog kapitala te raznim institucijama za njihove potrebe. Krediti se stvaraju iz prikupljenih depozita, pomoću sredstava dobivenih putem kratkoročnih i dugoročnih kredita s finansijskih tržišta, prodavanjem kredita na sekundarnom tržištu, sekuritizacijom, iz vlastitog kapitala i slično. Finansijskim institucijama dostupno je i kreditiranje od strane FHLB-a (*Federal Home Loan Banks*), koja je stvorena od strane američkog Kongresa kako bi se stvorio pouzdan izvor sredstava za hipotekarno kreditiranje u svakom od gospodarskih ciklusa (FHLB, 2012).

Hipotekarne kredite primarno dijelimo na kredite za 1 – 4 obitelji²⁰ (za kupnju stana i kuće za stanovanje), kredite za višeobiteljsko stanovanje (za kupnju apartmanskih kompleksa i drugih nekretnina u kojima može stanovati više od 4 obitelji), komercijalne (kupnja poslovnih zgrada, proizvodnih hala) i kredite za seoska domaćinstva (kupnja farmi, poljoprivrednih zemljišta) (Saunders i Cornett, 2006). Grafikon 1. pokazuje veličinu tih kredita na

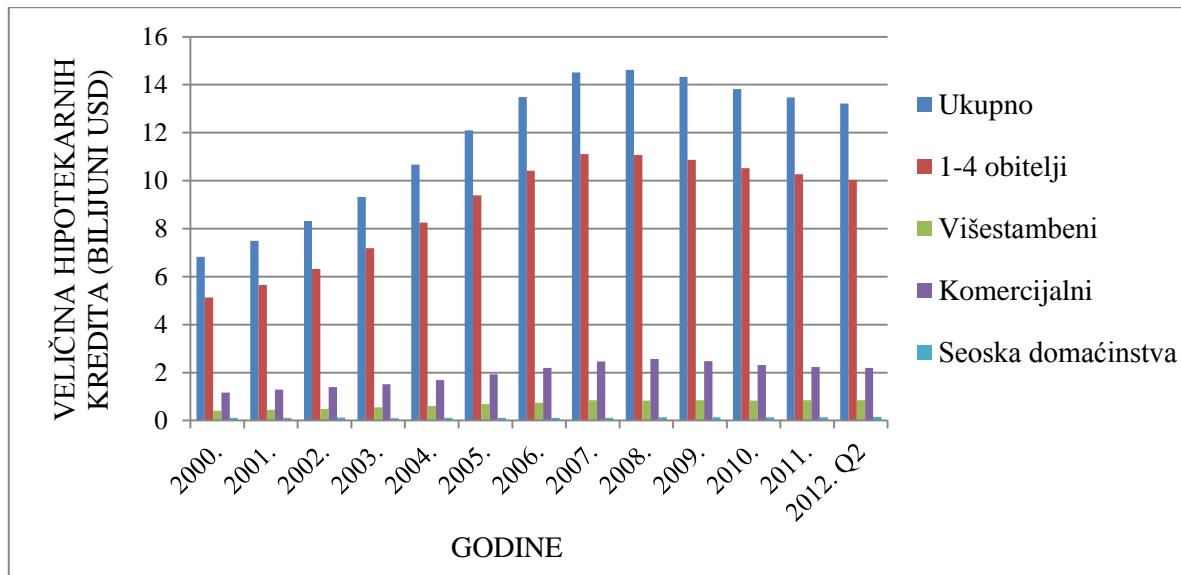
¹⁸ Vrijednost BDP-a za drugo tromjesečje 2012. iznosi 15,58 bilijuna USD (BEA, 2012).

¹⁹ Vrijednost aktive svih komercijalnih banaka krajem 2012. godine iznosi 13,02 bilijuna USD (FED(a), 2013).

²⁰ Za kupnju nekretnine za pojedinca, obitelj, ili nekretnine u kojima može stanovati do 4 obitelji (primjerice nekretnine sa 4 stanova i slično).

hipotekarnom tržištu kao i kretanje ukupnih kredita odnosno ukupnog duga nastalog na cijelom hipotekarnom tržištu.

Graf. 1. Kretanje hipotekarnih kredita na tržištu SAD-a za razdoblje od 2000. godine do drugog tromjesečja 2012. godine

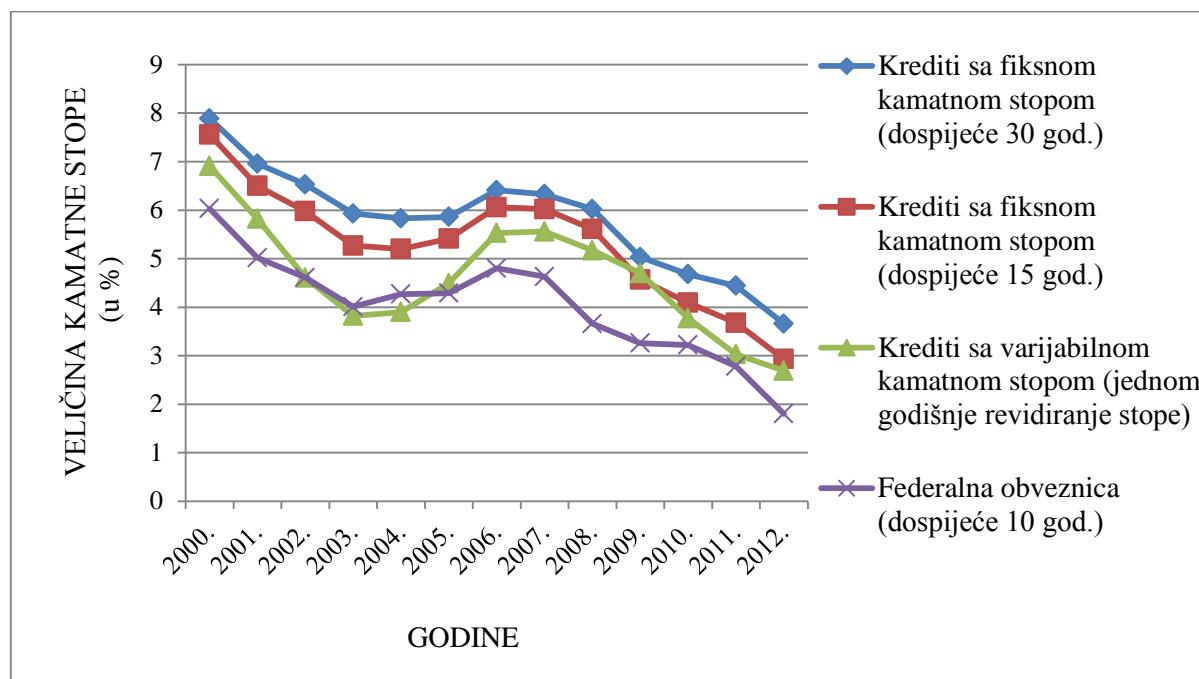


Izvor: Vlastita izrada prema podacima FED-a (*Federal Reserve*) dostupnim na:
<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/mortoutstand/mortoutstand2012.htm>

Hipotekarno tržište bilježi jaki rast do 2008. godine kada je veličina duga svih izdanih kredita iznosila 14,6 bilijuna USD što je povećanje od 120% u odnosu na 2000. godinu. Do 2008. godine tržište je godišnje raslo po prosječnoj stopi od 9,8% i to kroz razdoblje od 8 godina (od 2001. do 2008. godine). Faktori velikog rasta tržišta su pad kamatnih stopa, pad cijena dionica 2000. godine koje je potaklo investiranje u nekretnine, smanjenje standarda kreditiranja, povećanje cijena nekretnina koje je povećalo špekulacije na ovom tržištu dodatno povećavajući volumen izdanih kredita i utjecaj sekundarnog tržišta. Na povećanje kredita je utjecao i drugi predsjednički mandat George W. Busha koji je kroz svoju politiku imao cilj povećanja broja vlasnika kuća, posebno kod manjinskih grupa (Becker, Stolberg i Labaton, 2008). Sve ovo je potaklo veću potražnju za hipotekarnim kreditima i rast ovog tržišta. Nakon 2008. godine prisutan je pad na ovom tržištu radi njegove krize i recesije u gospodarstvu SAD-a, koja je daljnje utjecala na smanjenje kreditiranja na tržištu. Prisutan je i utjecaj pooštovanja uvjeta za odobravanje kredita i pada prodaje novoizgrađenih nekretnina. Strukturu kredita čine najviše krediti za 1 – 4 obitelji koji čine 75 – 77% tržišta za odabranu razdoblje, komercijalni krediti čine 16 – 17% tržišta, višestambeni 6%, dok krediti za seoska

domaćinstva čine 1% tržišta. Relativni udjeli kredita skoro su identični kroz cijelokupno promatrano razdoblje. Krediti za 1 – 4 obitelji zapravo čine ovo tržište i glavni su njegov pokretač.

Graf. 2. Kretanje kamatnih stopa na hipotekarnom tržištu SAD-a za razdoblje od 2000. godine do 2012. godine



Izvor: Vlastita izrada prema podacima dostupnim na:

http://www.freddiemac.com/pmms/pmms_archives.html (*Monthly Data*)

Podaci za federalnu obveznicu dostupni na:

<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> (*Treasury - nominal - 10-year - annual*)

Kamatne stope bitan su element hipotekarnog tržišta. Grafikon 2. pokazuje kretanje prosječnih godišnjih kamatnih stopa na odabrane kredite na ovom tržištu. Za dugoročne kredite (30 i 15 godina) veličina kamatnih stopa ovisi o ponudi i potražnji za dugoročnim sredstvima (ovisi o brojnim faktorima), dospjeću kredita i diskontnim bodovima (Mishkin i Eakins, 2011). Na ovom grafikonu je vidljivo da veličina kamatne stope ovisi o dospjeću kredita kako 30-godišnji krediti imaju veću kamatnu stopu od 15-godišnjih kredita (zbog veće premije rizika). Kretanje kamatnih stopa na hipotekarne kredite je iznad kamatne stope manje rizične 10-godišnje obveznice vlade SAD-a, ali uglavnom prati njezino kretanje (Mishkin i Eakins, 2011:325). Dugoročne kamatne stope, kako je vidljivo iz grafikona, imaju tendenciju pada. Pad je rezultat raznih faktora, među njima operacije FED-a (program *Large-Scale Asset*

*Purchase*²¹ prisutan u 2008., 2009., 2010. i 2011. godini sa većim utjecajem na kamatne stope i program produženja dospijeća²² prisutan u 2011. godini sa manjim utjecajem na kamatne stope) i prisutnosti veće potražnje investitora za sigurnijim vrijednosnicama (npr. obveznicama američke vlade) (Ehlers, 2012). U 2012. godini dugoročne su kamatne stope bile na povijesno niskim razinama unatoč tome veličina ukupnog hipotekarnog duga pada. Promjenjive kamatne stope ravnaju se prema LIBOR-u, COF-u i drugim indeksima. Također su u padu poglavito zbog utjecaja FED-a koji pokušava snižavanjem kako kratkoročnih tako i dugoročnih stopa pokrenuti ovo tržište i gospodarsku aktivnost uopće (FED(d), 2012).

3.1.1. Hipotekarni krediti na tržištu SAD-a

Proces izdavanja hipotekarnog kredita za 1 obitelj počinje ispunjavanjem prijave za hipotekarni kredit (kod komercijalne banke, hipotekarne banke i sl.). Potencijalni dužnik bira vrstu hipotekarnog kredita i uvjete kreditiranja zajedno s referentom za hipotekarne kredite. Dužnik potom daje osnovne informacije o stambenom objektu koji kupuje i dodatne informacije o svrsi kredita, svoje osobne podatke, podatke o zaposlenju, mjesecnom dohotku i troškovima, imovini (bankovni računi, štednja, automobili i sl.) i obvezama (obveze prema drugim kreditima). Podaci o zaposlenju, mjesecnom dohotku te imovini i obvezama služe utvrđivanju kreditne sposobnosti dužnika. Kreditni referent potom dužniku daje procjenu svih važnih elemenata kredita: cijenu nekretnine koju kupuje, troškove zaključivanja kredita i ukupan trošak kredita (uključujući glavnicu, kamatu i naknade). Potom dužnik daje izjave o bilo kojim sudskim postupcima protiv njega, osobnim bankrotima u prošlosti i sl. Ove izjave govore o karakteru dužnika i vjerojatnosti vraćanja kredita što može biti presudno kod odluke o odobravanju kredita. Proces prijave završava potpisom aplikanata i davanjem informacija o rasi i podrijetlu za potrebe američke vlade koja na taj način skuplja potrebne statističke podatke kako bi reagirala na potencijalne diskriminacije. Prijavu referent daje na potrebna odobrenja i ako je prihvaćena dužnik dobiva pismo o prethodnom odobrenju kojim vjerovnik jamči da će staviti na raspolaganje iznos kredita. Prije samog zaključenja kredita referent dužniku ispostavlja nekoliko dokumenata: *Good-Faith estimate* (procjena svih važnih

²¹ Kroz ovaj program FED kupuje vrijednosice američke vlade i vladino-sponzoriranih poduzeća kako bi smanjio ponudu tih vrijednosnica, te povećao cijenu tih vrijednosnica davajući pritisak na smanjenje kamatnih stopa (FED(b), 2013).

²² Kroz ovaj program FED prodaje kratkoročne vrijednosne papire vlade SAD-a u svom portfelju kako bi kupio dugoročne vrijednosne papire vlade SAD-a. Smanjujući ponudu takvih dugoročnih vrijednosnih papira investitori ulažu u druge dugoročne vrijednosne papire smanjujući dugoročne kamatne stope na taj način (FED(c), 2012). Ovaj program je bio prisutan u 2011. i 2012. godini.

elemenata kredita), *Truth-in-Lending Disclosure Statement* (točan iznos svih elemenata hipotekarnog kredita), *Commitment Letter* (nakon što je vjerovnik prihvatio prijavu za kredit dužnik dobiva dokument sa svim elementima kredita, čiju kopiju potpisana šalje natrag vjerovniku), HUD-1 obrazac (sadrži iznose naknada kredita, uspoređuje iznose prisutne u *Good-Faith* procjeni, potpisuje se 24 sata prije zaključenja kredita i sadrži vrijeme i mjesto zaključivanja kredita) (Freddie Mac, 2011). Prilikom zaključivanja kredita dužnik potpisuje dokument o prihvaćanju kredita kao i dokument kojim daje nekretninu u založno pravo. Ovaj proces izdavanja kredita uglavnom je standardiziran različitim dokumentima te postoje određene smjernice o elementima kredita koje se odnose na veličinu kredita, LTV omjer, kreditnu sposobnost dužnika i rok dospijeća kredita (između 10 i 40 godina). Ova je standardizacija prisutna zbog potreba sekundarnog tržišta. Smjernice propisuju *Fannie Mae* i *Freddie Mac*, najveći kupci hipotekarnih kredita na sekundarnom tržištu, odnosno FHFA (*Federal Housing Finance Agency*) vladino tijelo koje ih regulira.

Hipotekarne kredite dostupne stanovništvu na tržištu SAD-a možemo podijeliti na federalno osigurane i konvencionalne kredite²³ (Saunders i Cornett, 2006).

Federalno osigurani krediti imaju garanciju federalnih agencija od neplaćanja dužnika, Federalne stambene administracije i Stambene administracije ratnih veterana. Ove agencije ne izdaju kredite već samo bankama i drugim posrednicima jamče plaćanje kredita ako dužnik to ne učini. Ovi krediti se nazivaju FHA krediti ili VA krediti, zahtijevaju manje učešće (3,5% u odnosu na 20% koje je uobičajeno na tržištu) ili ih ne zahtijevaju te su dostupni i potencijalnim dužnicima koji su kroz povijest imali problema s izvršavanjem kreditnih obaveza (Wells Fargo, 2012). Mogu biti dostupni i potencijalnim dužnicima s manjom kreditnom sposobnošću primjerice s FICO²⁴ rezultatima od 580²⁵ i manje²⁶ prema, primjerice, politici Federalno stambene administracije (HUD, 2010). Maksimalni iznosi pojedinačnih kredita koji se mogu izdati su propisani od strane agencija i različite su za svako mjesto, ovisno o cijenama nekretnina na području (srednje vrijednosti cijena nekretnina). Tipičan kredit Federalne stambene administracije ima gornji limit u visini od 271.050 USD do 625.050 USD (HUD, 2011). Ovi krediti su dostupni u sklopu različitih programa agencija te

²³ eng. *Conventional loans*

²⁴ Fair Isaac Corporation, najčešće korišteni model izračunavanja kreditne sposobnosti u SAD-u.

²⁵ Raspon kretanja rezultata je između 300 do 850, s time da dobri rezultati imaju uglavnom vrijednost iznad 700. Vrijednosti ispod 620 se rijetko uzimaju u obzir prilikom vrednovanja zahtjeva za kreditom (Bank of America, 2013).

²⁶ U tom slučaju, zahtijeva se učešće od najmanje 10%.

potencijalni dužnici moraju ispunjavati određene zahtjeve da bi ih mogli koristiti. Primjerice, krediti Federalne stambene administracije dostupni su stanovnicima koji kupuju nekretninu za stanovanje i stanovnicima kojima je uništena kuća zbog neke prirodne katastrofe dok su krediti Stambene administracije ratnih veterana dostupni ratnim veteranima. Kod kredita Federalne stambene administracije, dužnici plaćaju i određene premije za osiguranje te na taj način štite vjerovnike i porezne obveznike od potencijalnih gubitaka. Uz ove dvije agencije dostupni su i programi agencije za Ruralni razvitak²⁷, Ministarstva poljoprivrede SAD-a. Ova agencija daje potporu u kreditiranju stanovnika s manjim prihodima i za starije osobe radi kupnje kuća i stanova na ruralnim područjima SAD-a. Za prvih 6 mjeseci 2011. godine, krediti Federalne stambene administracije čine 70% federalno osiguranih kredita, Stambene administracije ratnih veterana 24% dok 6% čine krediti agencije za Ruralni razvitak (FHFA, 2011).

Konvencionalni krediti su oni krediti koji nemaju federalno osiguranje. Prisutni su krediti u skladu sa smjernicama vladino-sponzoriranih poduzeća te oni koji ne zadovoljavaju smjernice²⁸. Ako kredit ne zadovoljava smjernice radi svoje veličine, naziva se *jumbo* kredit. Smjernice o veličini propisuje FHFA (*Federal Housing Finance Agency*). Limiti kredita za 2012. godinu se, primjerice, kreću do 417.000 USD odnosno 625.500 USD (ovisno o državi) za kuću za jednu obitelj (FHFA(a), 2012). Krediti koji ne zadovoljavaju smjernice radi svoje veće rizičnosti se uglavnom nazivaju *alt-a* i *subprime* krediti²⁹.

Kredite na ovom tržištu možemo dalje podijeliti na kredite s fiksnom kamatnom stopom i kredite s promjenjivom stopom³⁰. Krediti s promjenjivom stopom se dalje dijele na hibridne³¹, samo kamatne³² i kredite s opcijom plaćanja³³ (FED(e), 2012). Hibridni krediti su spoj kredita s fiksnom i promjenjivom stopom. Uglavnom imaju oznake 3/1 ili 5/1. Prvi broj označava koliko godina kredit ima fiksnu kamatnu stopu dok drugi broj označava koliko će se puta godišnje mijenjati kamatna stopa nakon isteka fiksnog perioda. Kod samo kamatnih kredita dužnik plaća samo kamatu određeni broj godina dok nakon toga počinje isplaćivati i glavnicu. Kod kredita s opcijom plaćanja dužnik bira između različitih opcija plaćanja, odnosno odabire

²⁷ eng. *Rural Housing Service* (RHS)

²⁸ eng. *Conforming loans / Non-conforming loans*

²⁹ Dio hipotekarnog tržišta kojeg karakteriziraju krediti odobreni s manjkavom dokumentacijom, dani osobama sa slabom kreditnom sposobnošću (malim FICO rezultatima) i sl. *Alt-a (alternative a-paper)* krediti imaju manji rizik u usporedbi sa *subprime* kreditima.

³⁰ eng. *Adjustable-rate mortgage* (ARM)

³¹ eng. *Hybrid ARMs*

³² eng. *Interest-only ARMs*

³³ eng. *Payment-option ARMs*

između tradicionalnog plaćanja (plaćanja kamate i glavnice svaki mjesec), samo kamatu određeni broj godina ili minimalno plaćanje (plaćanje minimalne rate čak i ispod visine kamata određeni broj godina). Kod minimalnog plaćanja prisutna je i negativna amortizacija gdje dužnik, iako plaća mjesecnu ratu, zapravo povećava svoj dug. Krediti sa fiksnom i varijabilnom stopom dostupni su i kod federalno osiguranih i kod konvencionalnih hipotekarnih kredita.

Dospijeće ovih kredita je uglavnom između 15 i 30 godina. U studenom 2012. godine, kod kredita do 417.000 USD sa fiksnom kamatnom stopom, 30-godišnji hipotekarni krediti činili su 62% ukupnog tržišta dok su 15-godišnji krediti činili oko 13% ukupnog tržišta (FHFA(b), 2012).

Na primarnom tržištu dostupni su i krediti s rastućom otplatom (povećanje mjesecne rate s vremenom), krediti s rastućom glavnicom (ubrzana otplata glavnice nakon određenog broja godina), druge hipoteke (hipotekarni kredit koji je osiguran istom nekretninom koja se koristi kao osiguranje za prvi hipotekarni kredit, koriste se za kreditne linije), hipotekarni krediti s obrnutim redoslijedom otplata (Mishkin i Eakins, 2011), ali i ostale vrste (npr. s balonskom isplatom, krediti za refinanciranje).

Tablica 1. Novonastali hipotekarni krediti prema vrsti za 1 obitelj u SAD-u za razdoblje od 2000. godine do drugog tromjesečja 2011. godine (u milijunima USD)

Godina	Konvencionalni krediti	S varijabilnom kamatnom stopom	S fiksnom kamatnom stopom	Federalno osigurani krediti	S varijabilnom kamatnom stopom	S fiksnom kamatnom stopom
2000.	929.094	301.852	627.243	118.906	9.497	109.408
2001.	2.044.186	363.673	1.680.513	170.814	4.286	166.528
2002.	2.696.939	600.096	2.096.843	188.061	13.789	174.272
2003.	3.710.699	823.961	2.886.738	234.301	14.730	219.571
2004.	2.787.437	1.115.660	1.671.776	132.564	20.557	112.007
2005.	3.032.879	1.094.345	1.938.535	87.120	7.608	79.512
2006.	2.895.378	920.723	1.974.655	84.622	2.005	82.617
2007.	2.330.972	400.553	1.930.419	99.028	1.333	97.695
2008.	1.218.606	133.957	1.084.649	281.369	5.519	275.850
2009.	1.373.836	60.528	1.313.308	441.165	7.664	433.501
2010.	1.202.011	78.604	1.123.407	368.070	17.665	350.405
2011. Q2	447.602	55.806	391.796	142.398	10.532	131.866

Izvor: Federal Housing Finance Agency – Market Data (Single-family Mortgage Originations)

Dostupno na: <http://www.fhfa.gov/webfiles/22741/SFMortgageOriginations1990–2011Q2.xls>

U tablici 1. prikazana je veličina novonastalih hipotekarnih kredita prema vrsti kredita. Konvencionalni krediti čine većinu kredita, iako je zadnje 3 godine prisutan trend povećanja federalno osiguranih kredita. Gledajući cijelokupno vremensko razdoblje, 90% svih nastalih kredita je konvencionalno, dok u razdoblju od 2008. do 2011. godine 70% kredita je konvencionalno. Takav je trend posljedica pooštravanja uvjeta za dobivanje kredita zbog posljedica ekonomске krize, od banaka gdje se dio stanovništva opredijelio na federalno osigurane kredite. U odnosu na vrstu kamate većina kredita ima fiksnu kamatnu stopu što se uglavnom propisuje tradicionalnom odabiru stanovništva (mijenjanje kamatnih stopa na tržištu ne utječe na visinu mjesecne otplate). Udio kredita s promjenjivom stopom za posljednje 3,5 godine je 7%, što je veliki pad uspoređujući razdoblje od 2000. do 2007. godine kad je udio iznosio 35%. Veliki pad se propisuje kretanjima kamatnih stopa odnosno smanjenjem dugoročnih kamatnih stopa i njihovom približavanju kratkoročnim stopama, krahom *subprime* tržišta gdje je većina hipotekarnih kredita bila ugovorena s promjenjivom kamatnom stopom i smanjenjem tržišta *jumbo* kredita koji ima veći udio kredita s promjenjivom stopom.

Od ostalih vrsta kredita, krediti za seoska domaćinstva su uglavnom pod potporom agencija i ministarstva federalne vlade te se dobivaju kroz sustav kredita za seoska domaćinstva. Komercijalne kredite sklapaju pravne osobe i kao kolateral se uzima poslovna zgrada. Kod kredita za višestambeno stanovanje kao kolateral, primjerice, mogu poslužiti apartmanska naselja. Pojedinačna veličina ovih kredita uglavnom je značajno veća od pojedinačnih kredita namijenjenih kupnji nekretnina za stanovanje.

3.2. SEKUNDARNO TRŽIŠTE

Kroz sekundarna tržišta izdavatelji prodaju ili sekuritiziraju svoje hipotekarne kredite. Na taj način smanjuju svoj kreditni rizik (kupnjom kredita s drugih zemljopisnih područja ili prodajom kredita), poboljšavaju likvidnost (izdavatelji kredita u svakom trenutku mogu dobiti sredstva od prodaje kredita) i smanjuju rizik promjene kamatne stope (uskladjuju kratkoročnu i dugoročnu aktivu). Preduvjeti za razvoj sekundarnog tržišta su razvijeno primarno tržište kroz veliki volumen izdavanja kredita (uglavnom ovisi o makroekonomskoj stabilnosti zemlje), hipotekarni krediti moraju predstavljati atraktivnu investiciju te je poželjan visok stupanj konkurenčije na tržištu (Lea, 2000). Također mora biti prisutna standardizacija hipotekarnih

kredita, ispravan sustav odobravanja kredita i razvijeno servisiranje kredita (Lea, 2000). Ove karakteristike većinom pronalazimo na američkom tržištu kapitala poglavito zbog federalne vlade koja je dala glavni impuls razvoja osnivanjem raznih vladino-sponzoriranih poduzeća i federalnih agencija.

3.2.1. Sekuritizacija

Prvi sekuritizirani vrijednosni papir u SAD-u nastao je 1970. godine kada je *Ginnie Mae* obavila prvu transakciju vrijednosnih papira poduprtih hipotekarnim kreditima³⁴. Na razvoj sekuritizacije utjecali su problemi kod prodaje hipotekarnih kredita, mala vrijednost pojedinačnih kredita i nestandardiziranost kredita koja povisuje troškove kupnje kredita i otežava kupnju kredita sa sličnim karakteristikama (Mishkin i Eakins, 2011). Ovi su problemi potaknuli cijeli daljnji razvoj hipotekarnog tržišta i stvaranje novih vrijednosnih papira koji su imali pokriće u hipotekarnim kreditima (hipotekama) kako bi se oživilo sekundarno tržište koje nije u potpunosti ispunjavalo svoju funkciju likvidnosti.

Tri glavna tipa sekuritiziranih hipotekarnih kredita su hipotekarni prijenos³⁵, osigurana hipotekarna obveza³⁶ i obveznica osigurana hipotekarnim kreditom³⁷ (Saunders i Cornett, 2008).

Hipotekarni prijenos predstavlja prijenos kamata i glavnice iz skupine hipotekarnih kredita sličnih karakteristika na investitora. Financijske institucije, nakon izdavanja ili kupnje hipotekarnih kredita na sekundarnom tržištu, grupiraju kredite u hipotekarne fondove³⁸ (minimalni iznos fonda je milijun USD) i prodaju udjele u tom fondu kredita. Investitori kupuju takve vrijednosne papire koji predstavljaju udjele u fondu (npr. 1% udio u hipotekarnom prijenosu ima pravo na isplatu 1% kamate i glavnice u tom fondu) (Saunders i Cornett, 2008). Financijska institucija (npr. banka ili hipotekarna banka) koja izdaje kredite ili organizacija koja servisira kredite jednostavno prenosi dio kamate i glavnice koje dobivaju od plaćanja rata kredita dužnika na investitore, no sukladno njihovim udjelima u fondu. Kamata i glavnica umanjeni su za naknadu za prijenos. Na tržištu su uglavnom prisutni *Ginnie Mae*, *Fannie Mae* i *Freddie Mac* prijenosi.

³⁴ eng. *Mortgage-backed security* (MBS)

³⁵ eng. *Pass-through security*

³⁶ eng. *Collateralized mortgage obligation* (CMO)

³⁷ eng. *Mortgage-backed bond* (MBB)

³⁸ eng. *Mortgage Pool*

Ginnie Mae prijenosi predstavljaju fond vladino-osiguranih kredita za koje ta agencija jamči pravodobnu isplatu glavnice i kamata vlasnicima hipotekarnih prijenosa (*Ginnie Mae(a)*, 2013). Ovo vladino poduzeće ne kupuje hipotekarne kredite niti izdaje hipotekarne prijenose. *Ginnie Mae* prijenosi nastaju kada odobreni izdavatelji grupiraju i sekuritiziraju federalno osigurane kredite.

Fannie Mae i *Freddie Mac* za razliku od *Ginnie Mae*, kupuju hipotekarne kredite i stvaraju hipotekarne prijenose. Krediti u fondu mogu biti konvencionalni (uglavnom u skladu sa smjernicama) i federalno osigurani. Zbog prisutnosti većeg rizika u odnosu na *Ginnie Mae* prijenose (bez izravne garancije federalne vlade) uglavnom nude nešto više kamatne stope na svoje proizvode. Na tržištu su dostupni i privatni prijenosi čija je glavna karakteristika da u hipotekarnom fondu kombiniraju *jumbo* kredite (Mishkin i Eakins, 2005:307).

Osigurana hipotekarna obveza predstavlja određenu modifikaciju hipotekarnih prijenosa. Nepovoljan aspekt hipotekarnih prijenosa predstavlja rizik prijevremene otplate kredita, gdje u slučaju prijevremene otplate nekih kredita u fondu investitori ne dobivaju isti iznos kamata i glavnice kroz određeno vremensko razdoblje, već dobivaju veće iznose u trenutku prijevremene otplate i manje iznose pri kraju otplata drugih kredita (Saunders i Cornett, 2008). S prijevremenom otplatom investitori dobivaju manje iznose kamata nego u slučaju tradicionalnog plaćanja i veći trenutni novčani tok rata koje prime moraju investirati uglavnom po nižim kamatnim stopama (prijevremene otplate se uglavnom javljaju kod pada kamatnih stopa, odnosno kada dužnici svoje kredite refinanciraju). Da bi doskočili ovom problemu fond kredita se grupira u različite tranše (klase) prema dospijeću odnosno novčani tok od prijevremenog otplaćenog kredita tereti samo jednu tranšu. Nakon što cijela tranša bude isplaćena, prijevremene će isplate teretiti drugu tranšu, i tako redom do posljednje tranše. Na taj način investitori mogu kupiti udjele u različitim tranšama ovisno o njihovim željama ulaganja. Tranše su uglavnom grupirane u nekoliko grupa ovisno o dospijeću (kratkoročno, srednjoročno i dugoročno dospijeće), i nose različite kamatne stope. Na taj način, investitori mogu sukladno svojim preferencijama ulagati u pojedine tranše. Proces stvaranja ovakvih vrijednosnih papira kreće od izdavanja hipotekarnih prijenosa gdje će, primjerice, komercijalna banka kupiti cijelo izdanje *Ginnie Mae* hipotekarnog prijenosa. Potom će te iste hipotekarne prijenose ponovno sekuritizirati, izdavajući obveznice koje glase na određene tranše različitih dospijeća i kamata (Saunders i Cornett, 2008).

Sličan je vrijednosni papir prisutan na ovom tržištu i kolaterizirana dužnička obveza³⁹ koji umjesto dospijeća dijeli fond prema riziku ulaganja. Ova inovacija na sekundarnom tržištu u hipotekarni fond stavlja *subprime* kredite a tranše su podijeljene prema riziku (Mishkin i Eakins, 2011:171). Prva tranša dobiva sve isplate prikupljene iz kredita dok eventualni gubici terete zadnju tranšu. Kada vrijednost gubitaka prekorači vrijednost zadnje tranše, ta se tranša otpisuje i gubici terete drugu tranšu, i tako redom do posljednje tranše.

Na tržištu su uobičajeni *Fannie Mae*, *Freddie Mac* i *Ginnie Mae* hipotekarni vrijednosni papiri. Vrste vrijednosnih papira prisutnih kod *Fannie Mae* jesu hipotekarni prijenosi koji u hipotekarnom fondu sadrže kredite za jednu obitelj i više obitelji. Nadalje, prisutni su REMICs⁴⁰ (*Real Estate Mortgage Investment Conduits*), *Megas* (izdaju se na temelju novčanog toka iz hipotekarnih vrijednosnica), ogoljene vrijednosnice (prosljeđuje se samo isplata kamate ili samo glavnice investitorima) i ostale vrijednosnice (*Fannie Mae*, 2013). Kod *Freddie Mac*-a prisutni su *Gold PC* (dospijeće plaćanja 45 dana od primitka kamata, fiksna stopa hipotekarnih kredita u fondu, sadrže kredite za jednu obitelj) i *ARM PC* prijenosi (krediti s promjenjivom stopom u fondu, dospijeće plaćanja 75 dana). Nadalje, prisutni su REMICs (*Real Estate Mortgage Investment Conduit*), ogoljene vrijednosnice i drugi vrijednosni papiri (*Freddie Mac*, 2013). Kod *Ginnie Mae* prisutni su: *Ginnie Mae 1 MBS* prijenosi (kada su svi krediti iste kategorije, primjerice, za jednu obitelj, kada svi krediti imaju istu kamatnu stopu i kada su svi krediti izdani od jednog izdavatelja), *Ginnie Mae 2 MBS* prijenosi (krediti imaju različite izdavatelje što omogućuje zemljopisnu diversifikaciju portfelja), *Ginnie Mae REMICs* (*Real Estate Mortgage Investment Conduits*) i *Ginnie Mae Platinum* vrijednosnice (spajanje različitih udjela jednog investitora u jedan udio, mogu služiti, primjerice, u repo poslovima) (*Ginnie Mae(b)*, 2013).

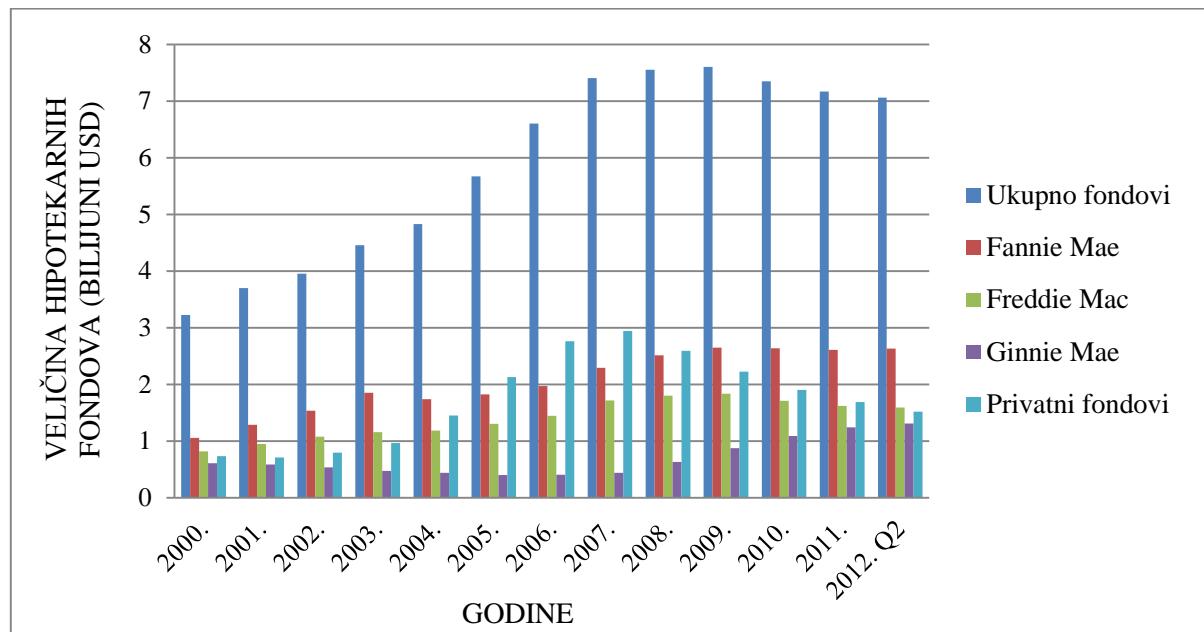
Isto tako na tržištu su dostupni i hipotekarni fondovi koji sadrže kredite za seoska domaćinstva putem Federalne korporacije za poljoprivredne kredite⁴¹ koja je organizacija slična *Fannie Mae* i *Freddie Mac*-u. Ova organizacija je također vladino-sponzorirano poduzeće osnovano od strane američkog Kongresa kako bi se stvorilo sekundarno tržište, ali u ovom slučaju kredita za farme. Na sekundarnom tržištu ovih kredita nude se hipotekarni vrijednosni papiri koji u hipotekarnom fondu sadrže kredite zaključene putem programa *Farm Mac II*, odnosno *Farm Mac I* (FARMERMAC, 2013).

³⁹ eng. *Collateralized debt obligation* (CDO)

⁴⁰ Predstavljaju osiguranu hipotekarnu obvezu s određenim poreznim prednostima (npr. ne plaćanje poreza na isplaćene kamate).

⁴¹ eng. *Federal Agricultural Mortgage Corporation* (FARMERMAC)

Graf. 3. Kretanje veličine hipotekarnih fondova za razdoblje od 2000. godine do drugog tromjesečja 2012. godine



Izvor: vlastita izrada prema podacima dostupnim na:

<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/mortoutstand/mortoutstand2012.htm>

Podaci za *Freddie Mac* hipotekarne fondove u 2010. godini, 2011. godini i 2012Q2 dostupni na: http://www.freddiemac.com/investors/sec_filings/index.html (10-K i 10-Q izvješća)

Podaci za *Fannie Mae* hipotekarne fondove u 2010. godini, 2011. godini i 2012Q2 dostupni na: <http://www.fanniemae.com/portal/about-us/investor-relations/sec-filings.html> (10-K i 10-Q izvješća)

Grafikon 3. prikazuje ukupnu veličinu sredstava prisutnim u hipotekarnim fondovima odnosno veličinu vrijednosnica poduprtih hipotekarnim kreditima za pojedina vladino-sponzorirana poduzeća, poduzeće u vlasništvu vlade i privatne izdavatelje. Iz grafikona je vidljivo da rast sekuritiziranih kredita prati rast ukupnih kredita (grafikon 1.). Trenutno vladino povezani sektor čini 77% tržišta, dok privatni sektor sačinjava 23% tržišta. Ovi su omjeri bili manji prijašnjih godina, primjerice u 2007. godini privatni sektor je činio 40% tržišta ali nastankom krize na hipotekarnom tržištu privatni prijenosi trpe gubitke i smanjen je njihov udio. Na grafikonu je primjetan i veći rast *Ginnie Mae* hipotekarnih prijenosa koji je počeo 2008. godine zbog većeg rasta federalno osiguranih kredita (tablica 1.) i veće potražnje za manje rizičnim vrijednosnim papirima (*Ginnie Mae* vrijednosnice imaju direktnu garanciju federalne vlade).

Obveznica osigurana hipotekarnim kreditom predstavlja obveznicu koja kao zalog koristi hipotekarne kredite (Saunders i Cornett, 2008). Ovi krediti ostaju na bilanci izdavatelja obveznica i nisu nužno povezani s isplatama hipotekarnih kredita i po tome se razlikuje od prijašnjih sekuritiziranih vrijednosnih papira. Financijska institucija može izdati takve obveznice i smanjiti svoje troškove financiranja zbog manjeg rizika takvih vrijednosnih papira.

Proces sekuritizacije je postao jako razvijen na ovom tržištu (50 do 60% izdanih hipotekarnih kredita biva sekuritizirano) što je sa sobom povuklo nekoliko efekata. Smanjene troškova financiranja kredita, povećanje ponude hipotekarnih kredita, razvitak konkurenčije na tržištu razvojem hipotekarnih banaka te povećanje likvidnosti na tržištu. Sekuritizacija je i omogućila specijalizaciju hipotekarnog tržišta na nekoliko funkcija/usluge: izdavanje kredita, servisiranje kredita koje se javlja nakon što je financijska institucija prodala svoj kredit, stvaranje vrijednosnica za sekundarno tržište i upravljanje rizikom. Razdvajanje tržišta na manje pojedinačne funkcije omogućuje institucijama fokusiranje na usluge koje najbolje obavljaju (Coles i Hardt, 2000). Sekuritizirani hipotekarni krediti postali su značajna pojava na tržištu kapitala zbog niskog rizika ovih vrijednosnica i većih priloga od državnih obveznica (Mishkin i Eakins, 2005). Kod komercijalnih banaka, krajem 2012. godine ulaganja u ove vrijednosnice čine 11,5% aktive svih komercijalnih banaka (FED(a), 2013).

3.2.2. Kriza sekundarnog tržišta

Razvoj sekuritizacije imao je i negativne posljedice koje se nisu samo zadržale na hipotekarnom tržištu već se prelijevaju na ostala financijska tržišta, te imaju jak utjecaj na stvaranje ekonomskog krize koja je trajala od 2007. godine do 2009. godine. Iako započeta u SAD-u, ekonomski je kriza zahvatila i europske zemlje, te su posljedice krize zapravo i danas vidljive. Samoj je krizi prethodilo razdoblje visokog rasta na hipotekarnom tržištu kao i razdoblje visokog rasta cijena nekretnina. Prosječan godišnji rast cijena nekretnina u razdoblju od 2000. do 2006. godine iznosio je 8% (FHFA(c), 2012) za cijeli SAD-e, a neka su područja godišnje rasla i po većim stopama. Nešto veći rast cijena nekretnina bio je prisutan od kraja 1997. godine, te je dugi rast cijena nekretnina potaknuo izdavatelje kredita na smanjenje svojih standarda kreditiranja (ako dužnik ne isplati kredit, izdavatelj će se naplatiti iz prodaje nekretnine). Drugi faktor smanjenja standarda kreditiranja potrebe su sekundarnog tržišta gdje velik broj kredita biva sekuritizirano što znači da izdavatelj kredita neće imati

gubitke nakon prodaje svog kredita stvarajući određeni moralni hazard na tržištu. Inovacije na primarnom tržištu dodatno su pogoršale stanje na tržištu, krediti su odobravani osobama bez provjere prihoda, s nepotpunim dokumentima i bez učešća, dok je vrsta kredita bila s promjenjivom stopom sa minimalnim plaćanjem (Mishkin i Eakins, 2011). Pad kratkoročnih kamatnih stopa pogodovao je povećanju obujma izdavanja takvih kredita. Ovakvi krediti su pogodovali povećanju špekulanata na tržištu. Ovakav razvoj na tržištu, doveo je do povećanja tzv. *subprime* kredita odnosno kredita koji imaju veću vjerojatnost da neće biti vraćeni. Na sekundarnom su tržištu bivali kupljeni od strane banaka ali i dijelom od vladino-sponzoriranih poduzeća (*Fannie Mae* i *Freddie Mac*) radi većih povrata. Na sekundarnom tržištu odvijao se i razvoj kolaterizirane dužničke obveze koja u hipotekarnom fondu grupira *subprime* kredite. Takve vrijednosnice, odnosno obveznice iz tih fondova imaju veće povrate, a kreditne su agencije ocjenjivale ove vrijednosnice kao sigurna ulaganja (kreditne agencije su većinu takvih vrijednosnica ocjenjivale s AAA ocjenom), te je postojala jaka potražnja za njima unatoč rizičnosti *subprime* kredita grupiranih u fondu. Ove su vrijednosnice kupovale banke, investicijski fondovi ali i financijske institucije s ostalih međunarodnih tržišta.

Određeno vrijeme ovaj je model funkcionirao, no slijedio je njegov krah. Nakon što su cijene nekretnina doživjele svoj vrhunac i počele padati (kraj 2006. /početak 2007. godine) i nakon što su mnogi krediti s varijabilnom stopom s minimalnim plaćanjem vraćeni u početno stanje (vraćeni na tradicionalno plaćanje kamata i glavnice) mnogi ljudi više nisu bili u mogućnosti vraćati mjesečne rate svojih kredita. Financijske institucije nisu bile voljne refinancirati takve kredite radi pada cijena nekretnina. U godinama dok je rasla cijena, dužnik je mogao koristeći tzv. drugu hipoteku⁴² pozajmiti određena novčana sredstva. Kao kolateral za takvu drugu hipoteku služi razlika između vrijednosti nekretnine i postojećih obveza iz hipotekarnih kredita koji terete tu nekretninu, no padom cijena nekretnina pala je i mogućnost takvog zaduživanja. Usljedio je val neplaćanja kredita i potom ovrha, ali banke se nisu mogle naplatiti, cijene nekretnina su bile nerealno visoke, a i smanjilo se tržište nekretnina (postotak vlasnika kuća već je bio na povijesno najvišim razinama). Gubici su pogodili financijske institucije i vlasnike vrijednosnica na sekundarnom tržištu. Gubici povezani samo s izdavanjem kolateriziranih dužničkih obveza trenutno su oko 258 milijardi USD očekujući visinu gubitaka od 420 milijardi USD (Cordell, Huang i Williams, 2012). Kao posljedica krize

⁴² Druge hipoteke su služile u razdoblju prije krize za smanjivanje ili eliminaciju davanja učešća. Odobravanje hipotekarnih kredita bez učešća nije uobičajena praksa. (Mishkin i Eakins, 2011).

mnoge institucije aktivne na sekundarnom tržištu završavaju u stečaju (*Lehman Brothers*⁴³, *Bear Stearns* i *Washington Mutual* neke su od njih). *Freddie Mac* i *Fannie Mae* bivaju stavljeni pod kontrolu FHFA (*Federal Housing Finance Agency*) i dobivaju pomoć od federalne vlade koja je do kolovoza 2012. godine iznosila 188 milijarde USD (od toga je 46 milijardi USD vraćeno federalnoj vladi) (Crutsinger, 2012). Ostale finansijske institucije su, od federalne vlade kroz program za otkup problematične imovine⁴⁴ od listopada 2008. godine imale ukupno na raspolaganju oko 389 milijardi USD. Od toga 248 milijardi USD je namijenjeno programu za stabilizaciju banaka, 27 milijardi USD za program pokretanje kreditnih tržišta, 68 milijardi USD za program spašavanja AIG-a⁴⁵, a 46 je milijardi USD namijenjeno za program pomoći kućanstvima u plaćanju rata svojih hipotekarnih kredita (US Treasury, 2012). Ovaj posljednji TARP program je dio strategije federalne vlade koja ima za cilj stabilizirati tržište nekretnina⁴⁶. Unutar toga, prisutni su, primjerice, pojedinačni programi za smanjenje mjesecnih rata, za smanjenje kamatnih stopa, za pomoći nezaposlenima, za pomoći dužnicima s drugom hipotekom i ostali. Program za smanjenje kamatnih stopa, primjerice, omogućuje korisnicima kredita koji uredno plaćaju svoj kredit, mogućnost refinanciranja kredita po nižim kamatnim stopama, a nisu u mogućnosti dobiti refinanciranje kredita uobičajenim putem zbog pada vrijednosti njihovih domova (MHA, 2012). Daljnji efekti krize su pad cijena nekretnina i smanjenje kreditiranja na hipotekarnom tržištu.

Efekti krize izvan hipotekarnog tržišta su: pad BDP-a od 3. tromjesečja 2008 godine do 2. tromjesečja 2009. godine (BEA, 2012), rast stope nezaposlenosti od 2008. pa gotovo do kraja 2009. godine (koja se udvostručila od 5% početkom 2008. godine do 10% krajem 2009. godine) (BLS, 2012) i pad cijena dionica. Primjerice vrijednost indeksa *Dow Jones Industrial Average* je sredinom listopada 2007. iznosila preko 14000 bodova dok je početkom ožujka 2009. iznosila 6500 bodova. Indeks *Dow Jones* je dostigao vrijednosti iz 2007. godine tek u 2012. godini (MarketWatch, 2013).

⁴³ *Lehman Brothers* je proces stečaja započeo 15. rujna 2008. godine. Vrijednost njegove aktive tada je iznosila 639 milijardi USD tako čineći najveći stečaj u povijesti SAD-a (Wilchins, 2008).

⁴⁴ Ovaj program na eng. ima naziv *Troubled asset relief program* (TARP). Ukupno broji 5 programa. Od 3.10.2010. program je bez novih sredstava, osim programa za pomoći kućanstvima. Ukupna sredstva iz programa za banke, kreditna tržišta i pomoći AIG-u do 31. 1. 2013. skoro su u cijelosti povraćena, te ovaj program polako završava.

⁴⁵ *American International Group*, jedna od vodećih svjetskih osiguravajućih kuća. Poteškoće u poslovanje dobila između ostalog zbog izdavanja *swapova* neispunjavanja kreditnih obveza (eng. *Credit Default Swap - CDS*) povezanih sa kolateriziranom dužničkom obvezom te ostalim hipotekarnim vrijednosnicama (ISDA, 2009).

⁴⁶ Broji programe *Making home affordable* i *Harshest hit fund*.

4. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE EUROPSKE UNIJE I REPUBLIKE HRVATSKE

Kroz ovo poglavlje dan je prikaz hipotekarnog tržišta EU i Republike Hrvatske. Tržište EU, nešto manje veličine u odnosu na SAD-e, čini relevantan dio tržišta kapitala EU, dok hipotekarnom tržištu Republike Hrvatske sve više raste značaj na domaćem tržištu kapitala.

4.1. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE EUROPSKE UNIJE

Veličina ovog tržišta⁴⁷ krajem 2011. godine iznosila je 6,53 bilijuna EUR (EMF, 2012), što predstavlja zbirne vrijednosti duga nastalih hipotekarnim kreditiranjem svake od 27 zemalja članica EU. Uspoređujući s ostalim tržištima kapitala, tržište hipotekarnih kredita treće je po veličini, nakon tržišta obveznica (približna veličina 22,8 bilijuna EUR) (BIS, 2012) i tržišta dionica (približna veličina 7,05 bilijuna EUR) (WFE, FESE, 2012) uspoređujući podatke s kraja 2011. godine.

Unutar članica prisutne su velike razlike u veličini duga kao i omjeru hipotekarnog duga i BDP-a. Primjerice, sjeverne i sjeverozapadne zemlje (Danska, Švedska, Nizozemska, Velika Britanija, Irska) imaju uglavnom visok omjer duga i BDP-a (70 – 107%). Srednje omjere (30 – 70%) imaju zemlje zapadne, srednje i jugozapadne Europe (Francuska, Njemačka Portugal, Španjolska) dok niske omjere (ispod 30%) imaju uglavnom novije članice Europske Unije i neke starije članice (Italija). Na razini cijele Unije, omjer duga i BDP-a iznosi 51,7% za 2011. godinu (EMF, 2012). Uspoređujući isti omjer s omjerom iz 1998. godine koji je iznosio 32,0% (EMF, 2011) značaj hipotekarnog tržišta je uvelike porastao.

Omjeri ukupnog hipotekarnog duga i ukupnog raspoloživog dohotka kućanstva također se razlikuju; primjerice, Nizozemska i Danska imaju omjere preko 200%, Irska, Švedska iznad 150%, Ujedinjeno Kraljevstvo iznad 120%, Portugal i Španjolska iznad 90%, Njemačka, Finska i Belgija od 65 do 75%, dok Slovenija, Češka, Poljska i Italija od 20 do 32%. U 2011. godini zemlje s omjerom duga i dohotka iznad 100% smanjuju zaduženost (Irska, Danska, Ujedinjeno Kraljevstvo), dok zemlje s nešto manjim omjerima povećavaju zaduženost (Francuska, Belgija, Italija) (EMF, 2012).

⁴⁷ Za veličinu tržišta su uzeti dostupni podaci o hipotekarnom kreditiranju (hipotekarni krediti za kupnju nekretnine za stanovanje).

Tablica 2. Ukupni hipotekarni krediti namijenjeni kupnji nekretnine za stanovanje u odabranim zemljama EU za razdoblje od prvog tromjesečja 2007. godine do prvog tromjesečja 2012. godine (u milijunima EUR)

DRŽAVA/GODINE	2007. Q1	2008. Q1	2009. Q1	2010. Q1	2011. Q1	2012. Q1
Ujedinjeno Kraljevstvo	1.642.459	1.585.317	1.346.647	1.393.827	1.451.183	1.497.579
Njemačka	1.179.992	1.149.512	1.141.930	1.142.702	1.151.143	1.164.627
Francuska	594.600	667.400	712.900	745.000	808.400	852.000
Španjolska	594.534	659.195	673.321	697.106	674.801	659.940
Nizozemska	525.120	560.128	590.837	612.801	634.453	636.764
Italija	282.658	299.802	314.398	298.141	355.636	364.293
Švedska	178.185	201.892	189.935	249.997	298.828	313.586
Danska	199.075	214.833	225.503	230.894	234.532	239.714
Belgija	113.278	125.677	136.016	144.187	155.405	166.483
Irska	123.288	142.403	148.542	146.763	134.000	129.593

Izvor: European Mortgage Federation tromjesečna izvješća (različita izdanja), dostupna na:

<http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=422>

Tablica 2. prikazuje ukupne hipotekarne kredite namijenjene kupnji nekretnine za stanovanje u zemljama s najvećom veličinom kreditiranja. Ova sredstva predstavljaju ukupan iznos postojećih hipotekarnih kredita prisutnih na bilancama vjerovnika. Zbroj ukupnih kredita ovih 10 zemalja predstavlja gotovo 90% tržišta cjelokupne EU. Najveće je tržište ono Ujedinjenog Kraljevstva, s 1,49 bilijuna EUR posuđenih sredstava. U 2011. i 2012. godini tržišta su pod utjecajem dužničke krize u nekim europskim zemljama (npr. Španjolska), utjecajem smanjenja rasta BDP-a i povećanja nezaposlenosti te rastu po skromnijim stopama.

Tablica 3. Kamatne stope na hipotekarnom tržištu odabralih zemalja EU za razdoblje od prvog tromjesečja 2007. godine do prvog tromjesečja 2012. godine (u %)

DRŽAVA/GODINE	2007. Q1	2008. Q1	2009. Q1	2010. Q1	2011. Q1	2012. Q1
Ujedinjeno Kraljevstvo	5,43	5,90	4,45	4,71	4,17	3,85
Njemačka	4,78	4,89	4,40	4,09	4,10	3,29
Francuska	4,00	4,70	4,70	4,40	3,70	4,00*
Španjolska	4,76	5,34	4,22	2,44	2,84	3,52
Nizozemska	4,74	5,12	4,82	3,78	3,74	4,07*
Italija	4,79	5,22	3,89	2,22	2,61	3,90
Švedska	3,92	5,10	2,15	1,41	3,48	3,84
Danska	4,78	4,56	4,40	5,49	5,37	4,46
Belgija	4,41	4,88	4,52	4,32	3,98	3,90
Irska	4,78	5,00	3,23	2,90	3,49	3,22

*zadnji dostupni podaci (3. tromjeseče 2011.)

Izvor: European Mortgage Federation tromjesečna izvješća (različita izdanja), dostupna na:
<http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=422>

Tablica 3. prikazuje kamatne stope na najčešće ugovorene kredite u pojedinim zemljama. Za Španjolsku, Italiju, Švedsku, Dansku i Irsku prikazane su kamatne stope na kredite s varijabilnom stopom, Njemačku, Francusku, Nizozemsku i Belgiju s fiksnom stopom dok je za Ujedinjeno Kraljevstvo prikazana prosječna stopa za sve izdane kredite. U globalu kamatne stope su u padu, uspoređujući 2007. i 2012. godinu, iako je zadnje dvije godine prisutan određeni rast. Kamatne stope su u padu zbog odluka centralnih banaka i Europske središnje banke⁴⁸ o snižavanju svojih stopa kako bi prebrodile ekonomsku krizu i većoj potražnji za državnim obveznicama, dok je rast zadnje dvije godine prisutan kao odgovor centralnih banaka na inflatorne učinke te ostalih faktora (npr. povećanje troškova financiranja banaka).

Općenito govoreći, ne postoji model hipotekarnog tržišta Europske Unije već se opće karakteristike tržišta razlikuju od zemlje do zemlje. Na primarnom tržištu potrošačima su dostupne tri vrste hipotekarnih kredita, s varijabilnom stopom, fiksnom stopom i kombinacijom ovih dviju gdje će nakon isteka fiksnog perioda kamatna stopa biti promijenjena u varijabilnu ili ostati fiksna (EMF, 2011). Hipotekarni krediti se financiraju uglavnom iz prikupljenih depozita (oko 2/3 svih izdanih kredita), izdavanjem hipotekarnih obveznica⁴⁹ (20 – 25%), dok se ostatak financira izdavanjem hipotekarnih vrijednosnica (oko 5%) i ostalim izvorima poput prodaje kredita, kratkoročnim zaduživanjem s finansijskih tržišta i slično (EMF, 2007). Glavni sudionici na tržištu su komercijalne banke, hipotekarne banke i stambene štedionice, iako se sudionici razlikuju od tržišta do tržišta. Primjerice, komercijalne banke su glavni izvori financiranja u Italiji, Francuskoj, Rumunjskoj, Portugalu, hipotekarne banke u Švedskoj i Danskoj dok, stambene štedionice imaju veću ulogu u Austriji i Njemačkoj (EMF, 2011). Krajem 2011. godine na razini EU, oko 65% kredita monetarnih finansijskih institucija stanovništvu je bilo namijenjeno kupnji kuća (oko 5 bilijuna EUR hipotekarnih kredita). U ukupnim kreditima takvi krediti su sudjelovali s 20% (EBF, 2012).

Na sekundarnom tržištu hipotekarni krediti se uglavnom koriste za izdavanje hipotekarnih obveznica odnosno pokrivenih obveznica⁵⁰ koje predstavljaju posebne obveznice definirane zakonima države izdavatelja, a izdavatelj može biti samo kreditna institucija koja podliježe superviziji nadležnog tijela zemlje. Veličina tržišta takvih obveznica iznosila je krajem 2011. godine 1,78 bilijuna EUR (ECBC, 2012). Za razliku od tržišta SAD-a, tržište EU ne dopušta

⁴⁸ eng. European Central Bank (ECB)

⁴⁹ Posebnost je dansko hipotekarno tržište čije svoje hipotekarne kredite financira isključivo izdavanjem hipotekarnih obveznica.

⁵⁰ eng. *Covered bonds*

potporu javnog sektora pa stoga izdavanje vrijednosnica poduprtih hipotekarnim kreditima nije značajnije i stoga je prevladalo izdavanje obveznica. Kod izdavanja obveznica rizik izdavanja je na izdavatelju i nije raspršen na ostale sudionike te je prisutan manji moralni hazard i veća sigurnost za kupce takvih obveznica. Negativna strana je manji volumen sredstava koji se može prikupiti izdavanjem takvih obveznica kao potpora hipotekarnom tržištu u zadovoljavanju potražnje za hipotekarnim kreditima ali sekundarno tržište temeljeno na izdavanju obveznica smatra se zdravijim i kvalitetnijim od onog na izdavanju vrijednosnica poduprtih hipotekarnim kreditima. Najveća su španjolsko, dansko, njemačko i švedsko tržište, a ona čine 75% cjelokupnog tržišta ovih obveznica.

Iako EU funkcioniра kao zajedničko tržište, integracija hipotekarnog tržišta tek bi trebala uslijediti. Integracija bi prema studiji rađenoj za Europsku Komisiju doprinijela smanjenju kamatnih stopa, povećanju efikasnosti posrednika na tržištu i dalnjem razvoju vrsta kredita dostupnim potrošačima (London Economics, 2005). Daljnji pozitivni učinci ogledali bi se u povećanju BDP-a cjelokupne Unije i povećanju osobne potrošnje kroz smanjenje troškova kamata. Ciljevi integracije koji bi doprinijeli pozitivnim utjecajima su poticanje potrošača na uzimanje kredita u drugim državama kao i poticanje zajmodavca na ponudu takvih kredita, micanje barijera u stvaranju novih hipotekarnih proizvoda i poboljšanje informiranja potrošača. Da bi to ostvarila, Europska komisija će svoje daljnje djelovanje usmjeriti na izradu dobrog zakonodavnog okvira, uvođenju europskog režima prijevremene otplate kredita, izradu standardnih izvješća za informiranje potrošača i promoviranju odgovornog kreditiranja (EU Commission, 2007).

4.2. HIPOTEKARNO TRŽIŠTE REPUBLIKE HRVATSKE

Veličina hipotekarnog tržišta⁵¹ Republike Hrvatske je u rujnu 2012. godine iznosila 65,2 milijardi HRK. Hipotekarno tržište drugo je po veličini tržište kapitala uspoređujući podatke za rujan 2012. godine nakon tržišta dionica (132,6 milijardi HRK) (Zagrebačka Burza, 2012) i prije tržišta obveznica (59,32 milijardi HRK) (BIS, 2012). Pokazatelji veličine tržišta i omjera veličine tržišta i BDP-a (19,8%) svrstali bi Republiku Hrvatsku među posljednjih 8 zemalja (21. mjesto), u Europskoj Uniji uspoređujući podatke s kraja 2011. godine (primjerice ispred Bugarske, Slovenije, Litve, Rumunjske).

⁵¹ Za veličinu tržišta uzeti su dostupni podaci HNB-a (stambeni i hipotekarni krediti dani stanovništvu).

Tablica 4. Ukupno izdani stambeni i hipotekarni krediti stanovništvu u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2007. godine do rujna 2012. godine (u milijunima HRK)

Godine	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	9. 2012.
Potraživanja stambenih štedionica od stanovništva	2.220	2.858	2.979	2.987	3.387	3.375
Stambeni krediti – banke	45.231	52.317	52.959	57.981	59.642	58.787
Hipotekarni krediti – banke	2.934	3.130	3.084	3.513	3.261	3.049
Ukupno	50.385	58.305	59.022	64.481	66.290	65.211
Udio stambenih štedionica	4,41%	4,90%	5,05%	4,63%	5,11%	5,18%
Udio banaka	95,59%	95,10%	94,95%	95,37%	94,89%	94,82%

Izvor: HNB Bilten – Statistički pregled i HNB Standardni prezentacijski format

Podaci za stambene štedionice dostupni na: <http://www.hnb.hr/statistika/h-statistika-statisticki-pregled.htm> (E - stambene štedionice)

Podaci za kreditiranje banaka dostupni na: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm> (monetarna politika - struktura kredita stanovništvu)

Tablica 4. prikazuje kretanje ukupno izdanih stambenih i hipotekarnih kredita, odnosno ukupnu veličinu stambenih i hipotekarnih kredita sadržanih u bilancama banaka i stambenih štedionica za razdoblje od 2007. godine do 9. mjeseca 2012. godine zajedno s udjelom izdavatelja u ukupnim kreditima. Stambeni krediti⁵² predstavljaju namjenske kredite za kupnju ili obnovu nekretnine i sl. dok hipotekarni krediti predstavljaju nenamjenske kredite. U promatranom razdoblju prosječan godišnji rast tržišta iznosio je 5,4%, ponajviše zbog rasta u 2008. godini kada su ukupni stambeni krediti porasli za 15%. Visok rast te godine se uglavnom propisuje pozitivnim kretanjima u gospodarstvu (rast BDP-a, porast zaposlenosti). Rast u 2009. godini i 2011. godini iznosio je 1% odnosno 2% radi utjecaja gospodarske krize. U prvih 9 mjeseci 2012. godine prisutan je pad stambenih kredita kod banaka zbog daljnog nastavka krize i negativnih efekata koje sa sobom nosi (povećanje nezaposlenosti, veća neizvjesnost o budućnosti koja ima psihološki učinak na odluku o zaduženju). Osim ekonomske krize otežavajući je faktor i visoka cijena nekretnina no mogućim uvođenjem poreza na nekretnine očekuje se njezino smanjenje. Stambeni i hipotekarni krediti najviše su izdavani od banaka dok stambene štedionice drže mali postotak tržišta (5,0%).

Kod banaka u 6. mjesecu 2012. godine 21,5% svih izdanih kredita su stambeni i hipotekarni krediti za stanovništvo, odnosno 50% kredita izdanih stanovništvu čine takvi krediti, što govori o njihovom velikom značaju za banke (HNB, 2012). Uslijed ekonomske krize raste i

⁵² Stambeni krediti ovisno o veličini mogu, ali i ne moraju kao instrument osiguranja koristiti založno pravo na nekretnini.

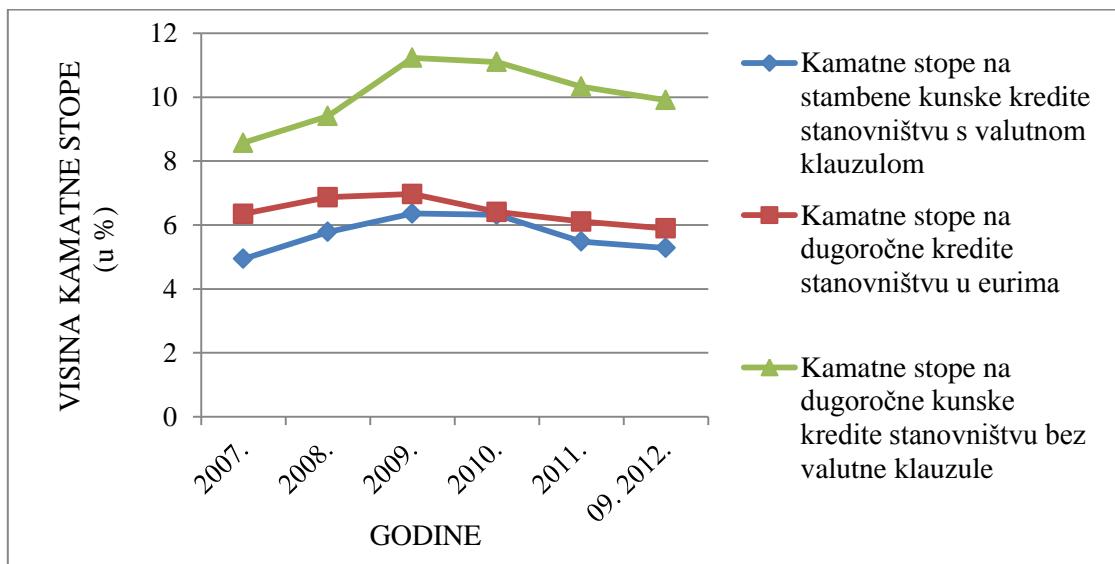
veličina djelomično nenadoknadih i potpuno nenadoknadih kredita banaka (koji su u 6. mjesecu 2012. godine iznosili 6,3% ukupnih stambenih i hipotekarnih kredita, uspoređujući s 2007. godinom kada su iznosili 2,1%). Ipak, bankarski je sustav zaštićen zbog činjenice da je visoko kapitaliziran. Kod stambenih štedionica takvi su krediti u 6. mjesecu 2012. godine iznosili svega 0,9% (HNB, 2012).

Stanovništvu su na tržištu dostupni stambeni i hipotekarni krediti putem banaka i stambenih štedionica. Kod banaka, stambeni su krediti dostupni s promjenjivom kamatnom stopom dok se fiksna kamatna primjenjuje samo za prve godine otplate kredita. Hipotekarni krediti su s promjenjivom kamatnom stopom. Primjerice Privredna banka Zagreb u siječnju 2013. za stambene kredite omogućuje primjenu fiksne stope prve dvije godine otplate kredita, dok na ostatak otplatnog razdoblja obračunava promjenjivu stopu koja se mijenja dva puta godišnje (PBZ(a), 2013). Korisnicima kredita omogućuje se i primjena promjenjive kamatne stope od početka otplatnog razdoblja. Kod hipotekarnih kredita je prisutna samo promjenjiva kamatna stopa (PBZ(b), 2013). Zagrebačka banka na standardne stambene kredite omogućuje primjenu fiksne stope za prvu godinu otplate kredita dok na ostatak otplate primjenjuje promjenjivu kamatnu stopu koja se revidira dva puta godišnje (ZABA, 2013). Na *credit protect* stambene kredite fiksna stopa se primjenjuje dvije godine. Hrvatska poštanska banka za svoje stambene kredite za kupnju stambenog prostora s valutnom klauzulom primjenjuje fiksnu kamatnu stopu jednu godinu a ostatak razdoblja promjenjivu (HPB(a), 2013), dok za stambene kredite u kunama primjenjuje samo promjenjivu stopu (HPB(b), 2013). *Raiffeisen* banka klijentima omogućuje primjenu fiksne kamatne stope za stambene kredite prve tri godine dok ostatak otplatnog razdoblja koristi promjenjivu kamatnu stopu koja se revidira jednom godišnje (RBA, 2013). *Erste&Steiermärkische* banka na svoje stambene kredite primjenjuje promjenjivu kamatnu stopu za cijelo otplatno razdoblje uz revidiranje stope jedanput godišnje (ERSTE, 2013). Od drugih banaka, Splitska banka obračunava promjenjivu kamatnu stopu uz revidiranje kamatne stope svakih 6 mjeseci. OTP Banka obračunava promjenjivu stopu ili kombinaciju fiksnih i promjenjivih stopa ovisno o vrsti stambenog kredita. Istarska kreditna banka Umag za stambene kredite koristi model koji kombinira fiksnu kamatnu stopu dvije godine i promjenjivu kamatnu stopu na ostatak otplatnog razdoblja. Na hipotekarne kredite, ova banka koristi promjenjivu kamatnu stopu.

Prema valuti, većina banaka nudi svoje stambene kredite za kupnju nekretnina samo s valutnom klauzulom, dok Hrvatska poštanska banka omogućuje i zaduživanje u kunama.

Zastupljenost kredita uz valutnu klauzulu ili u stranim valutama u ukupnim stambenim kreditima je oko 90% dok su krediti u kunama manje zastupljeni i sudjeluju u ukupnim stambenim kreditima s 10% (HUB, 2012). Dospijeće kredita je uglavnom do 30 godina, dok se amortizacija kredita uglavnom obavlja standardnom otplatom u jednakim anuitetima, iako su dostupni i drugi modeli (otplata u ratama, otplatom s postupnim povećanjem anuiteta, s ostatkom vrijednosti). Kod stambenih štedionica kamatna stopa na stambene kredite je fiksna dok je uvjet za dobivanje kredita ugovor o stambenoj štednji. Rokovi dospijeća kredita su uglavnom definirani tim ugovorom, maksimalno do 20 godina. Sekundarno tržište hipotekarnih kredita nije aktivno.

Graf. 4. Kretanje kamatnih stopa na stambene i dugoročne kredite stanovništvu u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2007. godine do rujna 2012. godine



Izvor: Vlastita izrada prema podacima dostupnim na:
<http://www.hnb.hr/publikac/bilten/hstatisticki-bilten.htm> (G - financijska tržišta – kamatne stope banaka na kunske kredite bez valutne klauzule, kamatne stope banaka na kunske kredite s valutnom klauzulom i na kredite u eurima)

Grafikon 4. prikazuje kretanje kamatnih stopa stambenih i dugoročnih kredita. Krediti u kunama imaju nešto veću stopu uslijed većih rizika vezanih uz takve kredite (primjerice, rizik promjene tečaja). Rast kamatnih stopa od 2008. do 2009. godine je povezan s ekonomskom krizom, nakon toga kamatne stope blago padaju. Kretanje kamatnih stopa kredita u eurima ili kunama s valutnom klauzulom je usklađeno s kretanjima tečaja eura odnosno cijenom kamatnog *swapa*. Trenutno sve kamatne stope imaju tendenciju blagog pada, no unatoč tome kreditiranje na hipotekarnom tržištu nije pozitivno reagiralo uslijed ekonomske krize.

5. ZAKLJUČAK

Hipotekarno tržište obavlja nekoliko funkcija, prije svega kroz primarno tržište funkciju kreditiranja gdje stanovništvu i poduzećima nudi mogućnost zaduživanja u cilju kupnje nekretnina, proizvodnog pogona i sl. Kroz ovu funkciju kreditiranja, razvija se nekoliko vrsta hipotekarnih kredita, primjerice, oni s varijabilnom stopom, fiksnom kamatnom stopom i kombinacijom ovih dviju stopa. Sredstva za ponudu kreditiranja pronalaze se tradicionalno kroz prikupljanje depozita ili novim načinima financiranja, sekuritizacijom i izdavanjem hipotekarnih vrijednosnih papira. Kroz nove načine financiranja razvilo se sekundarno tržište, preko kojeg izdavatelji kredita mogu doći prodajom kredita ili izdavanjem hipotekarnih vrijednosnih papira (vrijednosnice poduprte hipotekarnim kreditima) do likvidnih sredstava, odnosno na taj način stvara se funkcija likvidnosti. Prodajom kredita, izdavatelji mogu i smanjiti svoj kreditni rizik ili kupnjom kredita traženih karakteristika diversificirati svoje kreditne portfelje na željeni način. Ostalim se sudionicima omogućuje ulaganje u hipotekarne vrijednosnice kako bi uložili svoju štednju, smanjili svoje rizike ulaganja i čuvali kupovnu moć. Funkcije prisutne na tržištu su i funkcija prijenosa finansijskih sredstava te alokacijska funkcija. Prema značaju tržišta, hipotekarno tržište je važno tržište radi funkcija koje pruža i čini važan dio tržišta kapitala. O važnosti tržišta govori i njegova veličina te udjeli hipotekarnih kredita u aktivi banaka, odnosno u ukupnim kreditima.

Hipotekarno tržište SAD-a s veličinom od 13,3 bilijuna USD u drugom tromjesečju 2012. godine, treće je tržište kapitala nakon tržišta obveznica i dionica. Kod komercijalnih banaka, krajem 2012. godine, polovicu svih izdanih kredita čine hipotekarni krediti, odnosno čine 27% aktive svih komercijalnih banaka. Ovo tržište karakterizira visoka razvijenost kreditnih oblika, velika potpora javnog sektora kroz federalne agencije i vladino-sponzorirana poduzeća te razvijenost sekundarnog tržišta. Potpora javnog sektora dolazi do izražaja na primarnom tržištu kod davanja garancija od neplaćanja na određene kredite, uglavnom kroz programe Federalne Stambene Administracije. Na sekundarnom tržištu, ova potpora je vidljiva, kroz davanje direktnih garancija na hipotekarne prijenose Vladine nacionalne hipotekarne organizacije, ali i implicitnih garancija na prijenose Federalne nacionalne hipotekarne organizacije i Federalne korporacije za stambene hipotekarne kredite. Pomoću ovih garancija hipotekarno tržište dobiva stabilan izvor sredstava koja se koriste na primarnom tržištu te ne dolazi do manjka sredstava. Negativna strana ovog modela jest što tržište može nerealno rasti,

što se višak sredstava može koristiti za kreditiranje dijela stanovništva sa slabijom kreditnom sposobnošću i kreditiranje špekulanata kao i moralni hazard prisutan u vladinim garancijama. Ove negativne strane potaknule su stvaranje ekonomske krize u SAD-u (ekonomska kriza je trajala od kraja 2007. do polovice 2009. godine), velike gubitke u finansijskom sektoru te sanaciju finansijskog sektora pomoću javnog sektora.

Hipotekarno tržište EU treće je po veličini tržište kapitala u toj uniji, uspoređujući podatke s kraja 2011. godine s veličinom od 6,5 bilijuna EUR. Kod monetarnih finansijskih institucija, hipotekarni krediti (stambeni krediti) čine oko 65% kredita izdanih stanovništvu odnosno čine 20% ukupnih kredita. Karakteriziraju ga velike razlike u veličini tržišta pojedinih zemalja kao i modelima tržišta, nešto tradicionalniji pristup u prikupljanju sredstava za financiranje hipotekarnih kredita (kroz prikupljene depozite) i izdavanje pokrivenih obveznica kroz sekundarno tržište.

Hrvatsko hipotekarno tržište relativno je malo tržište veličine 65,2 milijardi kuna, a na hrvatskom tržištu kapitala zauzima drugo mjesto, nakon tržišta dionica i prije tržišta obveznica, uspoređujući podatke s kraja 9. mjeseca 2012. godine. Čini važno tržište tvoreći polovicu svih izdanih kredita banaka stanovništvu i petinu svih izdanih kredita banaka u 6. mjesecu 2012. godine. Ovo tržište karakterizira prikupljanje sredstava za ponudu kredita kroz depozite, dostupnost kredita isključivo kroz poslovne banke i stambene štedionice te nepostojanje sekundarnog tržišta.

LITERATURA

KNJIGE

- Foley, B. J., 1993. Tržište kapitala, MATE, Zagreb
- Leko, V., ur., 1998. Rječnik bankarstva, Masmedia, Zagreb
- Leko, V., 2004. Financijske institucije i tržišta, EFZG, Zagreb
- Mishkin, F.S. i Eakins, S.G., 2005. Financijska tržišta i institucije, MATE, Zagreb
- Mishkin, F.S. i Eakins, S.G., 2011. Financial markets and institutions, Pearson, Boston
- Rose, P.S., 2003. Menadžment komercijalnih banaka, MATE, Zagreb
- Saunders, A. i Cornett, M.M., 2006, Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb
- Saunders, A. i Cornett, M.M., 2008. Financial institutions management, McGraw Hill, New York

ČLANCI

- Ehlers, T., 2012. The effectiveness of the Federal Reserve's Maturity Extension Program - Operation Twist 2: the portfolio rebalancing channel and public debt management, BIS Papers (65) Dostupno na: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65n_rh.pdf [3. 2. 2013.]
- Green, R.K. i Wachter, S.M., 2005. The American Mortgage in Historical and International Context, Journal of Economic Perspectives - Izdanje 19 (4), Str. 94 – 114
- Lea, M.J., 2000. The Role of Primary Market in the Development of Successful Secondary Mortgage Market, Housing finance 15 (1) [pdf] Dostupno na: citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.696&rep=rep1&type=pdf [3. 2. 2013.]
- Lee, C.F. i Lu, C. Review of REIT and MBS, U knjizi: Lee, C.F. i A.C. Lee, ur. 2006. Encyclopedia of finance, Springer, New York. Str. 512 – 519

- Moench E., Vickery, J. i Aragon, D., 2010. Why is the Market Share of Adjustable-Rate Mortgages so Low?, Current Issues in Economics and Finance – Izdanje 16 (8) , [pdf] Dostupno na: http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-8.pdf [3. 2. 2013.]

INTERNET IZVORI

- Bank of America, 2013., How Credit Affects Your Interest Rate, Dostupno na: <https://www.bankofamerica.com/home-loans/mortgage/impact-of-your-credit/how-credit-affects-interest-rate.go> [3. 2. 2013.]
- Becker, J., Stolberg, S.G. i Labaton, 2008. S. Bush drive for home ownership fueled housing bubble, New York Times, Dostupno na: http://www.nytimes.com/2008/12/21/business/worldbusiness/21iht-admin.4.18853088.html?pagewanted=all&_r=0 [3. 2. 2013.]
- BEA, 2012. Current-Dollar and "Real" Gross Domestic Product, [xls] Dostupno na: <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls> [3. 2. 2013.]
- BIS, 2012. Statistical Annex, [pdf] http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1212.pdf [3. 2. 2013.]
- BLS, 2012. Labor Force Statistics from the Current Population Survey, Dostupno na: <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> [3. 2. 2013.]
- Coles, A. i Hardt, J., 2000. Mortgage Markets: why US and EU markets are so different, [pdf] Dostupno na: http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/Europe_coles_hardt.pdf [3. 2. 2013.]
- Cordell, L., Huang, Y. i Williams, M., 2012. Collateral Damage: Sizing and Assessing the Subprime CDO Crisis, [pdf] Dostupno na: <http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publications/working-papers/2011/wp11-30.pdf> [3. 2. 2013.]
- Crutsinger, M., 2012. Treasury changes Fannie and Freddie bailout deal, USA Today, Dostupno na: <http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/housing/story/2012-08-17/fannie-mae-freddie-mac-bailout-deal-change/57115448/1> [3. 2. 2013.]

- EBF, 2012. European Banking Sector Facts and Figures 2012., [pdf] Dostupno na: <http://www.ebf-fbe.eu/uploads/FF2012.pdf> [3. 2. 2013.]
- EMF, 2007. Mortgage Funding, Dostupno na: <http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=448> [3. 2. 2013.]
- ERSTE, 2013. Stambeni krediti, [pdf] Dostupno na: <http://www.erstebank.hr/hr/Downloads/0901481b800ebcb3.pdf> [3. 2. 2013.]
- EU Commission, 2007. Integration of European Mortgage Credit Markets (White Paper), Dostupno na: http://europa.eu/legislation_summaries/consumers/protection_of_consumers/l24487_en.htm [3. 2. 2013.]
- Fannie Mae, 2013. Overview of Products, Dostupno na: <http://www.fanniemae.com/portal/funding-the-market/mbs/index.html> [3. 2. 2013.]
- FARMERMAC, 2013. Agricultural Mortgage Backed Securities, Dostupno na: <http://www.farmermac.com/Investors/MBS/> [3. 2. 2013.]
- FED(a), 2012. Mortgage Debt Outstanding, Dostupno na: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/mortoutstand/mortoutstand20120930.htm> [3. 2. 2013.]
- FED(b), 2012. Flow of Funds Accounts of the United States, [pdf] Dostupno na: www.federalreserve.gov/releases/z1/20120920/z1.pdf [3. 2. 2013.]
- FED(c), 2012. Maturity Extension Program and Reinvestment Policy, Dostupno na: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm> [3. 2. 2013]
- FED(d), 2012. Why are interest rates being kept at a low level? Dostupno na: http://www.federalreserve.gov/faqs/money_12849.htm [3. 2. 2013]
- FED(e), 2012. Consumer Handbook on Adjustable-Rate Mortgages, [pdf] Dostupno na: http://files.consumerfinance.gov/f/201204_CFPB_ARMs-brochure.pdf [3. 2. 2013.]
- FED(a), 2013. Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States, Dostupno na: <http://www.federalreserve.gov/releases/h8/20130118/> [3. 2. 2013.]

- FED(b), 2013. What are the Federal Reserve's large-scale asset purchases? Dostupno na: <http://www.federalreserve.gov/faqs/what-are-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm> [3. 2. 2013.]
- FESE, 2012. Historical data (prosinac 2011. godine), Dostupno na: <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=4> [3. 2. 2013.]
- FHFA, 2008. Statement of FHFA direcor James B. Lockhart, [pdf] Dostupno na: www.fhfa.gov/webfiles/23/FHFAStatement9708final.pdf [3. 2. 2013.]
- FHFA, 2011. Originations of Government-Backed Single-Family Mortgages, 1990-2011, FHA-Insured and VA- and RHS-Guaranteed, By Loan Type . [xls] Dostupno na: <http://www.fhfa.gov/webfiles/22741/SFMortgageOriginations1990–2011Q2.xls> [3. 2. 2013]
- FHFA(a), 2012. Maximum conforming loan limits to remain unchanged in all counties but one in 2012., [pdf] Dostupno na: <http://www.fhfa.gov/webfiles/22769/CTY112211.pdf> [3. 2. 2013.]
- FHFA(b), 2012. Monthly Interest Rates, 15- and 30- year fixed-rate loans, Dostupno na: <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=252> [3. 2. 2013.]
- FHFA(c), 2012. House Price Indeks, [pdf] Dostupno na: <http://www.fhfa.gov/webfiles/24676/2012Q3HPI.pdf> [3. 2. 2013.]
- FHLB, 2012. The Federal Home Loan Banks: The Basics, [pdf] Dostupno na: http://www.fhlbanks.com/assets/pdfs/sidebar/FHLBanks_TheBasics_4_2012.pdf [3. 2. 2013.]
- Freddie Mac, 2011. Your Step-by-Step mortgage guide, [pdf] Dostupno na: http://www.freddiemac.com/homeownership/pdf/step-by-step_mortgage_guide.pdf [3. 2. 2013.]
- Freddie Mac, 2012. Freddie Mac Update, October, 2012., [pdf] Dostupno na: <http://www.math.umn.edu/~kirc0076/FM5031/2012%20Oct%20Freddie%20investor-presentation.pdf> [3. 2. 2013.]

- Freddie Mac, 2013. Mortgage Securities Products, Dostupno na: <http://www.freddiemac.com/mbs/html/product/> [3. 2. 2013.]
- Ginnie Mae(a), 2013. About Ginnie Mae, Dostupno na: <http://www.ginniemae.gov/pages/default.aspx> [3. 2. 2013.]
- Ginnie Mae(b), 2013. Programs & Products, Dostupno na: http://www.ginniemae.gov/products_programs/products/multiclass_securities/Pages/platinum_securities.aspx [3. 2. 2013.]
- HNB, 2013. Popis kreditnih institucija (stambene štedionice), Dostupno na: http://www.hnb.hr/supervizija/hsupervizijabanke_i_stedionice.htm [3. 2. 2013.]
- HPB(a), 2013. Stambeni kredit uz valutnu klauzulu, Dostupno na: <http://www.hpb.hr/?hr=stambeni-kredit-uz-valutnu-klauzulu> [3. 2. 2013.]
- HPB(b), 2013. Stambeni krediti u kunama, Dostupno na: <http://www.hpb.hr/?hr=stambeni-kredit-u-kunama> [3. 2. 2013.]
- HUB, 2012. Kreditni portfelj banaka: Razotkrivanje razlika, Dostupno na: www.hub.hr/fgs.axd?id=3528 [3. 2. 2013.]
- HUD, 2010. FHA Announces Policy Changes to Address Risk and Strengthen Finances, Dostupno na: http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/press/press_releases_media_advisories/2010/HUDNo.10-016 [3. 2. 2013.]
- HUD, 2011. FHA announces new loan limits to take effect October 1st, Dostupno na: http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/press/press_releases_media_advisories/2011/HUDNo.11-170 [3. 2. 2013.]
- ISDA, 2009. AIG and Credit Default Swaps, [pdf] Dostupno na: www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-AIGandCDS.pdf [3. 2. 2013.]
- London Economics, 2005. The Cost and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets, [pdf] Dostupno na: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/home-loans/2005-report-integration-mortgage-markets_en.pdf [3. 2. 2013.]
- Lucas, D. i Torregrosa D., 2010. Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Role in the Secondary Mortgage Market, Dostupno na: <http://>

www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/ftpdocs/120xx/doc12032/12-23-fanniefreddie.pdf [3. 2. 2013.]

- MarketWatch, 2013. Dow Jones Industrial Average (timeframe - chart range custom 2007 – 2013 - chart frequency – daily), Dostupno na: <http://www.marketwatch.com/investing/index/DJIA/charts?chartType=interactive&countryCode=US> [3. 2. 2013.]
- MHA, 2012. Home Affordable Refinance Program (HARP), Dostupno na: <http://www.makinghomeaffordable.gov/programs/lower-rates/Pages/harp.aspx> [3. 2. 2013.]
- NAR, 2012. More Cash Sales, Shrinking Time on Market Show Changing Buyer Dynamics, Dostupno na: <http://www.realtor.org/news-releases/2012/10/more-cash-sales-shrinking-time-on-market-show-changing-buyer-dynamics> [3. 2. 2013.]
- PBZ(a), 2013. Uvjeti odobravanja kredita od 11.01.2013., Dostupno na: <http://www.pbz.hr/Default.aspx?art=4200> [3. 2. 2013.]
- PBZ(b), 2013. Uvjeti za odobravanje hipotekarnih kredita - novi uvjeti od 11.01.2013., Dostupno na: <http://www.pbz.hr/Default.aspx?sec=2045> [3. 2. 2013.]
- Prva Stambena Štedionica, 2010. O Nama, Dostupno na: http://www.prva-stambena.hr/home/wps/wcm/connect/pss_hr/public/o_nama/ [3. 2. 2013.]
- RBA, 2013. FLEXI Stambeni krediti – uvjeti kreditiranja, Dostupno na: http://www.rba.hr/my/bank/services/product.jsp?Product_type=Citizen&path=/usluge/krediti/stambeni/stambeni_klijenti&language=HR [3. 2. 2013.]
- US Treasury, 2012. TARP Programs, Dostupno na: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx#> [3. 2. 2013.]
- ZABA, 2013. Uvjeti stambenih kredita (Standardni stambeni krediti, Credit Protect Stambeni krediti), Dostupno na: http://www.zaba.hr/home/wps/wcm/connect/zaba_hr/zabapublic/gradjani/krediti/stambeni/uvjeti#Uvjeti_stambenih_kredita [3. 2. 2013.]
- Zagrebačka Burza, 2012. Mjesečni izvještaj rujan 2012., [pdf] Dostupno na: <http://zse.hr/UserDocsImages/reports/zse-m-2012-09.pdf> [3. 2. 2013.]

- Wells Fargo, 2012. FHA and VA Mortgage Programs, Dostupno na: <https://www.wellsfargo.com/mortgage/loan-programs/fha-va-loans> [3. 2. 2013.]
- WFE, 2012. Monthly Reports (Lipanj 2012. za tržište dionica u SAD-u, Prosinac 2011. za tržište dionica EU, currency local), Dostupno na: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports> [3. 2. 2013.]
- Wilchins, D., 2008. Lehman files for bankruptcy, plans to sell units, Dostupno na: <http://www.reuters.com/article/2008/09/15/us-lehman-idUSN0927996520080915> [3. 2. 2013.]

OSTALI IZVORI

- ECBC, 2012. European Covered Bond Fact Book 2012, European Mortgage Federation, Bruxelles
- EMF, 2011. Hypostat 2010, European Mortgage Federation, Bruxelles
- EMF, 2012. Hypostat 2011, European Mortgage Federation, Bruxelles
- HNB, 2012. Bilten o bankama 25, HNB, Zagreb
- Zakon o vlasništvu i drugim stvarnim pravima, Narodne Novine, NN 91/96, 68/98, 137/99, 22/00, 73/00, 129/00, 114/01, 79/06, 141/06, 146/08, 38/09, 153/09, 143/12

POPIS GRAFIKONA I TABLICA

Popis grafikona:

Graf. 1. Kretanje hipotekarnih kredita na tržištu SAD-a za razdoblje od 2000. godine do drugog tromjesečja 2012. godine.....	10
Graf. 2. Kretanje kamatnih stopa na hipotekarnom tržištu SAD-a za razdoblje od 2000. godine do 2012. godine.....	11
Graf. 3. Kretanje veličine hipotekarnih fondova za razdoblje od 2000. godine do drugog tromjesečja 2012. godine.....	20
Graf. 4. Kretanje kamatnih stopa na stambene i dugoročne kredite stanovništvu u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2007. godine do rujna 2012. godine.....	30

Popis tablica:

Tablica 1. Novonastali hipotekarni kredit prema vrsti za 1 obitelj u SAD-u za razdoblje od 2000. godine do drugog tromjesečja 2011. godine.....	15
Tablica 2. Ukupni hipotekarni krediti namijenjeni kupnji nekretnine za stanovanje u odabranim zemljama EU za razdoblje od prvog tromjesečja 2007. godine do prvog tromjesečja 2012. godine.....	25
Tablica 3. Kamatne stope na hipotekarnom tržištu odabranih zemalja EU za razdoblje od prvog tromjesečja 2007. godine do prvog tromjesečja 2012. godine.....	25
Tablica 4. Ukupno izdani stambeni i hipotekarni krediti stanovništvu u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2007. godine do rujna 2012. godine.....	28

SAŽETAK

Funkcije i značaj hipotekarnog tržišta

Hipotekarno tržište predstavlja dio tržišta kapitala na kojem se odvija izdavanje hipotekarnih kredita na primarnom tržištu i prodaja hipotekarnih kredita ili izdavanje hipotekarnih vrijednosnica na sekundarnom tržištu. Na primarnom tržištu susrećemo funkciju kreditiranja gdje hipotekarna tržišta imaju zadatku stalnog opskrbljivanja stanovništva i poduzeća finansijskim sredstvima radi kupnje nekretnina za stanovanje, poslovnih prostora i sl. Funkcija likvidnosti prisutna je na sekundarnom tržištu gdje je izdavateljima kredita omogućena prodaja svojih kredita. Na taj način mogu doći do potrebnih finansijskih sredstava, smanjiti svoje rizike povezane s držanjem takvih kredita ili kupnjom kredita traženih karakteristika diversificirati svoje portfelje na željeni način. Na sekundarnom se tržištu, posebno izraženo na tržištu SAD-a, odvija i sekuritizacija hipotekarnih kredita. Kroz ovaj proces primarno tržište biva opskrbljeno stalnim sredstvima za kreditiranje, a ostalim je sudionicima omogućeno ulaganje u hipotekarne vrijednosnice. U suvremenim ekonomijama zauzimaju važno mjesto na tržištu kapitala.

Ključne riječi: hipotekarno tržište, hipotekarni krediti, hipotekarno tržište SAD-a, vrijednosnice poduprte hipotekarnim kreditima, hipotekarno tržište EU, hipotekarno tržište Republike Hrvatske

SUMMARY

Functions and importance of mortgage market

Mortgage markets are a part of capital markets, where issuance of mortgage loans on the primary market and loan sales, or issuance of mortgage securities on the secondary market are appearing. Function of credit is done through the primary market, where the goal of mortgage market is keeping the supply of mortgage financing for households and businesses stable for acquisition of homes, commercial real estate or other real estate. Liquidity function is done through the secondary market. Originators of loans have the opportunity to sell their loans to replenish their loan funds but also to reduce their credit risk or buy loans to diversify their loan portfolio. On secondary markets, particularly in the USA, securitization of mortgage loans are happening. Through securitization, primary markets obtain stable funds for mortgage financing, and other market participants have the opportunity to invest in mortgage securities. In modern day economies, they are important part of the capital market.

Key words: mortgage market, mortgages, U.S. mortgage market, mortgage backed securities, EU mortgage market, mortgage market in Republic of Croatia