

СИСТЕМИ СТАМБЕНОГ
ФИНАНСИРАЊА ЗА ЗЕМЉЕ У
ТРАНЗИЦИЈИ
ПРИНЦИПИ И ПРИМЕРИ

ЕКОНОМСКА КОМИСИЈА ЗА ЕВРОПУ
УЈЕДИЊЕНИХ НАЦИЈА
ЊУЈОРК, ЖЕНЕВА 2005

Незваничан превод документа

НАПОМЕНА

Симболи докумената Уједињених нација састављени су од великих слова комбинованих са графиком. Ови симболи означавају референтна документа Уједињених нација.

Употребљено обликовање и презентација материјала у овој публикацији не подразумева изражавање мишљења било ког дела Секретаријата Уједињених нација, везано за законски статус било које земље, територије, града или области, или њихових власти, као ни разматрања разграничавања њихових међа или граница.

UNECE информациони сервис
Палата нација
CH-1211 Женева10
Швајцарска

Телефон: +41 (0) 22 917 44 44
Факс: + 41 (0) 22 917 05 05
E-mail: info.ece@unece.org
Web site: <http://www.unece.org>

УВОДНА РЕЧ

Становање има важну улогу у привреди земље, и типично чини 10-20% укупних економских активности. Поред тога, стан је често највећа индивидуална имовина. Распоживост стамбеног финансирања је стога од суштинске важности за укупан привредни развој, као и за благостање домаћинства и његов квалитет живота.

Са обимном приватизацијом стамбеног сектора, расту потребе за за системи стамбеног финансирања у земљама у транзицији. Постоје многи добри примери делотворних модела стамбеног финансирања у UNECE региону. Међутим, док доносиоци одлука имају приступ информацијама и политичким извештајима о појединачним системима, већ дуго не постоји метод за њихово упоређивање, што би требало да буде од помоћи при одређивању њихове подобности за поједине земље. Ова студија има за циљ да отклони овај недостатак, приказом дубинских анализа најчешћих заједничких модела стамбеног финансирања у UNECE региону.

Стога се надамо да ће ова студија пружити земљама у транзицији прилику да схвате различита расположива искуства UNECE земаља, као и олакшање будућим доносиоцима одлука у сектору стамбеног финансирања.

Бригита Шмогнерова

Извршни секретар

ПРЕДГОВОР

На 61. заседању UNECE Комитета за људска насеља у септембру 2001. године, прихваћен је предлог Стамбене и урбане саветодавне мреже (HUMAN) да се покрене израда студије о системима стамбеног финансирања за земље у транзицији, са циљем да пружи подршку органима управе у њиховим напорима да развију делотворне стратегије стамбеног финансирања и спроводе прикладније системе стамбеног финансирања у својим земљама, узимајући у обзир законско, економско и друштвено окружење у свакој појединој земљи.

Установљена је пројектна група унутар HUMAN да сачини нацрт студије, који је презентован на 62. заседању Комитета, у септембру 2001. године. Комитет је изразио подршку овом нацрту и позвао HUMAN да настави са припремом предлога пројекта и организовања рада на њему. Биро Комитета је након тога прихватио обоје.

Студија је узела у обзир предходни рад Комитета везано за стамбено финансирање и за становање које се односи на UNECE чланице - земље транзиционе привреде. Комитет посебно публикује студију о стамбеном финансирању: кључни концепти и услови (ЕСЕ/НВР/102) и Упутства о "кондоминијумском" власништву у становању (ЕСЕ/НВР/123). Поред тога, Комитет је већ дуго близак становању које се односи на социјално угрожене групације становништва и у току је припрема упутстава о социјалном становању.

Студија о системима стамбеног финансирања за земље у транзицији, као и остали радови Комитета, расположиви су на сајту: <http://www.unece.org/env/hs/welcome.html>

Ову студију је припремио тим међународних стручњака, у следечем саставу:

| | |
|--------------------------|---|
| Ms. Margarete Czerny | Аустријски институт за економска истраживања |
| Mr. Ole Bus Henriksen | Nykredit, Данска |
| Mr. Martin Lux | Академија наука, Чешка Република |
| Mr. Leo Müllender-Taeter | Независни консултант |
| Mr. Michael Nadler | Технолошки универзитет, Kaiserslautern, Немачка |
| Mr. Lawrence White | Stern Пословна школа, Универзитет Њујорк, САД |

Овај рад је подржала и надзирала надзорне групе, коју су сачињавали представници националних влада, приватног сектора, невладиних организација и UNECE Секретаријата:

| | |
|-------------------------------|--|
| Mr. Peter Gurtner, Председник | Савезна стамбена канцеларија, Швајцарска |
| Mr. Per Ahren | Норвешка државна стамбена банка |
| Ms. Daniela Grabmüllerova | Министарство регионалног развоја, Чешка Република |
| Mr. Gert Gundersen | Стамбена и урбана саветодавна мрежа |
| Mr. Hartwig Hamm | Bundesgeschäftsstelle Landesbausparkassen, Немачка |
| Mr. Magnus Hammer | Међународни савез купаца |
| Mr. Martti Lujanen | Министарство животне средине, Финска |
| Mr. Herbert Pfeiffer | Грађевинска штедна банка, Словачка |
| Ms. Elena Szolgayova | Министарство грађевине и регионалног развоја, Словачка |

Mr. Andreas Zehnder

Ms. Christina von Schweinichen

Европски савез грађевинских удружења

UNECE Секретаријат

Ова студија не би била могућа без подршке Европског савеза грађевинских удружења, Савезне стамбене канцелариј Швајцарске, Министарства регионалног развоја Чешке Републике и Норвешке државне стамбене банке.

ЗАХВАЛНИЦА ЗА ДИСТРИБУЦИЈУ ДОКУМЕНТА НА СРПСКОМ ЈЕЗИКУ

За српску верзију ове студије треба се захвалити Градској стамбеној агенцији Ниш, која је финансирала превод документа са енглеског на српски језик.

Превод документа се сматра незваничним стога што га није обезбедила организација UNECE, која иначе званично обезбеђује три језичке варијанте својих докумената на: енглеском, француском и руском језику. Ове језичке варијанте се сматрају званичним, пошто их за те потребе обезбеђују стручне службе организације UNECE. Друге земље чланице ове међународне организације могу самостално обезбедити превод UNECE документа, уз напомену да се превод сматра незваничним. Сама идеја да се овај документ преведе је била охрабривана и поздрављена од стране Комитета за становање и управљање земљиштем UNECE.

САДРЖАЈ

| | страна |
|---|--------|
| Увод | 9 |
| I. Постојеће стање стамбеног финансирања у земљама у транзицији | 13 |
| II. Основни елементи стамбеног финансирања | 23 |
| III. Главни финансијски инструменти у UNECE региону | 29 |
| IV. Три приватна стамбена финансијска инструмента | 37 |
| V. Оцена система приватног стамбеног финансирања | 61 |
| VI. Закључци | 85 |
| VII. Анекси | 89 |

БИБЛИОГРАФИЈА

ЛИСТА ТАБЕЛА

1. Улога "Баушпаркаса" у кредитном сектору
2. Тарифни услови стандардног "Баушпар" уговора
3. Хипотекарни кредити дистрибуирани према категорији хипотеке
4. Процент дистрибуције стамбених хипотекарних неизмирених обавеза за период 1970-2001.
5. Контролна листа за зајмопримце
6. Контролна листа за зајмопримце
7. Контролна листа подциљева и критеријуме у оцењивању система стамбеног финансирања
8. Типови кредитора
9. Матрица критеријума за преобликовање подциља "Портфолио стамбених кредита"
10. Матрица користи за главни циљ "ефикасност стамбеног финансирања" (два критеријума)
11. Обрачун нето трошкова кредита на САД стамбеном тржишту

ЛИСТА ГРАФИКОНА

- I. Спектар прозрочности/непрозрочности информација
- II. Финансирање стамбеног сектора
- III. Основни принципи "баучпар" уговора
- IV. Удео на тржишту финансијских институција у хипотекарном кредитирању у Немачкој
- V. Систем билансних књига хипотекарног система Данске
- VI. Остварљиве користи за владу
- VII. Оквир стамбеног финансирања
- VIII. Кораци у бенефит анализи
- IX. Директне користи "баушпаркаса"
- X. Директне користи хипотекарних банака Данске
- XI. Директне користи секундарних посредника у САД
- XII. Тежина подциља "портфолио стамбених кредита" (пример)
- XIII. Номинална каматна стопа (период од 30 година) на стамбеном тржишту САД

УВОД

Након више од 15 година транзиције, у многим земље је још увек спор развој стамбеног финансирања заснованог на тржишним принципима, због законских препрека, као и ниског нивоа финансијске способности, посебно ниско и средње доходовних група становништва.

Циљ ове студије је стога помоћ владама земаља у транзицији у разради функционалног тржишта стамбеног финансирања за грађанство. Она је намењена оспособљавању доносиоца одлука за одабир одговарајућих мера спровођења различитих финансијских планова. Студија је намењена политичарима, државним органима, банкарским удружењима и другим заинтересованим партнерима, како би приказала могућности за развој и унапређење политике стамбеног финансирања, који би општи системи стамбеног финансирања могли бити примењени, шта показују искуства неких специфичних решења и који критеријуми и информације могу бити коришћени у оцењивању, припреми и одабиру одговарајућих мера политике.

Студија произилази из искустава привредно најнапреднијих земаља са различитим финансијским техникама. Узимајући у обзир разнородна искуства ових земаља, немогуће је једноставно копирати ове системе и њихову примену. Када се међутим правилно прилагоде локалним условима, они су погодни у постављању основе за нова решења и стога су достојни да буду пажљиво разматрани од стране свих заинтересованих страна.

Извештај приказује како су се током година појављивали велике различитости појединих система, које су одражавале историјске, друштвене и економске особености ових земаља, као и да у многим случајевима не постоји само један тип стамбеног финансирања. Уопштено речено, паралелно су ницале различите методе, које је карактерисала једна доминантна особеност. У великој мери важи правилно комбинације различитих финансијских механизма, при чему ниједан систем не може бити сматран "најбољим". Прикладност једне или друге конкретне технике одређеној сврси зависи, како од појединачних користи за зајмопримце и кредиторе, тако и од нивоа економског развоја, капацитета домаћинства и склоности ка штедњи, стопе инфлације и укупне монетарне и фискалне политике. Други пресудни фактори су законска и административна инфраструктура, недостатак или постојање примарног тржишта за хипотекарно кредитирање, као и од чињенице да финансирање стамбених јединица за издавање и за прибављање у власништво може захтевати различите приступе у складу са конкретном ситуацијом.

Заједничко свим овим системима је потреба за стабилним економским условима и погодним законским и пореским окружењем за ефикасну расподелу капитала. Најпрече и најважнији од свега је поуздан законски систем заштите власничких права и слобода закључивања уговора, као и брзог провођења процедуре отуђења заложне имовине. Остали предуслови су модеран систем контроле ваљаности и сигурности банкарских активности и што је могуће мање препрека у односу на власничке трансакције.

Када су ови услови установљени, појавиће се одговарајуће финансијске институције. Неопходност и основаност допунских мера владе у циљу подршке некој од ових институција представља предмет бескрајних дебата. Често се као аргумент подршке овим мерама у први план ставља реални или подразумевани јавни интерес за исправљање тржишних неправилности, кроз одредбе закона о кредитним каматним стопама за доходовно слабија домаћинства или ради заштите развоја нових предузећа од иностране конкуренције и сл. Неке од ових мера могу да буду потпуно или мање

исправне. У сваком случају владе треба да буду опрезне и пажљиве у предузимању непромишљених корака, који воде ка неефикасним институционалним механизмима и текућим политичким расправама које се односе на привилегије и субвенције.

Једна од могућности за минимизирање ризика је оцењивање постојећих политика и пажљиво мерење њиховог утицаја. Стога ова студија садржи инструменте за анализу који илуструју како различити интереси кредитора, замопримаца и регулаторних тела могу бити структурисани, мерени и оцењивани и како је из предности и недостатака различитих финансијских инструмената могуће извући закључак у односу на прикладност у конкретним околностима.

Овај метод оцењивања је приказан на три посебна финансијска система, а њихов одабир не треба бити протумачен као склоност ка било којој од ових шема. Мноштво других система, а још чешће и широко примењених практичних решења, постоје у региону Економске комисије Уједињених нација за Европу (UNECE).

Одабране шеме међутим пружају доказе за чињеницу да се стамбено финансирање усклађује током многих година, и да се у будућности могу појавити нове варијанте.

Ова студија садржи шест поглавља. Прво поглавље описује актуелну ситуацију и услове за стамбено финансирање у земљама у транзицији. Истакнути су проблеми и "уска грла" која се односе на тржиште станова и капитала и главне одлике постојећих банкарских система, сумирајући неке досадашње учињене напоре на унапређењу њихове ефикасности.

Друго поглавље приказује главне елементе, циљеве и механизме стамбеног финансирања. Оно објашњава односе између првотворења (првог издавања), стварног држања и опслуживања хипотекарног кредита. Оно указује на главне изворе и начине обезбеђивања финансијских средстава, као и на бројне ризике повезане са овим конкретним видом комерцијалне делатности.

Треће поглавље даје преглед главних финансијских инструмената у ЕСЕ региону, који се деле на конвенционалне и специјализоване депозитно засноване системе и системе засноване на институцијама које делују на тржишту обвезница, механизме секјуритизације, државних фондова и кредитирања треће стране.

Четврто поглавље описује три специфична финансијска инструмента која се данас користе у ЕСЕ региону, односно систем "Баушпаркаса", који представља уговорну штедну шему; данску технику хипотекарних обвезница и варијанту хартија од вредности обезбеђених хипотекарним кредитом (MBS-mortgage-backed securities) Сједињених америчких држава. Приказ ових финансијских инструмената је дат на јединствен начин, приказом њихове историјске позадине, законских оквира, релативног позиционирања у националном контексту, главних карактеристика у односу на активу и пасиву, улоге коју играју актери из државног сектора и кратког прегледа њиховог могућег даљег развоја.

Пето поглавље разматра методе могуће оцене политика у области стамбеног финансирања. Органима управе, суоченим са задатком избора између различитих алтернатива, понуђена је контролна листа за структурисање критеријума за оцену који се најчешће јављају као одраз различитих интереса кредитора, зајмопримаца и других кључних актера. Осим тога, она је у великој мери блиска са основном "кост-бенефит" анализом, која је, као и моге сличне методе, развијана током година, ради примене у оцењивачким процедурама. Практична примена тога је илустрована у анексу IV, у којем је могуће наћи грубу процену три финансијска система приказана у четвртом поглављу.

Последње поглавље садржи закључке и опште препоруке наглашавајући још једном важност здравог законског окружења, постојања ефикасних институција и

стабилне економије, као и наглашавања чињенице да нема једне финансијске шеме која је самостално погодна да у свему одговори на различите потребе и захтеве различитих земаља. Узевши у обзир предности и недостатке свих ових инструмената, њихова подобност се развија током времена и варира на различите начине од земље до земље, у складу са њеним привредним, политичким и друштвеним развојем.

ПОГЛАВЉЕ 1.

ПОСТОЈЕЋЕ СТАЊЕ СТАМБЕНОГ ФИНАНСИРАЊА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ

А. Услови становања, стамбена политика и приватизација

У бившим социјалистичким земљама, државе су биле надлежне за прибављање одговарајућих станова за грађанство. Без обзира на постојање неколико различитих типова стамбених политика, јавне субвенције су у њима увек имале кључну улогу. Улога приватног финансирања је била ограничена на допунски (или накнадни) допринос државним давањима. У многим случајевима државне банке су давале стамбене кредите са ниском фиксном каматном стопом и дугим роком отплате, који нису имали карактер кредитирања заснованог на колатералу (хипотекарном обезбеђењу).

У многим земљама је примењен модел централно-планске изградње станова у власништву државе или друштвених предузећа, који су се издавали у закуп. Механизми кредитирања и остваривања приватног власништва на становима су били заједнички углавном за Мађарску, Бугарску, Пољску и бившу Југославију, посебно након 1980. године. Ипак, у тим земљама приватна штедња и повлашћени кредити су били удружени са великим јавним "породичним" субвенцијама за плаћање учешћа (Мађарска), или са замашном помоћи државе. У Бугарској су на пример станови најпре грађени уз коришћење субвенција Владе, а касније продавани закупцима ових станова по ниској цени.

У становима који су издавани у закуп у јавном сектору, станари и њихове породице су уживале у изузетно повлашћеним условима стамбеног закупа, који је представљао вид "квази-власништва". Када би се једном уселили у стан, он би скоро извесно постајао њихов за цео живот, са могућношћу преноса овог права на родбину. Закупнина је била ниска и износила је "у просеку" 2-3% буџета домаћинства¹. Без обзира на велике разлике између земаља, крајем 1980-их бивши режими су успевали да задовоље своје основне стамбене потребе, које су биле последица недостатка станова из послератног периода. То је међутим постигнуто изградњом великих безличних стамбених квартова, користећи углавном ниско-трошковне и високо-префабриковане грађевинске технологије, или кроз ограничења у слободи пресељења (нпр. случај Албаније). Низак стандард квалитета стамбене изградње, просечно мали стамбени простори, недостатак објеката са друштвеним и културним садржајем у стамбеним квартовима и недовољно одржавање, како објеката, тако и њихових заједничких партерних површина, као последицу су имали низак ниво квалитета живота.

Након промена политичких режима, нереална су била очекивања брзих ефективних промена стамбених политика, које би значиле отклон од државно-контролисаних и државно-финансираних система ка систему засниваном на давању предности приватном власништву и тржишном финансирању. Реформе у сфери стамбених политика су често биле само парцијално реализоване. У првој фази њих је карактерисао истовремено и либерални и конзервативни приступ, што је водило ка

¹ Hegedüs, J. *Стамбено финансирање у земљама југоисточне Европе*, Будимпешта, 2002. Diamond, D.B. *Транзиција у стамбеном финансирању у централној Европи и Русији, 1989-1999*. Варшава, 1999. Lutz, M. *Стамбена политика: крај или нови почетак*, Будимпешта, 2003.

оштром укидању јавних субвенција, које нису међутим резултирале укидањем препрека за њихову предходну замену добровољним непрофитним активностима или приватним инвестицијама. Чак и данас постоје многи остаци прошлости који су у употреби². Иако је основно законодавство које уређује стамбено финансирање засновано на тржишним принципима, често усвајано у каснијим годинама, спор темпо његовог развоја води ка новим, мада не баш често и циљаним стамбеним субвенцијама, усмереним углавном ка стамбеној новоградњи³. Ове субвенције у неким случајевима помажу једино групама становништва са већим приходима, којима таква помоћ и није неопходна, али им олакшава изградњу/куповину већих станова, што у супротном не би могли сами себи да приуште.

Висок степен приватизације станова у јавној својини, који се дешавао у многим земљама, у неким случајевима је резултирао скоро потпуним нестајањем јавног стамбеног фонда. Пошто је јавно становање често једино економски доступно становање на стамбеном тржишту, настојања централних и локалних власти да продају скоро сав јавни стамбени фонд има прилично негативне последице за социјално угрожена домаћинства. У оквиру приватизације јавни стамбени фонд је најпре био пренет у власништво општина, а касније и на тадашње станаре, којима је омогућено право стицања власништва уз значајне попусте при куповини, или чак и бесплатно. Само у неколико земаља није уведено "право куповине" за станаре (Чешка Република и Пољска, као и у нешто блажој верзији у Словачкој), док је у највећем броју осталих земаља примена овог права резултирала радикалним изменама власничке структуре. У многим земљама становање у личном власништву сада чини више од 90% стамбеног фонда; у Албанији, на пример, то износи 98%. Осим тога, процес установљења удружења власника ових станова често тече споро, због законских недостатака или његове слабе примене у пракси. Тамо где су установљена, удружења власника често остају слаби и непоуздани партнери банкама.

Главне последице знатно смањеног стамбеног финансирања, стамбене приватизације и либерализације у изградњи и ценама комуналних услуга, су пад стамбене доступности, као и обима изградње нових станова. Иако се уопштено гледајући може рећи да нема дефицита станова или стамбене кризе у многим земљама у транзицији, јасно је да се током 1990-их погоршао положај новоформираних и угрожених домаћинстава у односу на расположивост и доступност станова.

На страни понуде, јавне субвенције, које служе искључиво за изградњу нових станова за повољан закуп, појављују се само спорадично (као што је "ТБС" систем у Пољској). Мало субвенција је било намењено за обнову постојећих станова, при чему се власти често ослањају на приватизацију, као најбољи инструмент преноса обавеза на нове власнике везано за одржавање станова. Тренутно се, међутим, постепено унапређују циљане субвенције. Многе земље предузимају крупне кораке у правцу

² На пример, неодређена прва генерација контроле закупа, превелика заштита закупаца, законске сметње за иселење неплатиша, споре законске процедуре, бирократске препреке за инвестирање капитала и поуздану регистрацију власништва, повладавање странци/клијентелизам, оснаживање неједнакости кроз приватизацију јавних станова и сл.

³ Стратегије стамбене политике се значајно разликују између транзиционих економија. Поред таквих субвенција које не примењују средства провере су: паушални износи субвенција за породице са децом у Мађарској, субвенције на уплату учешћа у Румунији и Словачкој, субвенције "полу-ренталног/полу-власничког" становања у Чешкој Републици, различите комбинације повлашћених кредита и бесповратне помоћи за домаћинства "бескућника" (углавном они који живе у становима враћеним кроз реституцију) у Албанији и субвенционисани хипотекарни кредити у Литванији. Поред тога постоје различити облици пореских олакшица на хипотекарне интересе, што води ка изазивању негативних последица на плану расподеле средстава.

побољшања макроекономских услова, укључујући смањење инфлације, промоцију реалног раста прихода и јачања финансијских система; ово има ефекат на понуду и тражњу тржишног стамбеног финансирања, иако се пре може рећи да је ефекат пре постепен него брз.

Б. Понуда тржишно-заснованог стамбеног финансирања

Опште је мишљење да постоје четири неопходна економска услова оживљавања тржишно-заснованог сектора стамбеног финансирања⁴: обнављање економског раста, смањивање инфлације, опорављање реалних примања и приметна стабилност запошљавања главнине становништва. Уз економске показатеље, потребно је донети такође и одговарајуће законе, треба да буде смањен ефекат "потискивања" приватних инвестиција субвенцијама Владе и такође треба представити основне стимулансе за слободно функционисање стамбеног тржишта.

У скоро свим земљама у транзицији је било изузетно тешко постићи макроекономску и ценовну стабилност. Иако је инфлација у неколико земаља оборена релативно кратко у почетним годинама транзиције, финансијска комешања су резултовала поновним инфлаторним растом у годинама које су следиле, указујући на постојање суштинске нестабилности, која утиче на ефикасност система стамбеног финансирања, у размери у којој утиче и актуелни ниво инфлације сам по себи⁵. Релативна доследност и значајно смањење у инфлацији се појавило, на пример, у Чешкој Републици, Мађарској, Пољској, Естонији, БЈР Македонији, Литванији и Летонији. Садашњи ниво инфлације је испод 10% у многим земљама централне и источне Европе (ЦИЕ), што ствара знатно боље перспективе за будућност.

Постоје многе земље у транзицији које нису досезале ниво БДП-а из 1990. до краја 2001. године (Бугарска, Румунија, Русија, Украјина, Србија и Црна Гора, Босна и Херцеговина, Република Молдавија и друге), а такође постоји и изванредан број земаља које су се суочиле са кратком економском рецесијом након периода релативно солидног економског раста (Албанија и Чешка Република). У неким земљама још увек није достигнут ниво БДП из 1990.

Незапосленост је била слаба тачка у процесима трансформације у скоро свим земљама, укључујући и оне које су показивале обећавајуће резултате на почетку транзиције. У више од 15% земаља, стопа незапослености је прелазила 10% у 2001, достижићи стопу од 40% у Босни и Херцеговини и 31% у БЈР Македонији (тренутна стопа у неким земљама може у ствари бити и већа од званичне стопе, као што су Украјина, Белорусија и Република Молдавија). Осим Мађарске и Пољске, незапосленост расте у свим поменутих земљама у периоду између 1995 и 2000, укључујући и оне које су означене као "напредни у реформама" (Словачка и Чешка Република); једино је у Словенији стопа остала релативно стабилна. Осим тога, велики проценат становништва који је испод линије сиромаштва, указује на дубоку неједнакост у дистрибуцији богатства у неким земљама ЦИЕ.

1. Реформе у банкарству

У почетку, државне банке се нису руководиле мотивима извлачења добити, опслужујући једноставније кредите и некредитна осигурања. Недостајала је процена

⁴ Renaud, В.М. Housing Finance in Transition Economies. Washington, 1996

⁵ Инфлација у Албанији је са 8% 1995. порасла на 33% 1997; инфлација у Белорусији је од 64% у 1997 скочила на 169% 2000; 2% 1999 у Бугарској је нарасло на преко 10% 2000; 6,5% из 1999 у Словенији је порасло на 11% 2000; и 27% 1998 у Руској Федерацији је скочило на 86% 2000.

различитих ризика и уствари нису постојали обучени хипотекарни брокери. Приватизација банака је била виђена као најефикаснији начин побољшања њихових перформанси. Ипак, из различитих политичких разлога приватизација је често одгађана и то је доприносило бројним финансијским и банкарским кризама у региону током деведесетих. У циљу спречавања раста незапослености, владе су често подстицале неререформисане државне банке да издају ризичне кредите за предузећа, која су имала озбиљне економске проблеме, али на крају су биле додаване огромне јавне субвенције банкама да очувају своју ликвидност и покрију губитке. Иако се временски нису поклапале, банкарске кризе су биле карактеристичне за скоро све земље у транзицији, укључујући напредне "Вишеград" земље.

Све или скоро све бивше државне банке приватизоване су у: Чешкој Републици, Албанији, Словачкој, Пољској, Мађарској, Руској Федерацији, Естонији, Литванији, Републици Молдавији, Бугарској, Руминији и Хрватској. Државе имају значајан утицај на банкарски сектор у неким земљама бивше Југославије, Литванији, Белорусији, Украјини и сл. Ниже стопе спредова* постигане су у: Мађарској (3% у 2000.), Чешкој Републици (3,7%) и Естонији (3,9%); највиши спредови су изведени у инфлаторним економијама: Белорусији (30%), Украјини (28%) и Руској Федерацији (18%)⁶.

Мерено кроз удео недоспелих хипотекарних обавеза различитих банака на тржишту, Чешка Република има најконкурентнији систем⁷. У Бугарској, на пример, на крају деведесетих су скоро сви хипотекарни кредити били издавани од стране једне бивше државне штедне банке (DSK). У Мађарској, у 1998. години, за око 90% хипотекарних кредита првотворац је била једна банка (ОТР). У Пољској, средином 1999. године, више од 60% износа хипотекарних кредита је издавала једна банка (РКО ВР).

2. Законски оквир и регистрација власништва

Многе земље су донеле законе који омогућују хипотекарно кредитирање. Чешка Република, Пољска и Мађарска су релативно рано донеле неопходно законодавство; у другим земљама то се није десило до скоро: у Руској Федерацији 1998. и у Румунији 1999. године. Други проблем представља брзина провођења процедура. Отуђење заложене имовине и исељење уобичајено трају по неколико година, чак и у земљама са одговарајућим законодавством (законске процедуре су генерално дуге у свим земљама у транзицији). Осим тога, у неким земљама у транзицији законска правила за исељење нису допуњена одговарајућим одредбама о социјалној помоћи за погођена домаћинства, што је апсолутно неопходно.

Велики посао је урађен у односу на обнављање делатности, реструктурисање и уставовљење регистра/катастра власништва. Чак и у оним земљама које су имале висок проценат кућевласништва на почетку транзиције, регистри нису били ажурирани и значајан напор се још увек улаже како би се они учинили поузданим изворима информација о власничким правима. У овом случају, такође, одговарајуће законодавство не гарантује високу ефикасност само по себи; у већини земаља регистрација власништва или подизање хипотекарних кредита узимају много времена, што повећава ризик и последично делује као сметња тражњи на тржишту стамбеног финансирања.

* просечна кредитна стопа минус просечна депозитна стопа

⁶ У складу са подацима Светске банке, 2002

⁷ Diamond, D.B. The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999. Warsaw, 1999

3. Стамбени хипотекарни кредити универзалних банака

Пословне/универзалне банке су често главни пружаоци услуга стамбеног хипотекарног кредитирања. У земљама у транзицији оне извесно имају највећи удео на хипотекарном тржишту, иако су њихове карактеристике још увек у почетној фази у многим од њих. Оне често расположу само краткорочним стамбеним кредитима (до 10 година), са веома ниским односом вредности кредита према обезбеђењу у односу на стандарде развијених економија (иако законодавство генерално дозвољава вишу стопу). Усаглашавање или употпуњавање променљивих каматних стопа и деноминација кредита према страном валути користи се како би се изборило са неизвесношћу инфлације у будућности. Такви финансијски производи имају малу привлачност и стамбени кредити остају минорна компонента банкарских актива. "Нижи стандарди" (висока каматна стопа, кратак рок доспећа, низак однос вредности кредита према обезбеђењу, конзервативизам у сфери осигурања и гаранција) и веома низак показатељ недоспелих обавеза стамбених хипотекарних кредита по становнику, типична је слика у: Румунији, Републици Молдавији, Албанији, Бугарској, БЈР Македонији, Србији и Црној Гори, Босни и Херцеговини, Хрватској. У Словачкој, Литванији, Руској Федерацији и Словенији су такође били релативно ниски нивои тржишта хипотекарног финансирања све до краја 90-их⁸. Мађарска, Естонија, Пољска и Чешка Република (посебно Литванија, Словачка и Словенија) су међу земљама који су сведоци бурног развоја тржишта хипотекарног финансирања⁹.

Поред деноминације кредита према страном валути, у неким земљама са напреднијим хипотекарним финансирањем били су уведени и други специјални инструменти усмерени ка решавању проблематике "одсуства равнотеже"¹⁰: двојно индексирање хипотекарних кредита и хипотекарни кредити с одложеним роком отплате. Двојно индексирање хипотекарних кредита (плаћања обрачуната као проценат од прихода молиоца кредита и будућег индексирања општег кретања плата и инфлације) највише је коришћено у Пољској са релативним успехом, чему је помогао пад инфлације и постепени раст реалних примања. У Мађарској су распрострањене одложене отплате хипотекарних кредита (уз установљење две каматне стопе, стварне и договорене, уз постепено скраћивање амортизационог периода у циљу постизања договореног рока доспећа). Значај ових инструмената је падао са порастом макроекономске стабилности. Иако је неопходна озбиљна обука кредитних службеника у сфери кредитирања, они су доказали своју ефикасност у овим земљама.

У Руској Федерацији, Мађарској и неколико нових независних држава, банке и лизинг компаније су одобравале стамбене кредите кроз "лизинг куповину". У овом случају принцип се састоји у испуњавању захтева, према којем се власничко право на стамбеној јединици не преноси на клијента све док стамбени кредит не буде у потпуности исплаћен. Купац/зајмопримац има једноставан уговор о закупу са банком (власником стана) док не исплати кредит. Такав споразум је мање ризичан за банку,

⁸ UNECE 1998, UNECE Country Profiles on the Housing Sector, Савез хипотекарних банака Немачке, Struyk 2000, Hegedüs 2002.

⁹ OECD 2000, OECD 2002.

¹⁰ Због високе инфлације, кредитори формирају високе номиналне интересне стопе. Ово ствара препреку финансијској доступности у случају годишње отплате хипотеке (висока иницијална плаћања), али протоком времена отплата кредита еродира услед инфлације. Високе реалне вредности отплата на почетку значе да су многа домаћинства онемогућена да се квалификују за хипотекарне кредите.

али веома ризичан за купца; у случају неиспуњења кредитних обавеза, банка не продужава уговор о закупу и купац се исељава из стана без могућности повраћаја већ отплаћеног износа кредита, због тога што банка тумачи отплате кредита као плаћање закупа. Овај тип кредитирања је сматран законски мањкавим¹¹.

4. Хипотекарно банкарство/ секјуритизација хипотекарних обавеза¹²

У Мађарској и Пољској је усвојен Законодавни оквир за "ексклузивно" хипотекарно банкарство (установљење посебних хипотекарних банака); од 1998. године у овим земљама већ неколико хипотекарних банака успешно издаје обвезнице.

Законодавство хипотекарног банкарства је такође било донето у неким другим земљама (Литванији, Естонији, Руској Федерацији, Чешкој Републици, Словачкој, Бугарској и Руминији), али у овим земљама се не захтева установљење посебних институција законом. То значи да универзалне банке могу добити лиценце за издавање обвезница, под условом да се хипотекарне банкарске операције и актива чувају у посебној законској и књиговодственој документацији. Хипотеке које служе као заложно обезбеђење за хипотекарне обвезнице, законски су издвојене ради коришћења у својству првостепеног обезбеђења обвезница у случају неиспуњења кредитних обавеза или банкрота. Затим се примењују посебни правилници само за оне хипотекарне документе који ће служити као обезбеђење за хипотекарне обвезнице. У стварности универзалне банке имају доминантну улогу у хипотекарном банкарству у овим земљама, у којима се појавило само неколико специјалних хипотекарних банака. Највећи обим хипотекарних обвезница по становнику је у Чешкој Републици, док је најнижи у Румунији, Бугарској и Литванији¹³.

5. Уговорна штедња за становање¹⁴

Уговорне штедње за становање су популарне међу земљама у транзицији. Примењују се различите штедне шеме; системи прихваћен у Чешкој Републици, Словачкој, Мађарској и Хрватској су слични немачком моделу (установљење посебних финансијских институција, "баушпаркаса") док у Пољској и Словенији ове шеме администрирају универзалне банке.

Чешка и Словачка Република су систем "баушпаркасе" увеле 1992 године, Мађарска 1997, Хрватска 1998, док је у Пољској 1997. донет Закон о "баушпаркасама", али он није био примењен у пракси. У овим земљама уведени системи су се разликовали према: размери уплаћених штедних премијама за бонусе; минимуму штедног периода за достизање бонуса; и минимуму штедног периода за подизање штедног улога. Словачка је једина земља где је Влада сама могла да одлучи о подизању штедних премија; у остале три земље оне су утврђене законом и промене је требао да одобри парламент.

Пољски систем стамбене штедње (КМ), установљен 1996, знатно се разликује од система "Баушпакасе"; каматне стопе и на штедњу и на кредите су варијабилне (везане за есконтну стопу националне банке), и програми су се реализовали преко

¹¹ N. Kosareva, A. Tkachenko, and R. Struyk, Dramatic Shift to Demand-Side Assistance, in R. Struyk (ed.), Homeownership and Housing Finance Policy in the Former Soviet Bloc: Costly Populism. Washington, DC, 2000

¹² Погледати такође поглавље III

¹³ Савез хипотекарних банака Немачке

¹⁴ Погледати такође поглавље III

универзалних банака. Штедне премије су даване у форми пореских олакшица, минимални штедни период је износио само две године, штедња је могла да се користи само за стамбене кредите и целокупна шема се одвијала на непрофитној основи. Због непрофитног карактера и искључиво индиректне фискалне подршке, систем није био много популаран нити међу банкама нити међу клијентима, те се припрема нови систем који комбинује карактеристике "Баушпаркаса" и КМ. У Словенији је 1999. године успостављена Национална стамбена шема, сличан компромисном моделу који се разматра у Пољској; шема се релизује преко постојећег банкарског система, каматне стопе на штедњу и кредите су варијабилне, уз веома ниску каматну маржу за покривање трошкова банкарских операција, што систем чини некомерцијалним.

Инострана помоћ од стране међународних организација знатно утиче на развој тржишно заснованог стамбеног финансирања. Светска банка (WB) и Европска банка за обнову и развој (EBRD), Међународни монетарни фонд (ММФ), агенција САД за међународни развој (USAID) и Европска унија (EU) су међу најактивнијим организацијама. Њихове активности и релативно повољни кредити помажу, на пример, у издавању и промоцији двојно-индексираних хипотекарних кредита, као и стандарди осигурања кредита у Пољској. Остали примери су разрада хипотекарног кредитирања са одложеним плаћањем у Мађарској и расподела повлашћених кредита за "бескућничка" домаћинства у Албанији, и др. Бројне друге организације (ОЕБС и УН), пружају експертску помоћ.

В. Тражња за тржишним стамбеним финансирањем и будући изазови

Тражња за резиденцијалним хипотекарним кредитима у транзиционим земљама је нижа у односу на обим овог кредитирања у развијеним земљама. Земље са великом незапосленošћу, великим процентом људи који живе испод линије сиромаштва, вишом и веома несталном инфлацијом и ниским привредним растом, имају ниску тражњу за тржишним стамбеним финансирањем. Клијенти се пре свега регрутују из дела домаћинства са вишим приходом, зато што они углавном лако отплаћују своје станове у готовини.

Чак и у случају стабилизације банкарског сектора и макроекономске ситуације, раст обима хипотекарних кредита је био постепен и закаснео. Извесно време тражња за дугорочним стамбеним кредитима је била ниска, иако се реална (ефективна) каматна стопа хипотекарних кредита ближила нули због додатних расположивих пореских субвенција. Стога су морали постојати други фактори који су утицали да се људи опиру зајмовима на слободном тржишту:

- Тржишно финансирање је делимично потискивано посебно повлашћеним стамбеним кредитима, даваним било директно из државног буџета или преко националних стамбених фондова;
- Неизвесност титулара над имовином у неким земљама је обесхрабривала људе да се одлуче на куповину. Власништво над кућом се такође јавља и у форми инвестиције, те су "домаћинства-инвеститори" чекали да буду сигурни да ће вредност имовине расти током времена и да се они неће наћи у ситуацији смањивања вредности њихове имовине (обезвређен капитал). Нестабилно економско окружење и висока цена нестабилности у многим земљама често није обезбеђивала ни минималне гаранције;
- У неким земљама (Босна и Херцеговина, Хрватска, Албанија и друге) се јавља пракса нелегалне стамбене изградње, али ова имовина природно није могла бити заложена;

- Важну улогу игра институт наслеђивања и ослањања на подршку родитеља (социјална очекивања). Пад становништва у многим земљама допушта наду у обезбеђивање међугенерациске подршке у виду наслеђивања;
- Економија новчане готовине (често у страног валути), створена услед нестабилне финансијске ситуације;
- Недостатак финансијски доступне понуде на тржишту стамбеног финансирања;
- Квази-власнички закуп у јавном стамбеном сектору. Услед одсуства реформи у сфери закупа, многи закупци су често "де факто" власници станова, те стога не стреме већој сигурности у располагању станом;
- Релативно велики удео акционог капитала у постојећем стамбеном фонду (висок проценат власника станова), који може бити лако замењена за други стамбени акциони капитал. Нови станови су често недоступни за велики део становништва због високих трошкова изградње;
- Несклоност издвајању великог дела прихода за отплате хипотекарног кредита, пошто се предност даје плаћању потреба за нека друга трајна добра;
- Веома ниска стопа мобилности, која је такође узрокована високим нивоом заштите закупаца и прописима о закупу (напуштање стана са регулисаним закупом значи спремност на суштински губитак, како финансијски тако и законски);
- Нагли пад финансијске доступности у становању, спор развој тржишног стамбеног финансирања, пренесен дуг на сегмент одржавања станова, нездраве стамбеним условима у неком државама, као и неефикасно деловање јавних стамбених политика – све укупно захтева хитно редефинисање стратегија стамбених политика. Решење засновано на уравнотежењу система стамбеног финансирања заснованог на тржишту и ефикасним јавним субвенцијама, треба међутим увек одражавати економску ситуацију и традицију појединих земаља. Ипак не постоји универзално решење и јасно је да актуелне јавне субвенције које нису добро циљане, иако финансиране на тржишним основама, неће водити пожељном расту општих стамбених услова и финансијске доступности становања (иако међу посматраним земљама постоје велике разлике). Ослањање на приватизацију јавног стамбеног фонда, спољно финансирање из међународних извора, порески подстицаји за власнике станова и ограничене субвенције на страни тражње (субјектне субвенције), доводе до ситуације да се из перспектива органа управе искључују доступне шема стамбеног закупа, сарадња са банкама и различити облици приватног-јавног партнерства у стамбеном финансирању. Када се у обзир узме све предходно наведено, за развој правог стамбеног тржишта у земљама у транзицији (узимајући међутим у обзир да постоје велике разлике у овој области између различитих земаља), постоје следеће главне препреке:
- *Економске препреке* као што су инфлација и спор економски раст у неким земљама. Потражња за тржишно-заснованим стамбеним финансирањем може бити закасна, чак и када се достигне општа макроекономска стабилизација, због специфичних образаца потрошње и других појединих чинилаца који утичу на потражњу у земљама у транзицији;
- *Социо-економске препреке* као што су нестабилно запошљавање, раст незапослености и спор раст реалних зарада. Због својих ниских прихода, преовладавајућа већина становништва није способна да купи стан на слободном тржишту и не може подићи хипотекарни кредит;

- *Законске препреке* као што је слаб законски оквир за: отуђење заложене имовине, упис власничких права, регулисање хипотекарног банкарства, нов и ефикасан (добро циљан) систем социјалног/финансијски доступног становања и сл. Ефикасно извршење закона је једнако важно као и само доношење закона. "Пракса показује да је изградња ефикасних процедура много тежа од израде нових закона."¹⁵;
- *Културне препреке* које углавном утичу на сферу тражње за тржишно-заснованим финансирањем становања (економија готовине, повлађивање купцу-клијентелизам, корупција, квази-власнички карактер сектора јавног стамбеног закупа);
- *Институционалне препреке* као што су ниска конкурентност у банкарском сектору (монополизација хипотекарног финансирања) и слаб институционални оквир тржишта капитала и контроле банака.

¹⁵ Hegedüs. Housing Finance in South-Eastern Europe. Budapest, 2002

ПОГЛАВЉЕ 2.

ОСНОВНИ ЕЛЕМЕНТИ ФИНАНСИРАЊА СТАМБЕНОГ ФОНДА

Одредбе о финансирању прибављања боравишних станова јесу, или треба да буду, важан део сваке друштвене финансијске структуре. У поређењу са просечним приходима домаћинства, прибављање стамбених јединица је велика инвестиција – у многим случајевима то је заправо највеће капитално улагање домаћинства. Стога је суштинско питање како финансирати ову инвестицију. Ефикасно финансирање боравишног становања може допринети оптималнијем подудару стамбених предпоставки домаћинства са расположивом и потенцијалном стамбеном понудом и на тај начин побољшати друштвено благостање. Осим тога, у степену у којем ефикасно финансирање охрабрује много раширеније становање у власништву, постоје и могућности остваривања додатних користи¹⁶.

Финансијске операције, изузев самофинансирања, укључују најмање два партнера. Иако финансијске операције могу достићи велику сложеност, њихова суштина може бити описана на начин једноставних финансијских операција: Страна А позајмљује новац или средства Страни Б, у времену Т и очекује повраћај датог у времену Т+1.

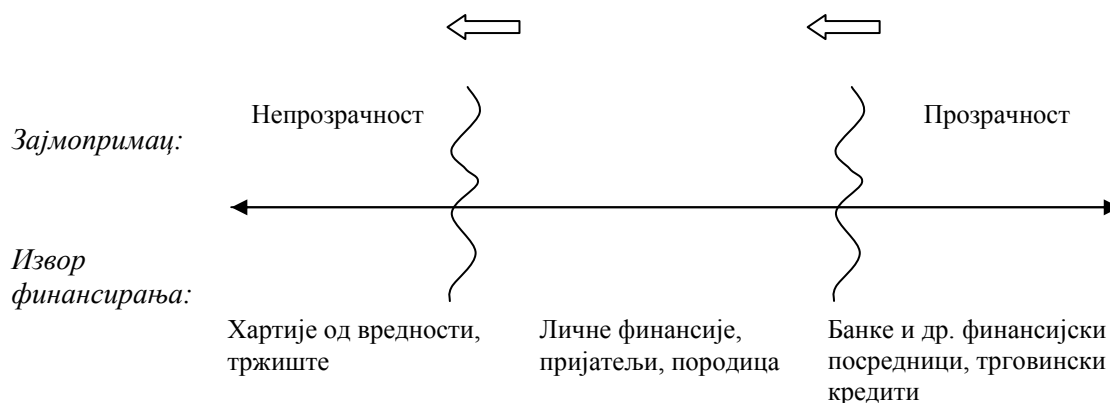
На једном нивоу, овај једноставни пример може се чинити тривијалним и неинтересантним, али он објашњава суштину финансирања: временску димензију и очекивање зајмодавца за повраћајем средстава. Пошто се враћање новца дешава у будућем времену, након протицаја времена од иницирања кредита, зајмодавац је углавном забринут у вези гаранција за повраћај новца. Пре давања кредита зајмодавац ће желети да буде сигуран да је потенцијални зајмопримац у могућности да врати кредит (и сваку предходну камату којом је он оптерећен); исто тако и за период извршавања кредита зајмодавац ће вероватно желети да буде сигуран да су акције зајмопримца усклађене са условима правременог повраћаја средстава. Међутим кредитор се суочава са проблемом "асиметричне информације"; зајмопримац, по свему судећи, зна боље о својим намерама о повраћају средстава од кредитора. Последице финансирање је у значајној мери повезано са опсежним делатностима на прикупљању и процењивању информација о потенцијалном зајмопримцу пре издавања кредита, као и праћењу актуелних зајмопримаца током враћања кредита, преко институција и поступака који настају ради олакшавања ових информационо-интензивних процеса.

У општим цртама, процедуре финансирања могу бити описане у условима информационе прозрачности или непрозрачности потенцијалних зајмопримаца, као што је приказано на слици 1.

На овој слици, потенцијални зајмопримци су наведени дуж хоризонталне линије у складу са тиме колика је њихова информациона прозрачност (или непрозрачност) у односу на критеријуме доступности финансијске информације, коју потенцијални кредитор жели да добије. На левој страни би, на приме, требали бити млади парови који почињу да раде и који нису имали предходне трансакције; он/она имају мало "кредитне историје" којом могу убедити потенцијалног кредитора у

¹⁶ Постоји мала али убедљива литература у вези друштвених користи у случају кућевласништва. Погледати, на пример, Rohe и Stegman (1994) и Rohe и Stewart (1996), Rossi и Weber (1996), Green и White (1997) и DiPasquale и Glaeser (1999)

повраћај средстава и због тога су веома непрозрачни. На десној страни може бити институција чија је кредитна историја о исплатама прозрачна и веома цењена. Између ове две крајности могу бити појединци, предузећа, организације и владе са различитим степеном прозрачности.



Потенцијални зајмопримци могу бити подесни за различите зајмодавце и угрубо се могу груписати у три категорије. Крајње лево, веома непрозрачни зајмопримци се вероватно морају ослонити на финансијску подршку породице и пријатеља, који највероватније имају личне информације о појединачним и посебним средствима за осигурање повраћаја средстава, или који могу бити вољни да обезбеде "повлашћено финансирање" превођењем кредита у бесповратно давање. Крајње десно, веома прозрачни (и кредитно способни) зајмопримци могу приступити тржишту хартија од вредности/обвезница, на којем обвезнице купују инвеститори (који на тај начин дају кредит зајмопримцу), у великој мери се ослањајући на јавно доступне информације о зајмопримцу и његовој, односно њеној репутацији. У овом дијапазону, финансијске институције које прикупљају информације и процене специјалиста (као што су банке и други депоненти, финансијске компаније, осигуравајућа предузећа, предузећа за игре на срећу), могу бити погодан извор финансирања зајмодаваца између крајње прозрачних и крајње непрозрачних.

Законски оквир, институционални и историјски услови у којима су финансијске операције већ учврћене, вероватно ће утицати на специфичне саставе група зајмодаваца према категорији и начину кредитирања и њима предпостављеним категоријама зајмопримаца. На ту неодређеност указују "усталасане" линије на шеми, које раздвајају три категорије извора финансирања.

Коначно, стрелице које изнад разделних линија показују на лево, указују на правац у ком технолошке промене у финансирању померају границе. Граница на десној страни се помера улево, како технолошке променене допуштају тржишту хартија од вредности да "заузме" "територију" финансијских трансакција, које су обично искључиво област неформалних специјализованих финансијских посредника (као и банака); што представља процес "секурјитизације" у САД. Граница на левој страни се такође помера налево, како технолошке промене допуштају банкама и другим посредницима да обезбеде финансирање (на пример преко кредитних картица), за појединце који су се предходно могли ослонити једино на породицу и пријатеље.

У сваком кредиту суштински постоје три главна елемента:

- *Настајање кредита*: првобитно издавање и финансирање кредита
- *Крајње држање и финансирање*: коначно држање (и стога финансирање) кредита;
- *Опслуживање*: мере за олакшавање правовремених исплата главнице и интереса.

Осим тога, кредитори ће желети да усагласе механизме за непредвиђене издатке при неизмирењу обавеза, односно процедуре које ће се примењивати у случају да зајмопримац не врши своја плаћања на време. Пошто стамбено финансирање није изван овог правила, у даљем тексту ће бити описани институционални механизми који се у овој сфери појављују.

Сва три елемента финансирања могу бити реализована од стране истог лица; што је често описано као "вертикално обједињавање". У другом случају они се могу посебно извршавати кроз различита "вертикално не-обједињена" лица. Иако се први модел јавља као традиционалнији и више заједнички, касније, са појавом ХОХ, расте учесталост другог модела, као финансијске алтернативе.

Постоји најмање осам главних начина за обезбеђивање стамбеног финансирања.

i. Финансирање сопственим средствима власника

Купац-власник обезбеђује финансирање, преко предходно накупљене личне штедње; други елементи нису релевантни.

ii. Финансирање средствима продавца

Финансирање обезбеђује продавац. Суштински, продавац за продају куће прихвата плаћања по продуженом временском распореду, самим тим дајући купцу посредни кредит. Продавац првотвори кредит, финансира и опслужује га. Стамбена јединица, чије прибављање се финансира на овај начин, скоро увек ће служити као залога кредита, која ће у тој форми бити описана као хипотекарни кредит.

iii. Финансирање средствима треће стране: породице или пријатеља

Чланови породице или пријатељи дају позајмницу (хипотекарни кредит) власнику и на тај начин испуњавају функцију његовог првотворења, финансирања и опслуживања.

iv. Финансирање средствима треће стране: банке или другог улагача

Банка издаје (хипотекарни) кредит власнику и на тај начин испуњавају функцију његовог првотворења, финансирања и опслуживања. Са своје стране банка добија већи део својих финансијских средстава од улагача; с друге стране потраживања улагача за враћањем њихових средстава упућују се према банци, а не према зајмопримцу, којем банка одобрава хипотекарни кредит.

v. Финансирање средствима треће стране: осигуравајућег предузећа

Многа осигуравајућа предузећа се јављају као држаоци права на хипотекарне кредите, не јављајући се као првотворни кредитори. С тим у складу, првотворац треба да буде хипотекарни банкар (специјалиста за питања заснивања кредита), који продаје право на хипотекарни кредит осигуравајућем предузећу. Касније обезбеђује његово финансирање и опслуживање¹⁷. Са своје стране, осигуравајуће предузеће набавља средства од исплаћених премија својих осигураника и од додатних задуживања, на која се оно може обавезати.

vi. Финансирање средствима треће стране: финансијског предузећа

Уколико финансијско предузеће држи права на хипотекарни кредит, мало је вероватно да ће се оно бавити његовим првотворењем; и у том ретком случају

¹⁷ Осигуравајуће предузеће може опет уговорити опслуживање кредита с другим лицем, могуће и са првобитним кредитором

првотворац треба да буде хипотекарни банкар, који треба да прода ова права инвестиционим предузећима, која обезбеђују њихово финансирање и опслуживање. Средства инвестиционог предузећа ће у поврату долазити од његових зајмопримаца са тржишта капитала.

vii. Финансирање средствима треће стране: владе

Генерално, влада може обезбеђивати хипотеку (било кроз директно првотворење или кроз првотворење преко хипотекарних банкара), кроз крајње финансирање од стране пореских обвезника или од стране владиних зајмопримаца.

viii. Финансирање средствима треће стране: хартијама од вредности обезбеђених хипотекарним кредитом - (ХОХ)*

Првотворац је било који "паковалац" хипотеке (са другим хипотекама) у хартије од вредности, или продавац хипотеке другом лицу, које врши "паковање". "Преносне" хартије од вредности (тако назване због начина непосредног преноса плаћања купцу зајмопримчевог интереса и главнице¹⁸) се затим продају страни која жели да држи хартије од вредности и прима интерес и отплату главнице, те због тога представља финансијера. Ова страна може бити приватни инвеститор, акционарски фонд, пензиони фонд, банка, осигуравајуће предузеће, или неко друго лице које је заинтересовано за ХОХ као инвестицију. Опслуживање може бити спровођено од стране заснивача или може бити продато специјалисти који обезбеђује ту услугу. Пошто су ХОХ хартије од вредности, оне могу бити продате другим инвеститорима на "секундарном тржишту".

Хипотекарно кредитирање повлачи за собом извесне ризике и успех кредитне делатности зависи од правилног управљања њима:

- Пре свега, неопходно је избегавати ризике који се односе на законску и/или нормативну област; постојање одговарајућег законског окружења које помаже систему стамбеног финансирања је суштински предуслов. Постојеће законске одредбе морају осигурати приватно власништво над непокретностима и предвидети коришћење права власништва као осигурања за хипотекарни кредит;
- Овај систем мора бити подржан функционалним земљишним регистром, који бележи историју/промене непокретне имовине и системом одузимања који омогућава кредитору да изврши принудну продају у случају неотплаћивања кредита;
- Увођење одговарајућег система отуђења имовине, који треба да буде спровођен путем делотворних механизма правне примене;
- Извесни макроекономски ризици или тржишни ризици су генерално изван контроле хипотекарних кредитора. Висок инфлаторни ризик, на пример, често се видн као препрека за дугорочно стамбено финансирање. Варијабилна каматна стопа може понекад бити много атрактивније решење за зајмопримце од хипотекарних продуката са фиксном стопом и обрнуто;
- Други ризик који се посебно односи на стамбено финансирање је колебљивост цена имовине, односно неизвесност њене вредности као залог за дугорочне кредите. Ово може водити, као што се показало у неким транзиционим земљама, ка снижавању односа кредита према вредности и потреби за додатним обезбеђењем. Доследна правила оцењивања и разумна управа су лек против овог ризика;

* Mortgage-Backed Securities - MBS

¹⁸ Са изузетком било које накнаде за услуге и других накнада за трансакције у вези процеса секуритизације

- Други ризици који се директније односе на саме посреднике стамбеног кредита су ризик контроле и оперативни ризик;
- Управљање ризиком контроле укључује захтеве за одговарајућом проценом спремности и капацитета корисника да отплати кредит у његовом трајању. Неопходно је да кредитор користи конкретни критеријум, који ће узети у обзир карактеристике локалног тржишта. Осим тога, у многим земљама су установљене канцеларије за ризик контроле које задржавају податке о детаљним финансијама корисника и другим рачунима, да би сачувале траг о неплаћањима.
- Ово важна помоћно средство за сектор стамбених кредита је међутим још увек ограничено или нерасположиво у многим транзиционим земљама.
- Непријављени приход представља компликацију за управљање ризиком, што је често важан извор прихода, али га је тешко узети у обзир без поштовања формалности.
- Управљање кредитним ризиком такође захтева поштenu поделу акционог капитала. Ово мотивише зајмопримце да наставе да плаћају, као и кредиторе да покрију трошак у случају неисплаћивања кредитних обавеза.
- Још један елемент у управљању ризиком контроле је доступност и коришћење других видова залога (ако је неопходно). Програм осигурања хипотекарног кредита, уколико је установљен у одређеној земљи, као и одредбе о финансијском извештају за зајмопримца, могу помоћи смањењу ризика неисплаћивања кредитних обавеза.

Наравно, такође је потребно узети у обзир и оперативни ризик. Где се дешавају оперативне грешке и обмане, оперативни трошкови расту и посао престаје бити исплатив. Корисна средства за смањење ових трошкова су обуке особља ради повећања ефикасности и смањење могућности грешке, коришћење технологија (које подижу ниво обима операција и поједностављују прикупљање и анализе података), као и стандардизовање докумената и операција (што треба да води ка смањењу трошкова).

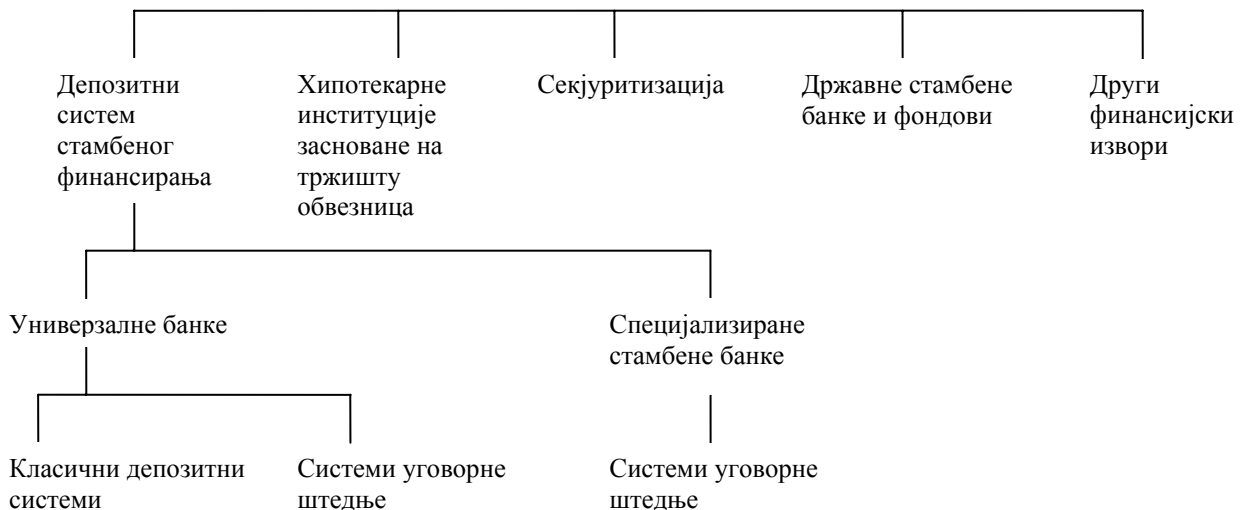
ПОГЛАВЉЕ 3.

ГЛАВНИ ФИНАНСИЈСКИ ИНСТРУМЕНТИ У ЕЦЕ РЕГИОНУ

У овом поглављу је описано пет главних система стамбеног финансирања (погледати график). Класификовани су у складу са организацијом привлачења средстава и основним изворима капитала. Многе институције могу, а свакако у томе и успевају, да такође обезбеде средства и на друге начине.

- А. Системи стамбеног финансирања на основу депозита
- Б. Хипотекарне институције које привлаче средства на тржишту обвезница ("хипотекарне банке")
- В. Секуритизација
- Г. Стамбени кредити које издају националне стамбене агенције, државне стамбене банке и стамбени фондови
- Д. Други финансијски извори

Дијаграм II. Финансирање стамбеног сектора



Главне европске стамбене финансијске институције су депозитне банке и хипотекарне кредитне институције. Постоје међутим значајне разлике између земаља, где је у неким земљама удео тржишта депозитних банака приметно већи, док у другим земљама хипотекарне банке држе лављи удео (погледати Анекс I)

А. Системи стамбеног финансирања на основу депозита

Ова група обухвата обичне депозитне банке, које привлаче основну масу неопходног капитала кроз депозит. Поред депозитних активности, ове банке могу повући потребна средства за кредитирање кроз издавање обвезница и кроз секуритизацију/осигурање својих кредитних потраживања.

Систем стамбеног финансирања по основу депозита чине универзалне банке и специјализоване стамбене банке.

У овој категорији, универзалне банке привлаче већи део својих финансијских средстава преко обичних депозитних рачуна, док у неким земљама оне такође прихватају и уговорну штедњу.

Депозитно финансирање је традиционално главни канал за стамбено финансирање у напредним тржишним економијама. Ова група кредитних институција похрањује велики обим депозита и наступа у својству посредника, покривајући неуравнотеженост између депозитних извора и стамбених кредита са становишта обима средстава, кредитних ризика и рокова издавања. Средства добијена путем малопродаје депозита могу добијати различите облике: депозити који се враћају са роком доспећа, депозити који се враћају по требовању или једнодневни депозити. Коришћење штедних депозита (бочних и повратних) за финансирање стамбених кредита је најраспрострањенији метод у региону. Штедне депозите користе различити хипотекарни кредитори. Ова категорија углавном обухвата историјски развијене регионалне и националне штедне, као и комерцијалне банке. Данас, изузимајући особености које су настале услед историјског развоја и у многим случајевима специфичних остатака регулаторног оквира за оба типа институција, нема суштинских разлика између штедних и комерцијалних банака¹⁹.

Уговорне штедне шеме су други облик депозитног финансирања, који се користи у бројним земљама ради обезбеђивања средства за куповину куће. У принципу, посредници прибављају депозите од лица која желе да добију кредит, при чему се, по правилу, камата за те улоге налази на нижем нивоу од тржишне, да би им после тога издали кредите по повољним условима од тржишних, у тренутку када прикупљена депозитна средства достигну одређени ниво. Систем је условно уговорни, уколико се заснива на предходној штедњи потенцијалног зајмопримца, коме је ова штедња дозначена за добијање кредита по предходно дефинисаним условима, што је генерално знатно повољније од тржишних услова. У основи система "Баушпаркаса" у Немачкој и Аустрији лежи идеја заједничког кредитирања за колективну штедњу. То је "затворен" колективни систем, што значи да се кредит финансира једино из средстава заједничке штедне и стога датум издавања кредита није унапред одређен.

Друга варијанта која се јавља је француски тип рочног кредита (*crédit différé*), који се заснива на идеји изједначавања улагања у штедњу и користи од кредита. Датум издавања кредита мора бити унапред одређен и кредитна институција стога мора располагати спољним изворима да испуни своје обавезе у случају било каквих потешкоћа у погледу закључивања нових уговора. Поред тога, у Француској се појавио систем у ком Влада субвенционисе у извесној форми штедне депозите, што обезбеђује постојанији прилив капитала за стамбене потребе. У последње време међутим, овај систем доживљава критике, зато што може изазвати неравнотежу када се каматна стопа на штедњу обрачунава на вишем нивоу од каматне стопе на стамбени кредит.

С' друге стране, специјализована уговорна штедња за становање (или одгођени кредит *crédit différé*) у пракси се заснива на депозитима домаћинства сагласно раније закљученим уговорима. У складу с' тим, величина кредита зависи од величине уштеде домаћинства.

За доносиоца одлука, избор између различитих депозитно-оријентисаних финансијских система треба да буде заснован на погодностима уговорног штедног система у односу на конвенционални депозитно-оријентисан систем, као и на основу

¹⁹ УНЕЦЕ, *Стамбено финансирање: кључни концепти и услови*, 1998

разматрања сврсисходности коришћења универзалних банака или специјализираних стамбених банака за систем уговорне штедње.

Другачији систем представљају британска и ирска грађевинска удружења. Ове специјализоване институције се појављују у својству традиционалних хипотекарних кредитора у тим земљама, прикупљајући средства кроз различите штедне шеме и издајући стамбене кредите по варијабилној стопи. Ова варијабилна стопа се примењује на обе стране билансних књига (на активу и пасиву) и стога нема недостатајућих средстава. Данас су грађевинска друштва ближе категорији штедних банака у неким земљама, зато што се рефинансирање њихових кредитних активности у значајној мери проширује на штедне депозите. Међутим, супротно систему уговорних штедних шема, ова штедња се не везује за специфичну кредитну активност.

Б. Хипотекарне институције засноване на тржишту обвезница ("хипотекарне банке")

Хипотекарне кредитне институције привлаче своја средства кроз продају обвезница, како институционалним инвеститорима (као што су пензиони фондови), тако и приватним инвеститорима. У идеалном случају, хипотекарне институције треба да обезбеде финансијска средства, неопходна за издавање кредита, путем продаје обвезница, на исти дан, за исти рок доспећа и по истој класификацији. На овај начин делују данске хипотекарне банке, како је описано у Поглављу IV.

Равнотежа између кредитних губитака, других текућих расхода и финансијских добитака, обезбеђује се тиме што је камата на издате кредите нешто виша од камате исплаћене за издате обвезнице.

На пољу стамбеног финансирања, генерално, постоје два начина привлачења средстава са тржишта капитала: било издавањем хипотекарних обвезница или издавањем хипотекарних хартија од вредности. Хипотекарне обвезнице издају кредитне институције у циљу привлачења средстава, као допуну или замену депозита становништва на депозитним рачунима. Саме хипотекарне обвезнице остају у билансима давалаца кредита и квалитет кредита зависи од кредитне способности кредитних институција. Насупрот издавању билансних хипотекарних обвезницама, издавање хипотекарних хартија од вредности се обавља на ванбилансној основи и засновано је на законском одвајању активе од кредитора. Хартије од вредности и њима подлежући кредити се стога извлаче из билансних књига издавача хартија од вредности. Издавање хипотекарних обвезница је други по важности вид привлачења средстава, после продаје депозита. Издавање хипотекарних обвезница дозвољава кредиторима да постигну смањење трошкова зајма на тржишту капитала и на тај начин представља трошковно ефикасан метод стамбеног финансирања. Данас, три европске земље имају удео у око 88% укупног хипотекарног тржишта обвезницама: немачки "Hypotheken-Pfandbrief" са 44%, следи Данска са 29% и Шведска са 15%. Посматрано према обиму, хипотекарне обвезнице обезбеђују око 20% средстава хипотекарних кредита у ЕУ²⁰.

Генерално, хипотекарне обвезнице издају специјализоване хипотекарне банке и њихово издавање је регулисано законом. Издавање хипотекарних обвезница је строго регулисана активност, која захтева посебне законе и одредбе о надзору. Хипотекарне

²⁰ ОЕБС, Европско хипотекарно тржиште: структура, финансирање и будући развој, допринос од J. Hardt/D. Manning

обвезнице су хартије од вредности које за колатерал/залогу имају одговарајући пакет хипотекарних кредита и представљају гаранцију за потраживања од стране издавача, захваљујући чему уживају висок степен сигурности. Постоје ограничења за однос вредности кредита према вредности обезбеђења (Кпо), а такође, у неким земљама, постоје и примењују се јасно дефинисане технике вредновања. Упркос њиховој важној улози на тржишту капитала и у рефинансирању система стамбеног финансирања у Европи, данас нема заједничке дефиниције хипотекарних обвезница. Ипак, хипотекарне обвезнице се дефинишу за инвестиционе потребе у Директиви о обављању заједничких улагања у преносиве хартије од вредности (UCITS) Европске комисије из 1989 године. У члану 22., тачки 4., Директива предвиђа да хипотекарне обвезнице могу користити погодности захваљујући проширењу инвестиционих могућности и повећању коефицијента платне способности, уколико оне испуне следеће захтеве:

- обвезнице се морају издавати на основу законских норми, осигуравајући заштиту њихових држалаца;
- оне морају бити субјекат посебног надзора државних органа;
- средства, добијена захваљујући издавању ових обвезница, морају се, у складу са законским одредбама, налазити у активама које обезбеђују довољну покривеност обавеза проистеклих из обвезница, током њиховог целог периода дејства;
- у случају банкротства издавача, средствима добијеним од издатих обвезница, најпре се покривају основна задужења и исплата каматних потраживања.

У складу са чланом 20. наведене Директиве, хипотекарне обвезнице које испуњавају ове опште услове, морају бити објављене од стране држава чланица Европске комисије. Ово објављивање су до сада извршиле Немачка, Данска, Аустрија, Шпанија и Луксембург. У набројаним земљама, као и у Финској, хипотека је регулисана посебним законом. Ови закони су у складу са предходно наведеним одредбама, али се у неким аспектима могу суштински разликовати по земљама. У немачком законодавству је, на пример, веома строго регулисан принципи обезбеђења. У складу са принципом обезбеђења и принципом подударности, укупан обим обвезница које се налазе у прорачуну, мора бити обезбеђен по номиналној вредности у било ком моменту хипотекарним кредитима са подударном сумом и најмање са истоветном каматном стопом. Осим тога, назначени заступник мора осигурати одржавање законски прописаног покрића током целог времена.

Законске норме у разматраним земљама, обично захтевају да се потраживања хипотекарних кредитора раздвоје од друге активе у случају банкрота, што значи да кредитори обвезница имају право пречег потраживања из расположиве активе, која служи као обезбеђење. Кредитори обвезница имају обично већа права у земљама са великим обимом хипотекарних обвезница²¹. И коначно, постоји институционални оквир који гарантује сигурност обвезница. У многим земљама стога законодавство дефинише посебну категорију банака, под називом "хипотекарне банке", које су овлашћене за издавање хипотекарних обвезница. Ове институције могу бити субјекти додатног лицензирања, регулисања и надзора. Упркос тенденцијама разматраним у неким земљама у правцу раста удела универзалних банака, постојала су и још увек постоје размишљања која упућују на установљење система хипотекарних обвезница унутар специјализованих институција.

²¹ UNECE. Стамбено финансирање: Кључни концепти и услови, 1998.

В. Секјуритизација*

У Европи скоро да не постоје финансијске институције које искључиво послују у области секјуритизације. Уствари, овај тип финансирања користе банке или државни стамбени фондови за привлачење допунских средстава.

Главни разлог за коришћење секјуритизације у Европи што она дозвољава ван-билансне операције, тако да нарасло кредитирање не захтева додатно повлачење средстава сопственог капитала у циљу испуњавања захтева за довољности капитала, што може водити ка потреби за додатним властитим акцијским капиталом.

Уколико су у европских земаља извори привлачења средстава секјуритизацијом већи или слични онима кроз хипотекарне обвезнице, секјуритизација може бити слободно разматрана као алтернатива хипотекарним обвезницама.

У Европи, међутим, не постоји национална владина агенција или агенција Европске комисије која помаже хипотекарним кредиторима да финансирају своје кредите, као у случају хипотекарног тржишта у САД. У ствари, кредити се финансирају на основу финансијске солидности институције која одобрава средства и/или квалитета издатих хартија од вредности. Поред тога постоје неке приватне институције са централизованим издавањем хартија од вредности у Швајцарској, Француској, Аустрији и Шведској, али оне понекад имају потешкоћа у остваривању довољне ликвидности. Очигледно је да треба онемогућити активности агенција које финансирају владе по моделу САД, у складу са чланом 87. Уговора ЕК, пошто се он дотиче трговања између чланица ЕУ, што није у складу са принципима заједничког тржишта. Одговарајућа ЕУ Директива (98/32/ЕК) за сада дозвољава такође педесет постотни коефицијент MBS, што представља мање повољан показатељ у односу на онај који се дозвољава за хартије од вредности издате од стране агенција САД. То је разлог што секјуритизација у Европи остаје капитално интензивна и трошкова (0,75 – 1% изнад еурибора). Као инструменти финансирања се јављају хипотекарне обвезнице. Осим тога, законска и фискална комплексност и недостатак стандарда у Европи стварају потешкоће за секјуритизацију. Једно од централних питања у вези с тим је недостатак хармонизованог законодавства које регулише пренос актива.

Узимајући у обзир улогу MBS-а у развијању финансирања стамбених хипотека у САД, неки посматрачи су очекивали да би се ова техника требала проширити на многе земље ЕУ. Чињеница, у различитим земљама предузете су бројне мере да се олакша секјуритизација хипотекарних кредита. Могуће их је посматрати као део процеса дерегулације финансијских тржишта, започетих почетком 80-их и настављених различитом брзином у свим земљама ЕУ. Секјуритизација је уведена у Британији (1987), Финској (1989), Шпанији (1992) и Ирској (1995). У Француској, систем секјуритизације хипотекарних кредита је реформисана 1999. У Шпанији и Француској и у одређеном степену такође и у другим земљама, хипотекарни кредити и MBS су разматрани као алтернатива и/или допунски финансијски инструмент.

У Уједињеном Краљевству постоји највеће тржиште MBS у целој ЕУ, са 4,5% удела у укупном домаћем хипотекарном кредитирању у 1999. години (емисија MBS је вредела 8,2 милијарде евра). У Шпанији и Француској секјуритизација такође игра важну улогу, док у Ирској њен значај почиње да нараста у оној мери, у којој многи кредитори прибављају стручна мишљења за издавање MBS-а и за ослобађања

* Издавање хартија од вредности на основу пренесене финансијске имовине или права на новчани ток од будућих потраживања

капитала за ново кредитирање. Нека искуства са MBS-ом такође постоје у Белгији, Холандији и Немачкој. У Европи MBS генерално издају комерцијалне/универзалне банке. Њихова укупна недоспела вредност је процењена на 16 милијарди евра (1998).

Док је број трансакција и обим привучених средстава до сада релативно мали, бројне европске земље су на одређени начин укључене у секјуритизацију. Данас је међутим тешко предвидети да ли ће овај извор финансирања расти у наредним годинама, као ни размера његовог ширења. Недостатак секјуритизације представља чињеница да трансакције морају бити велике у циљу апсорбције високих трошкова (укључујући одређивање рејтинга дуга), што може бити препрека за мање кредиторе у провођењу операција на тржишту хартија од вредности. Ипак, у систему секјуритизације кредитор може ефикасно користити капитал, пошто је ризик укључен у активности хипотекарног кредитирања продат трећој страни. Кредитор не мора имати довољно средстава током целог трајања кредита и зато има већу ликвидност и добре услове за успешно кредитирање.

Г. Стамбени кредити које издају националне стамбене агенције, држане стамбене банке и стамбени фондови

Пример директног кредитирања од стране владе представљен је у Анексу II, кроз пример Норвешке државне стамбене банке. Основна идеја је да се средства, нарасла од камата и отплата предходних дуговања, враћају у фонд и да се користе за издавање нових кредита. Осим тога, фонд може привлачити средства на отвореном тржишту, било кроз продавање обвезница или кроз секјуритизацију (што је приказано кроз пример Државног стамбеног фонда Финске, у Анексу III). Стамбени фондови могу додатно примати финансијска средства из државног буџета.

Државне гаранције и државне субвенције камата на кредите које издају банке и хипотекарне институције представљају алтернативу директном државном кредитирању.

Када се разматрају предности и недостаци ових система, треба имати на уму да је кредитни ризик у основи исти у случају државних кредита и државних гаранција. Уколико држава (или фонд) може привлачити протреба средства под повољнијим условима на отвореном тржишту, у односу на приватне финансијске институције, за онога који даје субвенцију може бити јефтиније усмерити финансирање кроз владине институције. Други фактор повољности владиног финансирања је да на отвореном тржишту може бити тешко пронаћи финансијска средства за посебне намене.

Кредити државних стамбених фондова се обично усмеравају за социјалне ренталне стамбене пројекте, за које је тешко добити средства на отвореном тржишту новца и капитала.

Д. Други финансијски извори

Конкуренција на хипотекарном тржишту је порасла последњих година у неколико земаља, након укидања баријера за улазак на ово тржиште. На тржишту Уједињеног Краљевства се на пример појавил категорија пружалаца нових финансијских услуга, многих са различитим приступима и усмерених на различите корисничке сегменте. Конкуренција кроз производне новитете је интензивирана у Уједињеном Краљевству, Холандији и Данској.

Порастом значаја интернет дистрибуције, растућом расположивошћу могућих спољних извора, ширењем опција привлачења средстава падају препреке за улазак на

хипотекарно тржиште. Могуће је предвидети да ће развој технологија наставити тренд смањења препрека за улазак на ово тржиште и надаље, у крајњем случају бар у неколико земаља.

Осим тога, трговачка марка традиционалних финансијских услуга није више најпречи услов у понуди финансијских услуга. Посебно је то појава у Уједињеном Краљевству, где многи супермаркети и друге трговине у малопродаји, користећи своје постојеће везе са клијентима, нуде финансијске услуге, укључујући и хипотекарне кредите.

Након таласа преображаја грађевинских удружења (грађевинских задруга) у Уједињеном Краљевству 1990-их, оријентисаних ка заједничком кредитирању, чини се да преостала удружења преиспитују своје стратегије, које у првом реду наглашавају користи свога чланства и смањивања својих профитних маржи. Варијанте стратегија за преостале задруге се крећу између оних који желе да задрже акценат на основној штедњи и хипотекарним кредитима, до других који истражују спољна решења да би придобили кокурентну предност.

Осигуравајућа предузећа су главна категорија хипотекарних кредитора у неким земљама. Она су заузела тај положај кроз осигурање недоспелих дуговања и кроз осигурање живота које је повезано са издавањем хипотекарних кредита. У случају осигурања недоспелих дуговања, хипотекарни дужник, поред плаћања главнице и камате уплаћује премију осигуравајућем предузећу, које такође може наступати у својству кредитора. Осигуравајуће предузеће преузима плаћања једино у случају смрти осигураног купца, у износу дела недоспелог дуга на тај датум. У случају осигурања живота, хипотекарни дужник, поред плаћања камате кредитору, уплаћује премију предузећу за животно осигурање, која ствара обавезу исплате у износу отплаћене главнице. Осигуравајућа предузећа затим увек преузимају плаћање, било након смрти осигураног купца, или по гашењу уговора о осигурању, што се обично поклапа са истеком кредита. Улога осигуравајућих предузећа на тржишту хипотека значајно варира у зависности од услова у одређеној земљи, док у неким земљама таква пракса уопште не постоји.

ПОГЛАВЉЕ 4.

ТРИ ИНСТРУМЕНТА ФИНАНСИРАЊА СТАНОВАЊА У ПРИВАТНОЈ СВОЈИНИ

Ово поглавље описује три специфична финансијска инструмента која се данас користе у различитим деловима ЕСЕ региона, односно систем "Баушпаркасе" ("Bausparkassen"), који представља уговорну штедну шему, технику хипотекарних обвезница из Данске и варијанту хартија од вредности обезбеђених хипотекарним кредитом која се примењује у САД (Mortgage-backed securities – MBS). Најчешће се ови системи разматрају као могући за примену у земљама у транзицији. Стога су земљама у транзицији потребна упутства и практични механизми спровођења сопствених анализа за одабир инструмента и модела који су за њих најподеснији и одговарају њиховим посебним условима.

А. Уговорне штедне шеме за становање: "Баушпаркасе" ("Bausparkassen")

1. Развој "Баушпар" система у Немачкој након Другог светског рата

"Баушпар" систем представља форму наменске штедне кредитирање. Он дозвољава обједињавање средстава прикупљених кроз уговорну штедњу по каматним стопама испод тржишних, са перспективом давања стамбеног кредита по каматној стопи фиксираној на најнижу тржишну стопу у тренутку закључивања "Баушпар" уговора. Стамбене штедне банке - "Баушпаркасе" ("Bausparkassen"), кредитна удружења која одобравају кредите за индивидуалну стамбену изградњу у Немачкој, које су иначе потекле из Уједињеног Краљевства пре око 300 година, финансирале су се кроз заједничку организацију самопомоћи, ради побољшања лоших стамбених услова након Првог светског рата (нарочито за ниско и средње доходне групације становништва). Ове "штедне заједнице" су својим члановима дозвољавале да штеде по прописаним условима и да добијају кредите према предходно регулисаном распореду.

Убрзо након почетака рада, "Баушпаркасе" се специјализују за кредите осигуране другостепеном хипотеком и, заједно комерцијалним банкама или хипотекарним банкама, оснивају "одељења за рад", нудећи стамбене кредите осигуране првостепеном хипотеком. Након Другог светског рата, влада Немачке промовише ширење система стамбене штедне, ради подстицања станоградње у периоду дефицита од преко 6 милиона станова, насалог као последица ратних разарања. Предложена стратегија владе, у њеној подршци "Баушпар" систему, имала је за циљ да промовише акумулацију властитих средстава грађана намењених становању, ради обезбеђења сигурног и повољног финансирања изградње кућа. Данас, у Немачкој постоји 27 "Баушпаркаса", које управљају са више од 32 милиона уговора вредних око 670 милијарди евра.

2. Законски услови за примену "Баушпар"технике

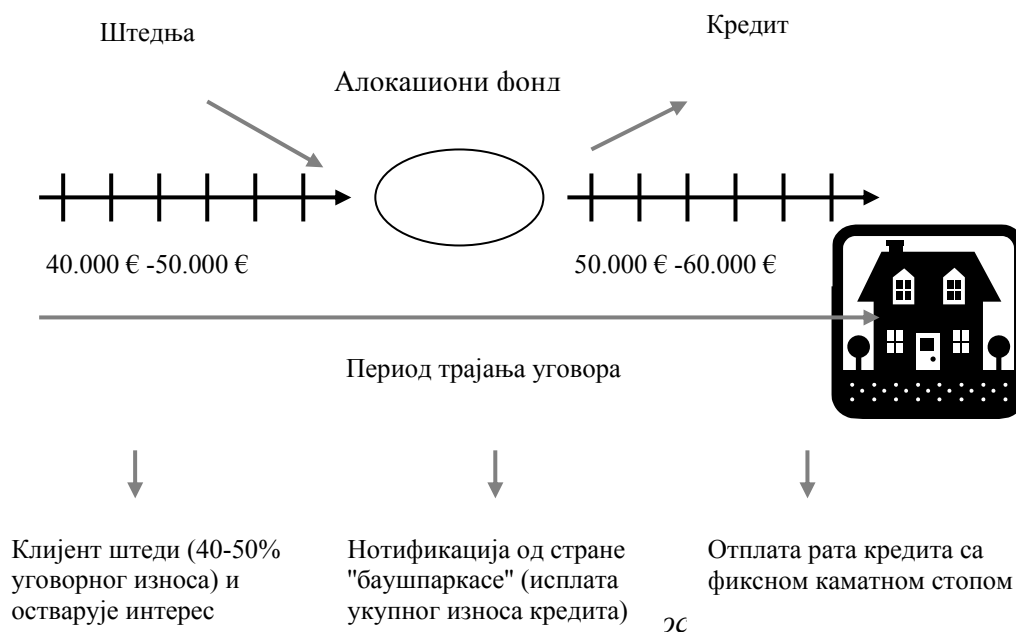
(a) Законски оквир за делатност и основни нормативни принципи

Делатност "баушпаркасе" као банке, предмет је уређења редовног немачког банкарског законодавства, које мора поштовати у потпуности. Пошто су оне специјализоване за стамбено финансирање за физичка лица, њихова делатност је такође предмет Закона о банкама уговорне штедње ("Bausparkessengesetz"). Главни задатак овог закона је регулисање пословних делатности стамбене штедне банке и осигурање гаранција за штедне депозите клијената "баушпаркаса".

Главни нормативни принцип "баушпар" система представља "баушпар" уговор, који регулише односе између банке и клијента. Он се састоји од 4 елемента:

- 1) Закључивање самог уговора, при којем се утврђују појединачни елементи, као што су: укупан уговорени износ (нпр. €100,000.00), штедна рата, рата отплате и каматне стопе за штедњу и за кредит. Услови стамбеног штедног уговора су фиксирани у тарифама, што значи да свака тарифа нуди специфичну комбинацију каматне стопе на штедњу и на депозите и суму штедње и рату кредита коју корисник отплаћује.
- 2) Штедни период, током којег корисник штеди највише 40-50% од укупно уговореног штедног износа (нпр. €40,000 - €50,000).
- 3) Алокациони период – пошто "баушпар" систем делује као затворен систем, банке, у форми кредита, могу дозначити својим корисницима само она средства која која су предходно накупљена. Због тога, корисници морају чекати извесни временски период, чија дужина зависи од расположивих средстава. Редослед кредитних исплата кориснику се регулише специфичним правилима. Уштеде се уплаћују у алокациони фонд, који служи за исплате кредита. Алокациони фонд се такође пуни од исплата закључених "баушпар" кредита.
- 4) Кредитни период, када корисник почиње да отплаћује додељени кредит по уговореној каматној стопи.

График III: основни принципи "баушпар" уговора



По правилу, Закон о банкама за уговорну штедњу (ЗоБУШ) дефинише улогу "баушпаркаса" на стамбеном финансијском тржишту кроз: прихватање "баушпар" депозита и гарантовање "баушпар" кредита. Једино је "бушпаркаса" овлашћена за овакву врсту посла, а сам кредит је једино могуће користити за стамбене потребе, за куповину куће или стана, прибављање земљишта за изградњу, реновирање, модернизацију и откупљивање хипотекарних кредита гарантованих од других финансијских институција.

По ЗоБУШ свака "баушпаркаса" је обавезна да уговара функционисање на основама Општих пословних принципа (ОПП) и Стандардних услова уговарања "баушпара" (СУУБ). ОПП опредељују периода чекања на кредит, структуру алокационог фонда, финансијске активности "баушпаркасе", обрачунавање вредности имовине и процедуре за повраћај депозита. Као интегрални део "баушпар" уговора СУУБ дефинише законске односе између клијента и "баушпаркасе". СУУБ обухвата правила као што су: каматна стопа за "баушпар" депозит и кредит, рангирање клијената "баушпар" кредита и захтевано осигурање за кредит и гаранције, као и посебне услове у односу на пораст обима кредита, преносивост и гашење "баушпар" уговора.

(в) Захтеви везани за надзор и специфичности

Надзор над "баушпаркасом" врши Савезна агенција за финансијски надзор Немачке (САФНН) и Централна банка. САФНН издаје лиценце за пословање "баушпаркаса". Она такође потврђује "баушпар" уговорне тарифе. Централна банка надгледа ликвидност сваке "баушпаркасе". У основи, Централна банка спроводи активности надзора у складу са постојећим законодавством, које регулише праћење и надзор банкарских делатности у Немачкој.

У том контексту, надзорно тело прати правилност коришћења алокационог фонда. Од "баушпаркаса" се очекује да одржавају кратак и континуирани период чекања (време за које корисник кредита мора чекати да му кредит буде додељен), како би избегле велика колебања у својим кредитним операцијама.

Осим тога, "баушпаркаса" је обавезна да избегава ризике везане за промене курса. У случају када "баушпаркаса" понуди уговоре у иностраној валути, она мора одвојено формирати алокациони фонд за ове уговоре и осигурати њихово правилно коришћење.

3. Значај уговорне штедње у становању и улога "баушпаркаса" у Немачкој

(а) Улога у кредитном сектору

Табела 1 приказује да је у 2002. години укупан обим кредитних исплата свих финансијских институција износио око 94 милијарде евра. Од тога "баушпаркасе" су исплатиле око 34,6 милијарди евра. "Баушпаркасе" су свакако једне од најзначајнијих стамбених финансијских институција у Немачкој. Иако укупне исплате кредита бележе пад, удео "баушпар" кредита није толико опао. За финансирање ових кредита, "баушпаркаса" је прикупила око 37,4 милијарде евра, што значи да прилив средстава превазилази њихов одлив.

Табела 1. Улога "баушпаркаса" у кредитном сектору (2000-2002), у мил. €

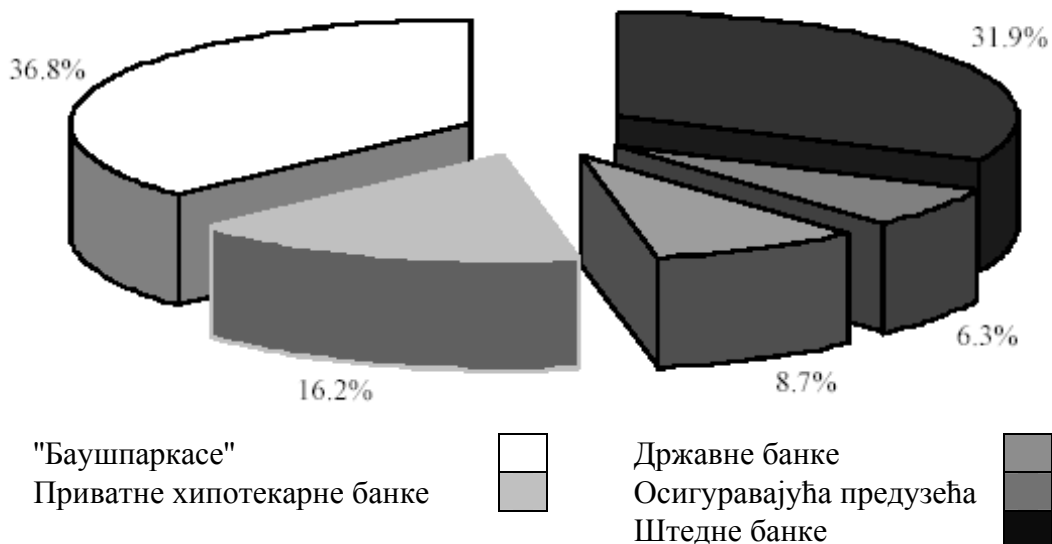
| | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|-----------|-----------|-----------|
| Кредити које су исплатиле финансијске институције (укључујући предузећа за животно осигурање) | 104.226 | 100.130 | 94.068 |
| Кредити које су исплатиле "Баушпаркасе" | 38.048 | 36.784 | 34.623 |
| Продаја нових уговора | | | |
| • Број нових "баушпар" уговори | 3.615.853 | 3.719.312 | 3.842.760 |
| • Укупна вредност уговора | 73.558,7 | 75.620,4 | 80.422,3 |
| Прилив средстава у "Баушпаркасе" | 36.654,6 | 36.557,1 | 37.379,9 |
| Укупни биланс свих "Баушпаркаса" | 153.881,5 | 158.764,5 | 163.493,3 |

Извор: Удружење приватних и јавних "Баушпаркаса" и Централне банке Немачке

(б) Значај за сектор стамбеног финансирања

Тржишни удео "баушпаркаса" у 2002. је чинио 36,8%, за чиме су према истом показатељу следиле штедне банке са 31,9%, што у укупном обиму кредита износи око 30 милијарди евра. На трећем месту су биле приватне хипотекарне банке са уделом од 16,2%, односно обимом кредита од око 15,2 милијарде евра. Државне банке и су исте године исплатиле око 8,2 милијарде, а предузећа за животно осигурање око 6 милијарди евра кредита.

График IV: Тржишни удео финансијских предузећа у хипотекарном кредитирању у Немачкој (2002. година)



Комбинација "баушпар" и хипотекарног кредитирања се показала као стандардна структура за стамбено финансирање у Немачкој. Обично, "баушпар" средства по грубој чине 30% куповне цене куће, док кредити који дају хипотекарне банке покривају више од 50%. Готовинско учешће износи преко 20% куповне цене. На тај начин "баушпар" систем има допунску функцију.

Под оваквим условима људи користе "баушпар" средства за финансирање новоградње и куповину куће. "Баушпаркаса" има кључну улогу у првој куповини стамбеног простора, посебно за млађе породице, које немају довољно средстава. "Баушпар" средства такође представљају популаран инструмент за финансирање обнове и модернизације стамбеног простора, што обично захтева мања финансијска средства (око 10.000-20.000 евра). Хипотекарне банке одобравају кредите који стартују од 50.000 евра, јер за њих мања кредитна средства нису профитабилна. Друго решење би требао да буде потрошачки кредит. Међутим, каматна стопа на такав кредит је увек знатно виша од стопе хипотекарног кредита. "Баушпар" кредити се нуде са каматном стопом која варира између 4% и 5%, док у исто време, потрошачки кредити прелазе каматне стопе "Баушпара" за 600 до 800 базних поена (БП).

4. Аспекти пословања који се односе на активу

У оквиру "баушпар" система процеси штедње се повезују са процесима давања кредита. Оба процеса су тесно преплетена. Ова посебна обавеза "баушпаркаса" мора бити разматрана при оцени "баушпар" система. Део који следи разматра страну издавања кредита, а затим други део разматра штедне активности.

(а) Стандардни производ(и) за стамбено финансирање

Када корисник испуни своје уговорне обавезе из "баушпар" уговора, банка је дужна да му додели кредит (који је једнак разлици између износа из "баушпар" уговора и штедних уплата). Услови "баушпар" кредита ће бити фиксирани у тренутку закључивања "баушпар" уговора; клијент и "баушпаркаса" ће се договорити о некој одређеној тарифи којом су дефинисани услови, како штедног, тако и кредитног периода.

Табела 2. Тарифни услови стандардног "Баушпар" уговора

| | |
|------------------------------------|-------------------------------|
| Авансна уплата (учешће) | 1% уговорне суме |
| Месечне уплате у штедном периоду | Од 0,4% до 0,5% уговорне суме |
| Минимални штедни период | 18 месеци |
| Минимални штедни износ | 40% уговорне суме |
| Месечне уплате до извршења кредита | 0,6% уговорне суме |
| Средњи период извршења кредита | До 11 година |

Извор: Удружење приватних "баушпаркаса", Државне "баушпаркасе"

Горња табела приказује стандардне услове "баушпар" уговора. Клијент одређује суму кредита кроз уговорну суму. Право на одобрење кредита условљено је завршетком периода штедње (минимална сума штедње и минимални штедни период).

"Баушпар" кредити се нуде до КпО* (однос кредита према вредности обезбеђења) од 80%, док универзалне и хипотекарне банаке дају хипотекарни кредит до КпО од 60%. Ова разлика КпО одражава разлику у пословима између банака и "баушпаркасе".

* LTV – Loan to Value

"Баушпар" кредит ће бити исплаћен кроз редовне отплате, које садрже отплату главнице као и отплату камате. Клијент у било које време има право да исплати цео кредит, што је ослобођено пореза.

Да би премостила алокациони период (време до исплате кредита клијенту) "баушпаркаса" нуди клијенту међуфинансирање у складу са тржишним условима. Износ и трајање овог премошћавања зависи од баушпар кредита и времена његове алокације. Кредит за премошћавање се плаћа кроз "баушпар" кредит.

(б) Услови који се тичу уговорних односа са купцем

У систему "баушпаркасе" уравнотежење понуде и потражње средстава се постиже кроз период чекања (систем време-према-износу). "Баушпаркаса" прикупља обавештења за показатељ процене, која има за циљ да мери штедна извршења сваког штедише. Овим показатељем се обрачунава износ средстава и период од тренутка када лице, које је закључило "баушпар" уговор, своју штедњу даје на располагање "баушпар" заједници, у односу на укупна депонована средства "баушпаркасе". Виши процењени коефицијент по овом обрачуну пружа кориснику могућност да буде изабран за раније добијање кредитних средстава из "баушпаркасе".

Штедиша може смањити алокациони период повећањем своје штедне уплате. Међутим крајњи рок за алокацију средстава је условљен укупним износом расположивих средстава "баушпаркасе" у форми штедње, увећаних за кредитне исплате и плаћање камате. Стога Закон о уговорним штедним банкама спречава "баушпаркасе" да ступе у било какве обавезе за издате индивидуалне "баушпар" уговоре са раније установљеним датумом, пошто "баушпаркаса" није у стању да процени будући промет средстава у моменту закључивања уговора.

"Баушпар" кредити су обично осигурани кроз другостепену хипотеку. Кориснику се такође дозвољава да поднесе обезбеђење у форми штедње, осигурања које је лако расположиво за продају, банкарске гаранције или нечег сличног. За кредите до 15.000 евра "баушпаркасе" не захтевају хипотеку. Уместо тога оне прихватају негативну одредбу о јемству, односно, изјаву поднету од зајмопримца да он неће, безпредходних консултација са "баушпаркасом", јемчити незаложеном имовином код различитих зајмодаваца. У складу са Законом о УШБ, удео "баушпар" кредита без осигурања је ограничен.

(в) Допунски производи и канали за дистрибуцију

"Баушпар" производи се продају преко продајне мреже "баушпаркасе" (агената, одељења), преко мреже огранака партнера (банке или осигуравајуће компаније), или кроз њихово комбиновање, зато што је "баушпаркаса" често део финансијске групације. "Баушпар" производи припадају широкој лепези стамбених финансијских производа. Они се често продају као предуслов за добијање регуларног хипотекарног кредита.

Пошто су "баушпар" производи масовни, дубоко продирање у тржиште је од кључне важности за спроводивост система. Зато је мрежа агената најважнији канал продаје за "баушпаркасу". Агенти "баушпаркаса" чини особље које може бити запослено са пуним радним временом, са делимичним радним временом, као и слободњак. Све ове категорије су регуларно обучене, у циљу одржавања нивоа квалификованог персонала. Интернет канал продаје који се значајно проширио у последњих пет година, са перспективом развоја у будућности.

5. Аспекти пословања који се односе на обавезе

(а) Основни принципи рефинансирања

Рефинансирање "баушпар" кредита се обавља искључиво из штедње и исплата већ одобрених кредита. У складу са Законом о УШБ "баушпаркасе" су такође овлашћене да издају обвезнице. Ове обвезнице немају одређен рока доспећа. Обично се ова средства, генерисана кроз издавање обвезница, користе за рефинансирање кредитног премошћавања.

Осим тога, "баушпаркаса" је овашћена да прода или заложи потраживања која су проистекла из "Баушпар" кредита на секундарном тржишту. Сада "баушпаркасе" обављају синтетичке операције са хартијама од вредности обезбеђених хипотеком.

Како би време чекања било кратачко и стабилно и да би се избегла велика колебања у кредитним активностима, "баушпаркасе" не смеју превести сва текућа средства у кредите. Ова слободна средства могу бити инвестирана једино у складу са стриктним правилима. На пример, "баушпаркасе" не смеју куповати уделе или деривате (орочења, понуде, осигурана средства), нити вршити операције у инструментима стране валуте (трампа). Средства се могу улагати, између осталог, у форми банкарског депозита, банкарских обвезница или обвезница трезора (државних обвезница), као и трезорских рачуна немачке Владе или упоредивих инструмената Европске Уније и држава чланица.

Такође, "баушпаркасама" је дозвољено да користе ова слободна средства за премошћавање кредита. Међутим, део за премошћавање кредита не сме прелазити 70% средстава који се додељују клијентима "Баушпара", иако им она још нису исплаћена. Максимално време за ове кредите је 48 месеци. Удео кредита, са роком доспећа преко 36 месеци, не може прелазити 25% средстава, дозначених клијентима "Баушпара" за добијање кредита, иако им она још нису исплаћена.

Резервни фонд је следеће средство за стабилизацију "баушпар" система. "Баушпаркасе" захтевају да се у ову резерву уплати одређени проценат недозначених (нераспоредених) средстава. Ова резервна средства се користе у периодима смањења обима нових "баушпар" послова, како би се одржала уједначеност трајања периода чекања и његов што краћи рок. На тај начин је могуће избећи значајније продужавање периода чекања.

(б) Ризици издавања кредита које преузима институција

У управљању ризицима "баушпаркасе" се фокусирају на следеће ризике у кредитном портфолију:

- Кредитни ризик: Пошто штедиша демонстрира своју способност, да скупља и оставља на страну део својих прихода за штедњу током дужег периода (најмање 4-5 година), такво понашање се сматра пожељним и указује на поузданог купца. Као резултат ове претпоставке, давање "бушпар" кредита клијенту се сматра мањим ризиком од позајмљивања средстава обичном зајмопримцу. Ово потврђује и ниска стопа неизвршавања "баушпар" обавеза, која се креће око 0,02% од целокупног кредитног портфолија.
- Ризик ликвидности, који може бити изазван недостатком средстава да се задовоље будући кредитни захтеви. Могућност недостатка средстава се појављује онда када готовинска средства, која долазе од нових депозита и исплата раније одобрених кредита, нису довољна за финансирање кредитних обавеза (односно, за исплату кредитних средстава за штедише које су

испуниле своје штедне обавезе). Величина ризика ликвидности зависи од три фактора. Он у првом реду зависи од трајања кредита и штедних депозита: дужи периоди штедни и кредитног периода значе нижи ризик ликвидности. Затим, ризик зависи од умножавања кредита према штедни: веће умножавање кредита значи већи ризик ликвидности. На крају он зависи од природе кредитног извршења: ризик ликвидности је нижи уколико банка опредељује финансирање кредитних обавеза.

- Ризик каматне стопе је у затвореном "Баушпар" систему ограничен формулисањем уговора. Стопа штедне и кредита је фиксна током читавог трајања уговора и не варира са променама тржишних услова.

6. Улога државе у "Баушпар" систему

(а) Помоћ купцу

Клијент "баушпаркасе" има право на државну помоћ у форми бонуса на своју штедњу. Међутим, плаћање ових бонуса је повезано са доходним праговима (опорезиви годишња приход до 25.600 евра за самце и до 51.200 евра за брачне парове), као и са најмањим штедним периодом од седам година. Уколико штедиша користи своја "баушпар" средства за стамбене потребе након овог периода, он није обавезан да враћа бонус. Уколико штедиша испуни ове критеријуме он ће примити бонус од 8,8% на своју годишњу штедњу, а највише до 45,06 евра (за самца), односно 90,11 евра (за брачне парове). Влада не даје пореску олакшицу за "баушпар" уговоре.

Плаћање премија није регулисано Законом о "баушпаркаси", већ се регулише Законом о штедним премијама за становање (*Wohnungsbauprämien-gesetz*). Овај закон је формулисан тако да подстиче и друге видове стамбене штедне, кроз давање премија. До скоро, "баушпаркаса" је била једина финансијска институција која је користила ову врсту подстицаја.

(б) Помоћ институцијама

Не постоји институционална помоћ за "баушпаркасе" у Немачкој.

7. Тенденције будућег развоја технике

Интензивирање конкуренције, већа транспарентност тржишта и виши захтеви које постављају клијенти, последњих година су довели до смањења маржи и награда, као и пораста притиска за рационализацијом, што повратно изазива значајне промене на стамбеном финансијском тржишту. Некад јасно дефинисане разлике између банкарских и осигуравајућих производа сада постају нејасне. Док је главна пажња некад била окренута ка развоју нових канала за дистрибуцију, у скоријем периоду се конкуренција увећава у сфери производа, углавном резултирајући порастом значаја приватних пензионих шема.

"Баушпаркаса" се суочава са јаком конкуренцијом због ниских и стабилних каматних стопана на тржишту капитала, које уводе друге финансијске институције (посебно осигуравајуће компаније) како би ушле на стамбено финансијско тржиште. Оне располажу могућношћу понуде кредита са каматном стопом која је често незнатно нижа од оне за "баушпар" кредит.

"Баушпаркаса" је одреаговала на ове промене, увођењем тарифа са нижом каматном стопом на кредит и дужим роком доспећа, како би одржала своју предност на пољу каматних стопа на тржишту капитала. Такође, она је побољшала флексибилност "баушпар" уговора кроз проширење опција "баушпар" штедне, како

би створила уговорне услове за специфичне потребе. Данас се, поред тарифе које максимизирају камату на штедњу, нуде и тарифе са врло ниском каматном стопом на "баушпар" кредите. Клијенти такође могу мењати и услове у уговорима након закључења иницијалног уговора, уколико дође до промене предпоставки везаних за клијента.

Током периода од 2003.-2005. године "баушпаркаса" је извучила добит из оштрог пада цена акција. Осим тога, пораст потешкоћа државних пензионих шема подстиче људе да траже безбедне инвестиције, како би осигурали прогнозирану залиху средстава за пензију, при чему се становање сматра важним елементом ове сигурности. Као резултат тога, прилив штедње у "баушпаркасе" је у 2003. порастао за 9,9%, што укупно износи 27,8 милијарди евра.

Поред Немачке, "Баушпар" систем је интегрални део националног система стамбеног финансирања у: Аустрији, Чешкој Републици, Словачкој, Мађарској и Хрватској, а очекује се да стартује и у Румунији у 2004. години. Изван Европе, Индија и Кина су (од 2004. године) такође прихватиле "баушпар" систем.

У Аустрији, обим средстава "баушпар" уговора је порастао са 5,5 милиона у 2002. на 5,14 милиона у 2003. "Баушпаркаса" је дала кредите у укупном обиму од 2,07 милијарди евра, што представља око једне четвртине укупне вредности стамбених кредита у земљи. Као и у Немачкој, клијенти имају право на штедни бонус, који зависи од развоја стопе добити на секундарном тржишту капитала. У 2002. премија је износила 4,5%. Максимални износ штедње, којим се остварује право на помоћ државе, износи 1.000 евра годишње по особи. Стога је максимална премија износила 45 евра по особи. Влада Аустрије је за клијенте издвојила премије у укупном износу од 145 милиона евра.

У 1999. години "баушпаркаса" Аустрије је увела флексибину каматну стопу, као резултат пораста конкурентности од кредита, номинованих у страним валутама (посебно швајцарски франак и јапански јен), који су постали веома популарни у стамбеном финансирању. Ризик каматне стопе за клијента је смањен кроз увођење максималне суме за "баушпар" кредит и "баушпар" штедњу.

Б. Хипотекарне обвезнице (Данска)

1. Развој техника у Данској након Другог светског рата

Копиран из Немачке пре око 200 година, систем хипотекарног кредитирања је уведен у Данској, због недостатка капитала за дугорочно стамбено финансирање; превођење имовине у ликвидна средства је било ограничено због недовољно развијеног законодавства и регионално подељеног тржишта капитала. Осим тога, ни централне ни локалне власти финансијски нису биле у позицији да дају подршку становању.

Хипотекарни кредитни систем је био образован посредно, између индивидуалних дужника (или власника имовине) и кредитора (или инвеститора). Посредник је било удружење зајмопримаца, и сви замопримци су преузимали солидарну одговорност за кредите дате сваком од њих. Успостављање ове заједничке солидарности је подигло кредитну ваљаност сваког зајмопримца. Удружење зајмопримаца могло је интегрисати кредитне тражње индивидуалних зајмопримаца и издати обвезнице инвеститора у циљу рефинансирања кредита. Ове обвезнице су биле покривене хипотеком за сваки поједини дуг и међусобном солидарношћу зајемченом од стране свих дужника. Додатно, ова удружења су била способна да

акумулирају властита средства, која су служила као покриће за издавање обвезница. Постепено, она су се трансформисала у хипотекарне банке.

2. Законски услови за примену технике хипотекарних обвезница од стране хипотекарних банака

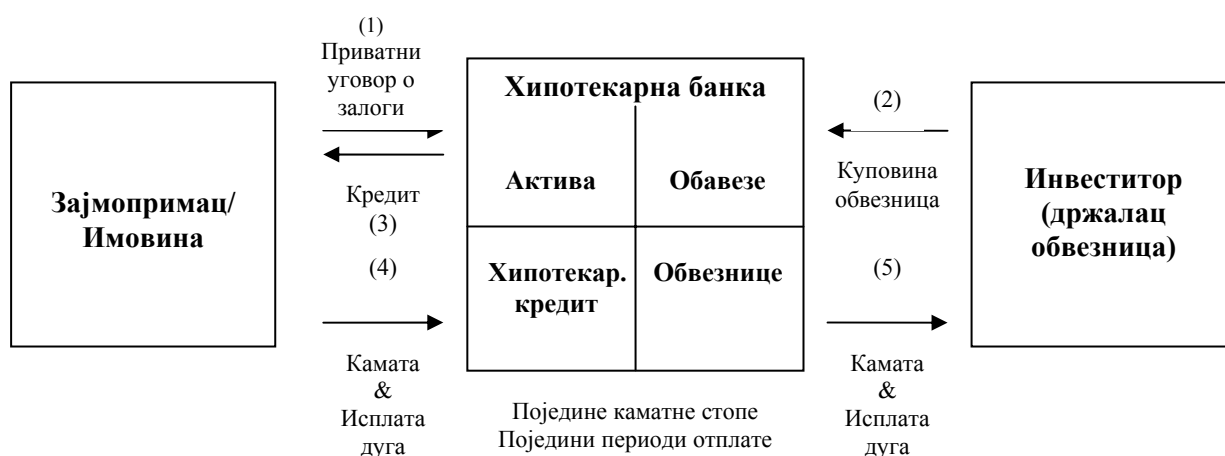
Систем је базиран на прецизним законским дефиницијама за сваки корак процеса, што условљава Закон о хипотекарном кредитирању:

- i. Зајмопримац издаје заложницу за хипотекарну банку након регистрације у јавном регистру. Овај регистар обезбеђује јасно дефинисање сваке имовине и пуну транспарентност у односу на постојеће терете. Хипотекарна банка ће прихватити приватни уговор једино уколико је категоризован довољно високо у односу на друге регистроване захтеве.
- ii. Хипотекарне обвезнице уживају посебан законски статус, пошто су једино хипотекарне банке овлашћене да их издају. Хипотекарне банке потпадају под посебно законодавство и надзор. Закон ограничава њене активности на хипотекарно кредитирање. Ово посебно законодавство такође условљава ограничења за вредности кредита у односу на вредност обезбеђења кредита (КпО). За стамбене кредите КпО износи 80%.
- iii. Оцењивање заложене имовине се мора базирати на стриктним упутствима која су део регулативе надзорних органа, које контролишу делатност хипотекарних банака (*Finanstilsynet*).

(a) Општи услови и пословни принципи

Дијаграм који следи илуструје принцип књиге биланса данског хипотекарног система.

График V. Принцип књиге биланса данског хипотекарног система



Ради финансирања куповине или изградње куће, власник имовине издаје стандардизовани приватни уговор о залози (1) за хипотекарну банку. Овај уговор утврђује износ и трајање кредита, износ исплата и камату коју дужник исплаћује хипотекарној банци. Хипотекарне банке ће објединити све индивидуалне захтеве са истом каматном стопом и истим роком доспећа и на основу ових захтева ће издати хипотекарне обвезнице, са условима идентичним онима који су набројани у индивидуалним заложним уговорима.

Теоријски ове хипотекарне обвезнице могу бити поново дате зајмопримцу. Међутим, зајмопримац обично тражи од банке да прода његове обвезнице (2) на тржишту капитала, и у његово име. Приходи од продаје обвезница се враћају преко хипотекарне банке до зајмопримца (3).

Зајмопримац отплаћује кредит у редовним интервалима (нпр. свака три месеца). Свака месечна отплата се састоји од три компоненте: камате, главнице и премије за хипотекарну банку, ради покривања административних трошкова, трошкова за старање о кредиту и сл. (4). Хипотекарна банка преноси плаћања камате и главнице на држаоца обвезница. Истовремено, она прикупља отплате зајмопримца које су покривене издатим обвезницама и издаје хипотекарне обвезнице на одговарајућу суму. Кроз стално смањење недоспелих обвезница хипотекарна банка одржава прецизан однос између преосталих захтева зајмопримца (у делу своје активе) и преосталих дугова према држаоцима њихових хипотекарних обвезница (у делу својих обавеза).

Укратко, овај систем се базира на принципу билансних књига; за сваки кредит који изда хипотекарна банка, издаје се обвезница у истом износу, са истим периодом доспећа, истом каматном стопом, истом валутом. Равнотежа се одржава током трајања кредита, пошто се отплате на страни активе поравнавају смањивањем суме обвезница у промету на страни обавеза. Систем тиме обухвата сто-процентно финансирање кроз издавање обвезница и смањује ризик од непоклапања рокова извршења обавеза.

(д) Потребне за поузданошћу и специфичности

На хипотекарне банке се односе директиве Економске комисије о пажљивом надзору. Ове директиве дефинишу удео властитих средстава у активама кредитних институција, захтевану платежну способност, потребну за смањење кредитних ризика и ризика "трговинских књига", као и оперативних ризика.

ЕУ је подстакла увођење још једне мере обезбеђења, Гарантни фонд за депозите и инвестиције. Он обезбеђује клијентима кредитних институција заштиту од губитака у случају када кредитна институција није способна да врати хартије од вредности клијента, које су безбедно похрањене или су предмет управљачких или административних процедура. Специфична данска регулатива о пажљивом надзору хипотекарних банака прописује да најмање 60% њених властитих средстава треба да буде инвестирано у обвезнице наведене на берзи.

3. Значај хипотекарних обвезница и хипотекарних банака у земљама порекла

(а) Значај у кредитном сектору (улога кредитне понуде)

Показатељи за септембар 2002. приказују да укупан обим недоспелих кредита (комерцијалних, штедних и хипотекарних банака) за домаћинства и нефинансијске компаније износи 2.009 милијарди DKг (270 милијарди евра), што је 145% од укупног националног производа (GNP). Око 63% свих недоспелих хипотекарних кредита потиче од хипотекарних банака.

(б) Њихов значај за сектор стамбеног финансирања

Наредна табела приказује нова бруто кредитирања (односно обим нових кредита пре одбијања отплата за исти период) и недоспеле кредите дистрибуиране према категоријама хипотеке:

Табела 3. Хипотекарни кредити дистрибуирани у према категорији хипотеке
(милијарди DKr)

| | 1999 | | 2000 | | 2001 | |
|-------------------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| | Нови кредит | Недоспели | Нови кредит | Недоспели | Нови кредит | Недоспели |
| Станови | | | | | | |
| Власништво | 189 | 614 | 111 | 647 | 215 | 705 |
| Закуп | 29 | 218 | 30 | 228 | 34 | 237 |
| Пословање | | | | | | |
| Пољопривреда | 48 | 130 | 24 | 134 | 46 | 134 |
| Занати, знање | 15 | 38 | 5 | 38 | 10 | 39 |
| Канц., продавнице | 33 | 76 | 12 | 77 | 24 | 82 |
| Друге категорије | 5 | 18 | 2 | 18 | 5 | 21 |
| Укупно | 319 | 1.094 | 184 | 1.142 | 334 | 1.218 |

Извор: Realkreditrådet

Изражено у еврима, крајем 2001. године показатељ је износио 45 милијарди евра за нове кредите и 164 милијарде евра за недоспеле кредите.

Хипотекарне банке покривају више од 90% свих кредита стамбеног сектора Данске. Комерцијалне и штедне банке обезбеђују средства за премошћавање при куповини кућа и за пројекте изградње. Ипак само после регистрације новог власника у јавном регистру и након процене вредности новог пројекта, власник се може обратити хипотекарној банци за стално финансирање, уколико трошкови буду нижи од бакарских кредита.

Хипотекарна банка такође игра важну улогу као извор финансирања за основне инвестиције у предузетништву. Њихова позиција на тржишту је подржана чињеницом да у привредној структури Данске доминирају средња и мала предузећа. За разлику од већих компанија она не могу издавати корпоративне обвезнице и уместо тога се ослањају на финансирање од својих основних средстава (имовине), кроз узимање хипотекарног кредита.

4. Аспекти пословања који се односе на активу

(а) Стандардни производ(и) за стамбено финансирање

Хипотекарне банке нуде следеће производе:

- Традиционални хипотекарни кредит је 30-годишњи кредит, са фиксном годишњом каматном стопом, са правом на отплату једнаких рата без пенала. Распољиви су такође и краћи кредити (10, 15 до 20 година). Хипотекарни кредити се финансирају путем позивних годишњих обвезница, под истим условима.
- Хипотекарни кредит са ускладивом каматном стопом је 30-годишњи кредит са усклађивањем камате сваке године (или сваке друге до треће, а највише десете године). Они су расположиви са било којим роком доспећа до 30 година. При

томе ће банка ускладити интересну стопу са трошковима финансијских средстава у тренутку установљења интересне стопе за следећи период. Ова средства се финансирају и усклађују преко непозивних* обвезница. У случају предплаћања, зајмопримац је обавезан да откупи издате обвезнице по тржишним ценама.

- Кредити са искључивом исплатом камате сваке године је кредит са фиксном кредитном стопом и 30-годишњим роком доспећа. Закуподавац плаћа само камату, док ће главница бити отплаћена на крају кредитног рока.
- Индексно-везан кредит који није дуже изложен (јаван); код овог облика кредитирања отплате и износ кредитна су индексирани према Индексу потрошачких цена (CPI Consumer Price Index). Ови кредити се финансирају путем издавања индексираних обвезница, под истим условима.
- Еуро-кредити: хипотекарне банке нуде исте типове кредита. Ипак, они су деноминирани у еурима који замењују DКг.

Посебно од накнаде за опслуживање, која се додаје на каматну стопу кредита, хипотекарне банке узимају једнократну накнаду од око 200 евра. Осим тога, локални административни органи узимају накнаду у односу 1,5% од главнице за регистрацију уговора у јавни регистар.

(б) Услови који се тичу уговорних односа са купцем

Пошто хипотекарне банке непозивно дају хипотекарне кредите, зајмопримци у било које време имају право да исплате свој кредит. Процедура отплате кредита пре рока (предплаћање) је вођена "принципом билансне књиге", према којем извршење кредита од стране замопримаца бива усклађено са идентичним смањењем у неисплаћеним обвезницама, које иницијално финансирају кредит.

С тим у вези, зајмопримац може извршити своја права плаћања унапред кроз куповину обвезница на тржишту (или захтевом хипотекарној банци да их откупи). Овај приступ се чини разумним за њега уколико је цена обвезница испод нормале. Уколико цена финансирања обвезница порасте изнад нормале, зајмопримац може отплатити главницу у истом износу у готовини. Хипотекарна банка ће затим повући (или опозвати) истоветну масу обвезница са тржишта и тиме "присилити" инвеститора обвезница да их истоветно прода. Лак приступ плаћању кредита унапред комбиновано са наглим падом каматне стопе у последње време води ка великој навали отплате кредита пре рока.

(ц) Допунски производи и канали за дистрибуцију

Хипотекарне обвезнице се дистрибуирају преко следећих канала:

- Сопствених канала хипотекарних банака, као што су одељења и присаједињени агенти некретнина: у том случају место издавања кредита се поклапа са местом продаје, док опслуживањем кредита руководе хипотекарне банке.
- Ограначких мрежа комерцијалних банака: процену услова одређије банка првотворац кредита, док га даље надгледају хипотекарне банке. Опслуживање кредита је расподељено између комерцијалне и хипотекарне банке.

* bullet

Пошто конкуренција расте у последњих 15 година, приступ дистрибутивној мрежи постаје главни параметар конкурентности. С обзиром да су хипотекарне банке ограничене мањим дистрибутивним каналима, комерцијалне банке имају кокурентску предност због њихове широке ограначке мреже. У складу с тим, хипотекарне банке формирају алијансе са групама агената некретнина у циљу побољшања њихове позиције на тржишту.

5. Аспекти пословања који се односе на обавезе

(а) Услови који се односе на уговорне односе са корисницима

Када хипотекарне банке приме кредитне отплате (обично тромесечно), са тржишта се повлаче обвезнице у одговарајућем обиму, који је истоветан кредитним отплатама, како би се испоштовао принцип билансне књиге (односно, да се успостави захтевана једнакост између неизвршених задужења зајмопримаца и обима обвезница у оптицају).

То стално покреће инвеститоре (или купце обвезница) да реинвестирају отплаћена средства након сваког вучења (обвезнице), ради одржавања њихових портфолија. У том контексту, позивним обвезницама се тргује по незнатно нижој цени на тржишту у односу на непозивне обвезнице, што инвеститорима даје нешто виши приход од камате, док ће се камте које уплаћују зајмопримци по правилу незнатно увећати.

(б) Ризици издавања кредита које преузима институција

Принцип билансне књиге служи као средство смањења ризика ликвидности за хипотекарне банке. Осим тога, пропис не дозвољава било коју неусаглашеност изазвану исплатом пре рока. Пошто су банке обавезне да подесе каматну стопу кредита и обвезница, јавља се минималан ризик каматне стопе.

Максимални однос КпО од 80% служи као средство заштите од кредитног ризика. Праћење извршења кредита олакшано је тиме да се отплате исплаћују квартално (на свака три месеца) и отприлике 80% свих отплата се извршава као директан дуг. То значи да заостаци могу бити брзо уочени, јер банка зајмопримца поништава директно уговор о дугу. У том случају хипотекарна банка контактира клијента везано за дуговања, у циљу договора о могућим решењима проблема.

6. Улога државе у датом систему

Дански хипотекарни систем је заснован на тржишном систему без јавних субвенција. Практикују се међутим посебне кредитне шеме, који је приближно могуће дефинисати као механизам "социјалног становања", дозвољавајући виши ниво КпО, или лакши профил отплате, често комбинован са гаранцијама Владе.

Плаћање и отплате хипотекарних кредита и плаћања камате хипотекарној банци од стране дужника, као и држаоцу акција од стране хипотекарне банке, регулишу се редовним пореским прописима.

7. Тенденције будућег развоја технике хипотекарних обвезница

Хипотекарни кредити су достигли удео од 63% на данском кредитном тржишту. Овај значајни тржишни удео је резултат ниске стопе маржи и

континуираног развоја нових кредитних производа, што дозвољава зајмопримцима остваривање корист од промена краткорочних и дугорочних каматних стопа, изазваних тржишним факторима.

Тренутно постоје два тренда на данском стамбеном тржишту. Најпре, старе хипотекарне банке смањују учешће на тржишту због нових играча са приступом мрежи одељења обједињених банака. Друго, нагли пораст активности исплате кредита пре рока, у скоријем периоду, захтева блиске везе са клијентима како би се остало у том послу. У 2003. обим кредита отплаћених пре рока је износио око 45 милијарди US\$ или 35% позивног хипотекарног кредитног фонда.

Стога, брзина извршења постаје важан елемент у привлачењу клијената. Осим тога, проширење мреже се сматра суштинским за приступ тржишту. У том контексту клијенти такође очекују висок стандард финансијских информација, што подстиче значајне инвестиције у информационе технологије, да би се омогућило руковођење свим производима на тржишту у сталном временском континуитету.

Данским хипотекарним банкама је одобрено пословање у иностранству у 1985. години у земаљама ОЕЦД-а. Данске хипотекарне банке су прошириле своје активности на Немачку и Велику Британију, често у склопу данских извозних пројеката из области грађевинарства

Издазак хипотекарних банака на међународно тржиште је било ограничено начином финансирања кредита, зато што данске власти захтевају да банке набаве средства у земљи зајмопримца. Обе земље, и Немачка и Велика Британија, искусиле су потешкоће да емитују релативно мале емисије обвезница. Ипак, прекогранично кредитирање је олакшано финансијском дерегулацијом од стране ЕУ. Као резултат тога, банкама је допуштено издавање обвезница деноминираних у еврима, на Копенхагенској берзи новца.

В. Секундарно посредовање Сједињене америчке државе

1. Развој технике у Сједињеним америчким државама након Другог светског рата

Секундарно хипотекарно тржиште се најпре развило у Сједињеним америчким државама (САД) током 1970-их, као метод продаје хипотекарних кредита (односно, метод ванбилансног финансирања), како би се смањио ризик (како од каматне стопе, тако и од ризика ликвидности) повезан са хипотекарним кредитирањем по фиксној стопи. На секундарном тржишту се оставрује продаја хипотекарних кредита (или кредитних портфолија) или хартија од вредности јемчених, односно обезбеђених одређеним групама хипотека²² - MBS (Mortgage Backed Securities). Као такво, оно предпоставља пренос ризика и власништва на хипотекарном кредиту трећем лицу. Кредите могу продати специјалне институције под називом "канални" (conduits) или "проводници за посебне намене" (special purpose vehicles - SPV), који се засебно капитализују, односно делују у својству самосталних компанија. Ова правна лица привлаче финансијска средства кроз емисију хартија од вредности, обезбеђених или гарантованих кредитима.

²² ХОХ се појављује као "проводничке" хартије од вредности, које предвиђају да зајмопримчеве месечне исплате главнице и интереса на кредит стижу директно инвеститору, по одбитку хонорара за опслуживање кредита и гаранције.

У САД, предвиђене гаранције плаћања за хартије од вредности, које издају државна предузећа, спонзорисана од Владе – ВСП (Government Sponsored Enterprises – GSE), олакшавају улагачима да прихвате ове хартије од вредности. Ове институције делују у под директним и индиректним гаранцијама федералне Владе. На секундарном хипотекарном тржишту су активне следеће ВСП:

- Владина национална хипотекарна асоцијација (Government National Mortgage Association-GNMA) Џини Ме (Ginnie Mae) гарантује интегрисане кредите, првотворене код хипотекарних банака. Ови кредити, циљани ка нижим и средње доходовним купцима, осигурани су од стране Савезне стамбене администрације – ССА (Federal Housing Administration - ФНА). Џини Ме је предузеће које финансира Влада САД, која гарантује отплату главнице и камате у предвиђеном року. ХОХ које издаје Џини Ме, приходују од свог рејтинга, који се односи на ризик неплате, пондерисан на 0%, као и рачуни трезора САД-а. Купујући ове ХОХ, инвеститор нема потребу да одвоји капитал за јемство куповине.
- Постоје још две друге савезне агенције које су лидери на тржишту: Савезна корпорација стамбених хипотекарних кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation - FHLMC), односно Фреди Мек (Freddie Mac), и Савезна национална хипотекарна асоцијација (Federal National Mortgage Association - FNMA), или Фени Ме (Fannie Mae). МБС које издају ове агенције су процењене на свега 20% ризика неплате за инвеститоре, у поређењу са показатељем договореним на међународном нивоу од 50% за обичне хипотекарне стамбене кредите (Базелски споразум, Банка за међународна поравнања/Basle Agreement, Bank for International Settlements - BIS).

Захваљујући безусловној гаранцији Владе, ове агенције су способне да обезбеде јефтиније изворе финансирања у односу на друге изворе (њихови трошкови финансирања су прорачунати на 50 базних поена) и делују са много нижим односом капитала-према-активи од банака.

Током 1980-их и раних 1990-их, Фени Ме и Фреди Мек значајно доприносе развоју секундарног хипотекарног тржишта и диверзификацији финансијских извора за депозитне институције и друге првотвориоце хипотекарних кредита. Данас ове две институције доминирају на финансијском стамбеном тржишту. До данас, обим хипотекарних кредита који је прошао кроз ове институције износи више од 4 трилиона УСД – или више од три четвртине једнопородичних хипотека у САД, било да су директни држаоци активе (хипотековане имовине), било преузимањем њиховог кредитног ризика.

2. Законски услови за примену технике

(а) Законски оквир за делатност и основни нормативни принципи

Секундарно посредовање захтева следећи оквир:

- Институционални развој специјализованих предузећа за првотворење кредита, опслуживање кредита и обједињавање кредита ради емитовања хартија од вредности;
- Законски и институционални оквир који обезбеђује подстицајне и казнене механизме ради мотивисања страна да изврше своју улогу поштено и ефикасно, а истовремено, који неће ометати стандардизацију хипотекарних уговора, укључујући услове и документацију;

- Законски и порески оквир који неће ометати примену конкретних мера неопходних за стварање хартија од вредности и њихово структурисање у односу према кредитном ризику и ризику отплате пре рока, и који неће обесхрабрити инвеститоре у било ком смислу – појединачне инвеститоре, банке или друге депоненте, осигуравајуће компаније, пензионе фондове, заједничке фондове, финансијске компаније, иностране инвеститоре – да купују и држе MBS; и
- Институционални оквир за тржиште хартија од вредности, који олакшава куповину и продају хартија од вредности - брокери, дилери, дилери тржишта, саветници, и сл.

(б) Општи услови и пословни принципи

Предности система везаних за MBS су сада очигледне. Кроз трансформацију досадашњих хипотекарних залога, којима се предходно (генерално) није трговало или није могло трговати као ликвидним хартијама од вредности²³, MBS систем шири потенцијално тржиште за хипотекарно финансирање изван оквира финансирања заснованог на депозитима, што је основа банкарски-оријентисаног хипотекарног система. Тиме се повећава понуда средстава за финансирање становања; крајњи снабдевачи финансијских средстава имају могућност да непосредно улажу у сектор стамбеног финансирања кроз куповину MBS -а (или кроз куповину пакета акција предузећа посредника, инвестирајући средства у MBS, као што су акционарски фондови), или да индиректно улажу у стамбено финансирање кроз банкарске депозите. Са своје стране, пораст понуде средстава треба да снизи каматну стопу. Поред тога додатно продубљивање тржишта хартија од вредности треба да створи генерално еластичнију понуду, што би омогућило да укупан хипотекарни систем финансирања буде еластичнији и боље прилагођен на промене тражње финансијских средстава, као и да допринесе смањењу рањивости система на потражњу изазвану "дефицитом"²⁴ ликвидности.

Међутим, појављују се и нежељени ефекти у односу на проширивање понуде стамбеног финансирања изван банкарски оријентисаних система, пошто појављивање посредника на секундарном тржишту значи да ће каматне стопе у сектору стамбеног финансирања, које су раније одређивали искључиво специјализовани кредитори, сада зависити од ширег тржишта хартија од вредности и њихових колебања, која се одражавају на то тржиште.

Исто тако је важно, да стварање хартија од вредности заснивано на оптицају готовине од хипотека дозвољава "дељење и уситњавање" тих оптицаја на много прецизније структурисане хартије од вредности, које могу у већем степену одговорити тежњи и толеранцији инвеститора у односу на кредитни ризик, ризик непостизања рока доспећа и ризик отплате пре рока. Постоје два метода дељења и уситњавања: структурисање по старешинству/надређености за смањење кредитног ризика и више-траншни систем обвезница обезбеђених групом хипотека²⁵, ради

²³ У техничком смислу, MBS није сам по себи залога, већ "пролаз" за токове новца везаних за залог, за губитке и награде за опслуживање и паковање кредита и сл.

²⁴ Поставља се питање да ли је систем прерасподеле средстава преко посредника на секундарном тржишту значајно ефикасније од система оријентисаног ка улагачима, уколико нема посебне Владине и регулаторне подршке, која се везује за Џини Ме, Фени Ме и Фреди Мек. Ради упоређивања ставова о овом питању погледати Wan Order (2000а, 2000б, 2000ц, 2001) и White (2003).

²⁵ Обвезнице обезбеђене групом хипотека представљају метод плаћања хартија од вредности, у оквиру којег се готовиски токови "проводника" за посебне намене деле на неколико транши, које се разликују према року доспећа и старешинству исплате. Ове транше, које се често класирају од А до З делови или

умањења ризика плаћања пре рока. Други правилан начин раздељивања готовинских токова је њихово једноставно издвајање у отплату главнице (principal only - PO) и отплату каматне стопе (interest only – IO) и одвојено издавање ових хартија од вредности.

(в) Потребне за поузданошћу и специфичности система

Надзор над ВСП се извршава преко Канцеларије за надзор савезног стамбеног предузећа (Office of Federal Housing Enterprise Oversight). Обичан финансијски надзор и регулатива се не примењују на ВСП. Задатак Канцеларије је да обезбеди да оба предузећа располажу одговарајућим капиталом и да послују на поуздан начин. Регулаторна надлежност канцеларије је слична надлежностима других финансијских регулаторних тела у САД. У циљу испуњења свог задатка Канцеларија захтева од предузећа да задовоље одговарајуће стандарде за довољношћу капитала. Канцеларија оцењује капитал предузећа квартално, примењујући минималну стопу капитала. Минимални ниво капитала није креиран да одговори изложености специфичном кредитном ризику или изложености ризику каматне стопе. Од ВСП се међутим очекује да одржавају довољно капитала како би се изборили са десетогодишњим кризним периодом.

Поред праћења довољности капитала, Канцеларија испитује финансијску сигурност и ваљаност ВСП. Провере укључују унутрашњу и спољну финансијску анализу и опште мере надзора. Ове мере треба да утврде ризике својствене за активности и производе предузећа. Они комплетирају кварталну процену довољности капитала предузећа. Можда треба нагласити да се и методологија и услови за довољност капитала значајно разликују у односу на постојећа међународна правила, која регулишу банкарску делатност.

Фени Ме и Фреди Мек су јавна предузећа и у исто време приватне фирме у власништву акционара. У складу са њиховим статутима, мисија оба предузећа је да обезбеде стабилност на секундарном тржишту стамбених хипотека и да промовишу доступност хипотекарних кредита на националном нивоу. Конгрес такође захтева да предузећа промовишу приступачна стамбена решења, кроз подршку ниско доходовним породицама у доступности хипотекарном финансирању. Ово је разлог због којег им Конгрес даје одређене предности које нису на располагању другим приватним компанијама у овој области. Ове користи укључују ослобађање од државних и локалних пореза на приходе, приступ кредитним линијама Трезора САД у вредности од 2,25 милијарди долара и ослобађање од регистрационих захтева Комисије за хартије од вредности и берзанско пословање.

3. Значај технике и издавање MBS у САД

(а) Значај MBS-а у кредитном сектору (улога у обезбеђивању кредита)

хартије од вредности, по правилу су у форми обвезница. Различите трансхе могу бити структурисане у зависности од циљева инвеститора у односу на период отплате и с њима повезаним ризицима. Заједничке ОХО структуре су: само камата, само главница, с пливајућом стопом, с реципрочном пливајућом стопом, класа планиране амортизације, класа последичне и изабране амортизације, као и "З" обвезнице (нагомилане обвезнице), или обвезнице код којих се проценат не исплаћује, него се накупља до наступања рока доспећа. Често многе од ових хартија од вредности садрже опцију карактеристике (избор према карактеристици). Сродне структуре су обезбеђене меничне обвезнице и обезбеђене кредитне обвезнице.

Националне и међународне банке су претежни држаоци "агенцијских" хартија од вредности, што укључује MBS Џини Меја, Фени Меја и Фреди Мека, али такође и дужничких обавеза непокривених обезбеђењем Фени Меја, Фреди Мека и Федералног система стамбених кредитних банака. Друга најважнија група представљају страни инвеститори. Акционарски фондови и акционарски фондови отвореног типа (фондови који улажу средства само у краткорочне обавезе дневног обрта) су следећа два највећа имаоца, и ове четири водеће групе заједно приходују преко 50% збирног портфолија ових хартија од вредности. Велика промена у односу на предходне декаде је пораст портфолија страних инвеститора (који нису из САД). У 1991. години ова група је поседовала свега 3,7% од укупне вредности, у односу на 2001, када то износи 14%.

(б) Значај MBS -а за сектор стамбеног финансирања
(удео на тржишту, дозначавање кредита)

Следећа табела приказује временску серију података о укупној величини стамбеног хипотекарног тржишта, мереног према укупном обиму недоспелих хипотекарних кредита и процентуални удео хипотекарних обавеза различитих држаоца хипотекарних хартија од вредности, укључујући и хипотекарне кредите који се конвертују у хартије од вредности.

Табела 4. Процент дистрибуције стамбених хипотекарних неизмирених обавеза за период 1970-2001.

| | 1970 | 1975 | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 2000 | 2001 |
|--|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Хипорекарни кредити за једнопородичне стамбене објекте (у милијардама \$)^A | 280 | 491 | 987 | 1.537 | 2.616 | 3.510 | 5.201 | 5.733 |
| Комерцијалне банке (%) | 15,0 | 15,7 | 16,2 | 14,0 | 17,4 | 18,4 | 18,6 | 17,9 |
| Штедне институције (%) | 57,9 | 55,8 | 49,3 | 36,0 | 22,9 | 13,7 | 11,4 | 10,8 |
| Животно осигурање (%) | 9,6 | 3,7 | 1,8 | 0,8 | 0,5 | 0,3 | 0,1 | 0,1 |
| Савезне и сл. агенције (%) ^B | 7,9 | 7,7 | 6,2 | 7,2 | 5,9 | 6,5 | 4,0 | 3,8 |
| Физичка лица и др. (%) ^B | 9,6 | 11,4 | 14,0 | 15,5 | 13,3 | 10,6 | 9,4 | 8,7 |
| Владине MBS (%) ^I | 0,2 | 5,7 | 12,3 | 24,9 | 37,8 | 44,0 | 47,0 | 47,9 |
| Невладине MBS (%) | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 1,6 | 2,0 | 6,5 | 9,6 | 10,3 |
| Хипорекарни кредити за вишепородичне стамбене објекте (у милијардама \$) | 60 | 101 | 141 | 205 | 287 | 277 | 418 | 455 |
| Комерцијалне банке (%) | 5,0 | 5,9 | 9,2 | 11,2 | 12,9 | 15,5 | 18,7 | 18,7 |
| Штедне институције (%) | 36,7 | 38,6 | 38,3 | 43,9 | 32,1 | 22,4 | 14,6 | 14,3 |
| Животно осигурање (%) | 26,7 | 19,8 | 14,2 | 9,8 | 10,1 | 10,5 | 8,1 | 7,9 |
| Савезне и сл. агенције (%) ^B | 5,0 | 11,9 | 10,6 | 5,9 | 12,2 | 13,0 | 9,8 | 11,2 |
| Физичка лица и др. (%) ^B | 26,7 | 21,8 | 22,0 | 22,9 | 30,0 | 23,5 | 21,5 | 17,6 |
| Владине MBS (%) ^I | 0,0 | 1,0 | 5,7 | 6,3 | 10,1 | 9,4 | 15,8 | 18,0 |
| Невладине MBS (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 5,8 | 12,0 | 12,5 |

Извор: Савезне резерве САД

Напомена: Процентни за сваку категорију, као што су нпр. комерцијалне банке, представља "укупане кредите" које оне држе и који нису емитовани на берзи (нису преведени у хартије од вредности).

Укупан проценат можда неће износити 100% због заокруживања.

A Укључује кредите за 1-4 стамбене јединице

Б Укључује портфолија која држе Фани Мј, Фреди Мек и Џини Ме, Савезна стамбена агенција, Администрација за ветеране, Администрација за пољопривреднике, Савезна банка за земљиште и друге савезне институције САД

В Други држаоци, укључујући: хипотекарна предузећа, инвестиционе фондове за некретнине, државне и локалне пензионе фондове, кредитне експозитуре и финансијска предузећа

Г Укључујући MBS које у својим портфолијама држе Фани Меј и Фреди Мек

Као што се може видети, проценат хипотекарних кредита које се конвертују у хартије од вредности стално расте; у 2001. години сви видови MBS-а књижили су више од половине једнопородичних и скоро трећину вишепородичних стамбених хипотека²⁶. Осим тога, подаци указују да невладин MBS, који је стартовао након Владиног MBS-а, расте много брже, посебно у сфери вишепородичног становања²⁷. Такође, подаци јасно указују да је укупан удео Владе у хипотекарним кредитима (Владин MBS плус MBS "савезних и одговарајућих агенција") је значајан, и износи преко 50% за једнопородичне и скоро трећину за вишепородичне хипотекарне кредита.

Требало би очекивати да се додавањем MBS канала, на већ успостављени депозитно-оријентисан канал, као што се догодило у САД, повећа понуда и смањи каматна стопа, у поређењу са развојем ситуације без увођења овог додатног инструмента. Постоје бројни напори да се анализирају последице увођења и ширења MBS канала у САД²⁸; анализе не дају једнозначне резултате. Иако они указују да већа секуритизација резултује нижим хипотекарним каматама, неопходно је поменути да није могуће раздвојити ефекте непосредне или посредне владине подршке од ефекта увођења MBS (како владиног тако и невладиног) на хипотекарне камате²⁹.

Последично, могуће је понудити закључак, да су ефекти увођења MBS-а у систем стамбеног финансирања за резиденте у САД од суштинског значаја, посебно када се узму у обзир елементи Владине подршке, и стога још увек остаје да се изведе егзактна квалификација ових ефеката.

4. Аспекти пословања који се односе на активу

Постоји потенцијални недостатак у систему који примењује MBS за финансирање стамбене изградње. У поређењу са банкарски оријентисаним системом, вертикална дезинтеграција финансијских процеса, што карактерише MBS приступ, може створити додатне проблеме, повезане са асиметричном информацијом. У посредовању на секундарном тржишту, обједињени кредит за емитовање хартија од вредности, мора се заснивати на томе да првобитворни кредитор одобрава хипотекарну позајмницу са одговарајућим карактеристикама, док се купац хартија од

²⁶ Ови проценти донекле пренаглашавају MBS присуство на тржишту, због укључивања MBS-а које држе "Фени Ме" и "Фреди Мек" у својим портфолијама. Трендови су пак потпуно чисти.

²⁷ Требало би да је разумљив бржи раст невладиних MBS у вишепородичном становању. Ово је област са великим различитостима и мање је пријемчив за приступ "поделе колача", карактеристичне за знатан део тржишта једнопородичних "унифицираних кредита", који преовлађују у MBS Фени Меја и Фреди Мека, што би требало да издавачима MBS-а да већу релативну предност.

²⁸ Кратки прегледи су дати Kolari et al. (1998) and USCBO (2001b).

²⁹ Постоје напори да се утврде специфични ефекти, које је изазвало појављивање Фени Ме и Фреди Мек на каматне стопе за стамбене хипотекарне кредите, да се прилагоде њиховим прописаним стандардима и њиховим максималним износима кредита (300.700 \$ у 2002.), којих се морају придржавати. Тренутне процене (USCBO 2001a, 2001b) указују на смањење од око 25 базних поена. Овај показатељ варира током времена, у складу са кретањима на тржишту кредита. Процене из средине 1990-их су се кретале од 25-35 базних поена. Погледати Hendershott and Shilling (1989) и Cotterman and Pearce (1996). Ипак, ове студије не издвајају чист утицај MBS-а на стопе хипотекарних кредита и не дају укупну квантитативну процену.

вредности мора ослонити на то да предузеће које обједињује кредит издаје хартије од вредности одговарајућих карактеристика, и да опслужитељ кредита на одговарајући и на домаћински начин управља токовима готовине и примењује мере у односу на неиспуњавање обавеза зајмопримаца. Уколико стимулативни механизми за испуњење обавеза, репутација укључених страна и/или пенали за неиспуњење обавеза нису одговарајући, систем посредника на секундарном тржишту некретнина може да се распадне, са губицима за "горуће" инвеститоре и трошковима социјалних коректива за замену овог система неким другим.

5. Аспекти пословања који се односе на обавезе

(а) Основни принципи рефинансирања

Фани Ме и Фреди Мек обављају два основна вида делатности: куповину хипотекарних кредита и издавање хипотекарних хартија од вредности. Оба предузећа купују стамбене хипотеке од хипотекарних првотвораца или кредитора, а затим обједињују кредит (кредитни пул) ради издавања MBS, а затим и њихове даље препродаје инвеститорима на тржишту капитала или држања хипотеке у њиховим властитим портфолијима. Ради финансирања својих кредитних портфолија предузећа издају пакет непокривених и опозивних обвезница на тржишту капитала. Фани Ме и Фреди Мек пре свега купују обичне стамбене хипотеке. Њихови статuti јасно утврђују максималну величину кредита, које они могу куповати. Осим овог критеријума, хипотекарни кредити морају задовољавати правило, које прописују ова предузећа, да су прикладни за куповину.

Друге институције, које делују на секундарном хипотекарном тржишту, подржавају делове тржишта на којима предходно наведена предузећа неће или не могу куповати хипотекарне кредите. Владино национално удружење за хипотекарно кредитирање (Џини Ме) подржава тржиште хипотекарних кредитна које осигурава Влада.

(б) Ризици издавања кредита које преузима институција

Узимајући у обзир темпо раста и размере хипотекарних портфолија ВСП, Савезне резерве САД су тренутно забринуте због предпостављених ризика, повезаних са могућношћу измене каматне стопе и превремене отплате кредита ова два предузећа. За разлику од многих високо капитализованих штедних, кредитних и комерцијалних банака, Фени Ме и Фреди Мек су одлучили да овим ризиком не управљају путем увећања основе сопственог капитала. Уместо тога они су изабрали повећање утицаја (проширења основе кредитирања), што повећава ризик каматне стопе, али им омогућава мултиплицирање профитабилности субвенционисаних дуговања, што је директно пропорционално њиховом степену утицаја. Овај утицај не би било могуће извести без значајно високих трошкова финансирања, уколико би се искључила директна помоћ Владе у кризним периодима.

Инвеститори (тј држаоци обвезница) треба да разматрају следеће ризике:

- Кредитни ризик, односно ризик да зајмопримац не отплати кредит. Ово је најважнија ствар у случају MBS-а, где је зајмопримац, власник куће који је

непознат инвеститорима који купују MBS³⁰. Уводе се многе мере, како би се инвеститори уверили да ће на време примити исплату камате и главнице. Ове мере су на пример: максимална стопа КпО (80%), обезбеђење кредита које даје издавач обвезница, демографска и географска диверзификација зајмопримаца, као и додатне гаранције које пружа првотворни кредитор.

- Ризик каматне стопе, удружен са хипотекарним кредитом са фиксном стопом, осим уколико није подржан значајним капиталом, може бити знатно већа брига од кредитног ризика. Значајно колебање каматне стопе, напореда са могућношћу превременог измирења кредита без плаћања пенала, значи високу неизвесност у односу на токове готовине повезане са држањем хипотекарних задужења непосредно или кроз MBS, чак и у случају када је могућност неисплаћивања кредита ниска. Генерално, ВСП управљају ризиком каматне стопе кроз подешавање рока доспећа активе и обавеза.
- Ризик плаћања пре рока: фиксни карактер каматне стопе за хипотекарне кредите, заједно са одсуством пенала за превремену исплату кредита, има за последицу да су држаоци таквих хипотекарних обвезница или хартија од вредности заснованих на овим хипотекама, изложени битном ризику плаћања пре рока, зато што фиксни карактер камате даје подстицај зајмопримцу да рефинансира своје кредитне обавезе у тренутку када се каматне стопе спусте испод првобитно уговорене стопе, у износу који је довољан за покривање трошкова трансакције за рефинансирање.
- Најважније за MBS са фиксном стопом је да ће значајно порастати број плаћања пре рока, изазвана сврсисходношћу рефинансирања, када се каматна стопа снизи, што ће значи да ће инвеститор бити присиљен да "превремено" реинвестира на нижу каматну стопу од оне коју је уградио у MBS исплаћен пре рока³¹. Обрнуто, вероватноћа превременог извршења кредита се смањује када тржишне каматне стопе расту преко првобитно уговорене стопе на хипотеку, те инвеститор жели да зајмопримац плати кредит пре рока, како би он затим могао да реинвестира средства по вишој тржишној стопи.

Осим тога, бојазан од ризика превременог плаћања представља комплексно питање и захтева пажљиво разрађен концептуални оквир ограничења, посебно у случају недовољног капитала. Мере за спречавање ризика плаћања пре рока укључују, на пример, структурисање издавања MBS или коришћење модела који обезбеђују прогнозирање склоности и тенденција понашања конкретних интегрисаних MBS.

6 Улога државе у вези са MBS техником

Систем посредника на секундарном тржишту у САД се снажно ослања на Владина и квазивладина предузећа на плану издавања MBS. Није случајно да

³⁰ Овај приступ се разликује од банкарски оријентисаних метода стамбеног финансирања, где банке као првотвориоци, опслуживачи и финансијери хипотекарног кредита прибављају опсежна сазнања о зајмопримцу; улагачи (крајњи финансијери) and the depositors (the ultimate funders) се поуздају у ликвидност банке, њену репутацију и сигурност, те сигурну и здраву регулативу владе, која ће осигурати њихове инвестиције.

³¹ Опција отплате пре рока (по опозиву), која је уграђена у стамбени хипотекарни кредит, значајно увећава ризик интересне стопе, што је обично својствено било ком дугорочном дужничком инструменту са фиксном стопом

Владина и квазивладина предузећа играју важну улогу у систему MBS. Као што је раније наглашено MBS укључује хартије од вредности, које су обезбеђене хипотекарним кредитима, издатим за власнике кућа, које држаоци хартија од вредности не познају. Брига у односу на кредитни ризик за такве хартије од вредности је потпуно разумљива. Кредибилне гаранције Владиних и квазивладиних предузећа која емитују ове MBS обезбеђују брзо решење овог проблема. Међутим, такве гаранције нису бесплатне. MBS програми Џини Меја, Фени Меја и Фреди Мека представљају неизвесна дуговања Владе САД. Укупна вредност ове потпоре се процењује на између 119 и 164 милијарде US\$. Калкулације указују да сума ових директних субвенција Владе САД може износит око 42% до 81% тржишне вредности ВСП³².

Увођење секундарних посредника у систем стамбеног финансирања, који је већ вољно банкарски оријентисан, неминовно води ка неким политичким и економским трвењима са ново-успостављеним финансијским посредницима. Иако је овај тип трвења неминован при увођењу сваке нове технологије у неку индустрију, банкарски сектор је нарочито осетљив у односу на то, посебно јер је дати систем повезан са високим степеном коришћења позајмљеног капитала и државне интервенције, као и специфичном природом банкарских биланса. Депозити су суштински подложни директним или индиректним владиним гаранцијама у случају банкарске несолвентности³³. Овај потенцијал за трвење није аргумент против увођења секундарног посредовања, што би у сваком случају било веома разумно, већ пружа разлоге за посебну бригу при регулисању у односу на сигурност и ваљаност банака у некој транзиционој фази.

7. Тенденције даљег развоја технике

Реализација система секундарног хипотекарног тржишта је помогнута савладавањем географског ризика јер се он диверзификовао по регионима. Ова тржишта такође потпомажу превазилажење исцепканог банкарског сектора, резултирајући бољом доступношћу кредита, зато што зајмопримац није више зависан од кредита локалне банке.

Раст кредитних портфолија ВСП-а изазива пажњу регулаторних тела, посебно Савезних резерви, због њихових посебних преимућстава, која не дозвољавају могућност да се у пуној ефикасности примене нормалне ограничавајуће мере. Упркос јасној констатацији из извештаја да ВСП обвезнице нису зајемчене пуним поверењем и кредитом Владе САД, многи инвеститори су изгледа закључили да током криза Влада САД неће допустити могућност да ВСП не исплате своја дуговања. Ову имплицитну гаранцију није донео Конгрес, већ представља жељу инвеститора (њихове спемности да се сагласе о нижој каматној стопи на ВСП дуг, у односу на ону коју би иначе требало захтевати у случају да нема подршке Владе).

Пошто Фени Ме и Фреди Мек могу позајмити средства по субвенционисаним стопама, оне могу платити веће суме првотворним кредиторима за њихове хипотекарне кредите у односу на потенцијалне конкуренте. Као резултат, они постепено преузимају тржиште стандардних хипотекарних кредита. Ови услови за оба предузећа представљају снажно средство и импулс за постизање наглог раста њихових биланса.

³² За више детаља погледати Passmore 2004

³³ Погледати нпр. White (1991, 2002)

Резултати спровођења надзора указују да вредност тих директних гаранција износи више од половине капитализације ових предузећа на тржишту акција. Осим тога, чини се да они своја преимућстава у малој мери уступају власницима кућа, у виду снижавања каматне стопе на дате кредите. Како изгледа ВСП субвенције нису довеле до суштинског пораста кућевласништва, зато што је процењени утицај хипотекарних ставки ВСП мали³⁴

Савезне резерве су скорије предлагиле неке амандмане у циљу бољег праћења и регулисања активности ВСП, који с једне стране захтевају формирање неког органа, по угледу на регулаторе банкарског пословања, са јасном процедуром санкционисања од стране Конгреса, постављањем принудне управе у ВСП. С друге стране, Савезне резерве позивају на установљење ограничења за издавање дужничких обавеза ВСП-а и за куповину активе, како хипотекарних обвезница, тако и других потраживања која поседују.

³⁴ Истраживање од Фелдмана (2001) налази да хипотекарне стопе треба да се промене за најмање 200 пословних јединица пре него што би требале значајније да утичу на власничку структуру. Осим тога, са тачке сазревања страховања за ризик финансирања хипотекарних кредита издатим домаћинствима са ниским и средњим доходком, ППВ су често показали заостајање за Федералном стамбеном управом и другим категоријама кредитора (Bunce, 2002; Bunce and Scheessele).

ПОГЛАВЉЕ 5.

ОЦЕНА СИСТЕМА ПРИВАТНОГ СТАМБЕНОГ ФИНАНСИРАЊА

А Увод

Како би били конкурентни, национални стамбени финансијски системи морају ефикасно привући и расподелити капитал³⁵. Уколико финансијски системи привлаче финансијска средства преко добровољне штедње, користећи понекад бројне нивое посредовања, потребно је напоменути да у процесу финансијског посредовања учествују најмање три стране: зајмопримац, кредитор и Влада. С друге стране група кредитора се састоји од деоничара, као и инвеститора у финансијским институцијама, који купују њихове обвезнице или поседују штедне улоге у њима.

Анализе које следе су засноване на претпоставци да вредност сваког система стамбеног финансирања треба да буде сконцентрисан на свој потенцијал да се унапреди постојећи систем финансирања приватних инвестиција у новоградњу, као и инвестиција у обнову и одржавање постојећег стамбеног фонда. Без одрживе приватне тражње за инвестицијама и кредитним производима, приватни финансијски посредник неће се одлучити за дуготрајно инвестирање и институционалну изградњу. У том контексту, националне владе могу једино олакшати и подстаћи процес финансијског посредовања, а не да преузимају ту улогу.

Стабилна понуда кредита, као и његова расположивост и доступност у центру је интересовања зајмопримца (погледати део Ц). Уколико је ова активност истовремено и профитабилна, њена ће привлачност за инвеститоре и за деоничаре у финансијским институцијама такође расти. За кредиторе капитала, привлачност за инвестирање мора бити комбинована са високом сигурношћу (покренутих) средстав, као и са довољном профитабилношћу за акционаре у финансијском посредовању (погледати део Д).

Што се тиче спровођења система стамбеног финансирања, влада треба да пронађе одржив начин да дозволи финансијским институцијама да послују, док истовремено она може развијати стамбени сектор и тако последично утицати на привреду. Ови фактори одређују трошкове спровођења система стамбениг финансирања (погледати део Е).

Полазећи од постављених циљева стамбене политике и потреба за стамбеним инвестицијама за домаћинства, влада оцењује различите системе стамбеног финансирања и одлучује, који систем или комбинацију система треба да подржи.

Као помоћ у избору између различитих финансијских система, препоручује се извођење оцене различитих решења, уз међусобно укрштање аргумената за сваки систем. У овом делу студије је приказан резултат таквог начина оцењивања.

Б. Аналитички оквир за оцењивање

³⁵ Упоредивање финансијских система, а посебно упоређивање банакарски-доминантног наспрам тржишно-доминантних система, представља централно истраживачко питање у бројним истраживачким студијама, као што је рад Allen and Gale, 2000 или рад Levine, 2002. Глобално/свеобухватно упоређење институција приватног стамбеног финансирања се може наћи у раду Nadler, 2001

При оцењивању различитих финансијских система треба размотрити последице за главне укључене стране, односно за зајмопримца, кредитора и владу. Све стране имају своје властите циљеве, често контрадикторне, те је стога потребно прикупљати и синтетизовати аргументе за и против алтернативних система, и представити их на транспарентан и свеобухватан начин доносиоцима одлука, у циљу поједностављења процеса доношења одлука. Свеобухватно оцењивање финансијских система садржи два корака. Смисао првог корака је да се дефинишу циљеви три укључене стране у процесу посредовања. У другом кораку се одређују бројни показатељи за мерење делотворности финансијских институција у односу на постављене циљеве.

Колико је могуће, ови показатељи су изражени квантитативно, као примери који илуструју како могу бити мерени. У неким случајевима међутим, квантитативна изражавања нису била могућа, и у том случају су коришћени описни и квалитативни начини.

Резултат оцењивања се састоји од три контролне листе, које утврђују све аспекте разматраних система финансирања, који су од значаја за три стране укључене у процес финансирања. Доносиоци одлука треба да користе ову свеобухватну оцену у доношењу својих коначних одлука.

Уколико доносиоци одлука желе да користе један критеријум одлуке (укупну корист) за сваки алтернативни систем стамбеног финансирања, неопходно је предузети још два корака оцењивања, претварање и пондерисано мерење вредности циљева. У циљу илустровања различитих примена ових метода, анализирани су конкретне финансијске технике из IV поглавља према овим критеријумима (погледати Анекс IV).

Ипак, за доносиоце политичких одлука најважније је разумети доказе "за" и "против" различитих система стамбеног финансирања. Додатни корак је претварање у једнообразну скалу, а нарочито мерење различитих користи кроз њихово узајамно супростављање уз укључивање субјективних елемената, да би их затим по правилу требало оставити доносиоцима одлука да донесу решење у процесу политичког одлучивања. Избор остаје на њима.

За оцену система приватног стамбеног финансирања ће, међутим, кључно бити утврђивање циљева три стране које учествују у финансијском процесу и мерење остваривања тих циљева, путем одређених показатеља и листе за проверу (део Ц-Е).

Овај приступ је примењен на технике из IV поглавља, који су дати као примери. Ипак, и други постојећи системи стамбеног финансирања, који су представљени у Поглављу III и широко примењени у ЕЦЕ региону, могу бити оцењени на исти начин.

Део који следи описује различите кораке које треба спровести у предложеном методолошком приступу у оцени три конкретна система³⁶.

В. Зајмопримци

При разматрању карактеристика појединих домаћинстава као зајмопримаца, идентификована су три главна аспекта приватног стамбеног финансирања: 1) понуда кредитних производа за финансирање инвестиција у становање; 2) расположивост средстава за кредитирање; и 3) приступачност (финансијска доступност) кредита.

³⁶ Треба нагласити да је анализа користи један од бројних оцењивачких алата

1. Кредитна понуда

Показатељи за оцену кредитне понуде за зајмопримаца су: постојећи стамбени кредитни портфолио кредитора, континуитет нових кредита, њихов удео на финансијском тржишту и величина кредита са периодом отплате.

(а) Портфолио стамбених кредита

Суме индивидуалних кредита за зајмопримце искључиво зависне од обима индивидуалних стамбених инвестиција, а сходно томе и од тога да ли се, на пример, финансирање односи на обнову/модернизацију или новоградњу. Све три финансијске технике описане у Поглављу IV, представљене су у односу на приватне и специјализиране кредиторе. У том контексту, "стамбени кредитни портфолио" мери недоспеле стамбене кредите као проценат од портфолија недоспеле кредита (или укупне активе финансијских институција).

"Баушпаркасе" нуде кредите за све врсте приватних стамбених инвестиција и зато њихов портфолио стамбених кредита чини скоро 100%. Секундарни посредници у САД се усмеравају углавном ка једној врсти кредита; у 2002. години 93% портфолија чине кредити сопственика кућа, а не вишепородични хипотекарни кредити, или стамбени кредити за друге куће или вишестамбене зграде. Данске хипотекарне банке су давале кредите не само за сопственике стана (у 2001. 58%), већ и за непокретности за пословање (у 2001. 22,6%).

(б) Континуитет новог кредитирања

Без обзира на ниску диверзификованост "баушпаркаса", као и секундарних посредника, за зајмопримце постоји једна корист, која се подразумева. У финансирању становања у личној својини ново кредитирање се увек одвија у тешким макроекономским условима за зајмопримце. Из перспективе зајмопримаца, кредитна политика мора увек бити испитивана са становишта "правичних времена" (краткорочно кредитирање). Поверење и сигурност зајмопримаца су ојачани једино, уколико кредитор добровољно и постојано даје кредит, чак и у периодима рецесије.

"Баушпаркасе" су обавезне по закону да своју прикупљену штедњу стално позајмљују резидентним домаћинствима. Зато, како показују искуствене анализе, њихови финансијски обими су се одржали на нивоу између 35 и 36 милијарди евра у периоду 1997. и 2001. године, са веома малим колебањима у нето износу нових кредита (око 1,5%). С друге стране, финансијски обими хипотекарно-штедних и комерцијалних банака у Немачким су пали са 122 милијарде из периода 1997/1998 на 84,7 милијарди у 2001. години.

Ово потврђује економско правило, према коме кредитори, зависећи од економских кретања, повећавају цене у повољним околностим повећањем понуде капитала, што води ка порасту тражње за некретнинама. Са падом цена некретнина, или порастом стопа на тржишту капитала, смањивање нових кредита води ка паралелном расту недоспелих кредитних обавеза постојећих зајмопримаца. У вези с тим, финансијски систем може угрожавати стабилност тржишта некретнина на дужи рок³⁷. Далеко независнији систем, као што је на пример систем "баушпаркаса", може смањити ценовни ризик у временима економских обрта, као и ризик расположивости кредита у временима рецесије.

³⁷ Lewellyn, D. Финансијски систем и економска стабилност: ефикасност и стабилност. Bangkok, 1997

Ово је такође примењиво и у активностима новог кредитирања у Данској и САД, при чему се у оба случаја испољавају већа колебања (за данско тржиште кредита нпр. 69,42% колебања у периоду између 1997. и 2001. због снажне зависности од кретања каматних стопа и економских трендова).

(в) Удео на тржишту

Са тачке гледишта зајмопримца високи удео на тржишту може, у извесним условима, бити показатељ ограничења понуде и конкуренције. Разноврснија кредитна понуда може бити финансијски прилагодљивија за зајмопримца.

Као последица сталне расподеле кредита, удео на тржишту немачких "баушпаркаса" у стамбеном финансирању, порастао је значајно између 1997. и 2001. године, са 22,8% на 28,8%.

У Данској, бројне хипотекарне банке имају удео од 90%, у односу на укупно стамбено финансирање. Две највеће банке у овом систему имају тржишни удео од 78%, мада се чини да то не смањује интензитет конкуренције, било у односу на цену или у односу на нове производе.

Куповна хипотекарна портфолија Фени Меја и Фреди Мека, као и њихове недоспеле хипотекарне хартије од вредности, чине 39% стамбених хипотекарних кредита и 40% једнопородичних хипотекарних кредита (од једне до четири стамбене јединице) до краја 2000. године.

(г) Обим кредита и периоди отплате

Обим кредита и захтевани период отплате имају одлучујући утицај на каматну стопу и касније промене у плаћању, пошто то повлачи за собом додатни утицај на зајмопримца; већи износ кредита и дужи период отплате оптерећује кредит већом каматном стопом, смањујући његову доступност.

Просечан кредит у "баушпар" уговору је између 19.600 € и 20.300 €, што се поклапа са трошковима обнављања и модернизације просечног једнопородичног стана. У складу са овим расположивим податком, скоро 70% финансијских уговора "Баушпаркаса" су закључени у те сврхе. "Баушпар" финансијска средства се такође користе и као допуна за финансирање куповине или изградње куће, пошто немачке банке кредитирају износ највише до 60% неопходне суме. Уколико такав кредит није довољан да покрије укупне финансијске потребе, онда се недостајућа сума обезбеђује кроз финансијска средства "баушпара".

Просечан износ кредита Фени Меја прелази 100.000 US\$. Просечан износ нових издатих кредита у 2002. години је порастао на преко 145.000 US\$, што се поклапа са просечним ценама за једнопородичну куће у САД.

Данске хипотекарне банке показују увек већи износ; на крају 2002. године, 43% свих хипотекарних кредита која су дали највећи кредитори на тржишну износи у просеку 270.000 €. Већи кредитни износи обично води ка већем периоду отплате. У Данској и САД, они се крећу између 25-30 година. Насупрот томе, "баушпар" кредити се отплаћују кроз 6-11 година.

2. Распољивост кредитних средстава

Прописани стандарда, као што су захтеви за обезбеђењем или величином прихода и политика расподеле и плата, одређују расположивост средстава за кредитирање.

(а) Захтеви за обезбеђењем

Процес одређивања кредитног рејтинга је различит за три система стамбеног финансирања; за кредиторе на тржишту капитала, платежна способност традиционално зависи од имовине која подлеже залоги. Обично, они зарачунавају изванредан проценат од тржишне вредности обезбеђења, како би добили сигурносну маржу*. Оба система тржишта капитала најпре захтевају да се региструје хипотека са појединачним кредитним износима у националном систему регистрације земљишта и својинских права (катастар, земљишне књиге).

До 1981. године дански зајмопримци су имали заједничку одговорност за све обавезе по емитованим обвезничким серијама. Осим тога данске хипотекарне банке имају кредитни лимит (КпО) који износи до 80% вредности кредита. При давању комерцијалних и пољопривредних кредита максимални износ КпО је 60%. У 2002., 80% укупног хипотекарног кредитног портфолија у Данској је показивало КпО вредност мању од 50%.

Иако у САД нема таквих захтева за обезбеђењем, у 2002. години, око три четвртине свих хипотека из Фени Меја су показивале КпО мањи од 80%. Просечан КпО се креће између 60% и 62% током задњих 10 година. За кредите са КпО преко 80%, зајмопримац мора представити додатно обезбеђење (кредитно ојачање) у форми осигурања за случај неплаћања. У периоду од 2000.- 2002. Фени Ме и Фреди Мек су смањили ове кредите са "кредитним ојачањем" са 38% на 27%.

"Баушпаркасе" проводе различите кредитне политике. Оне не захтевају додатно обезбеђење. Уместо тога, потенцијални зајмопримци морају испунити своју обавезу предходне штедње, што значи 40-50% уговореног износа, пре него што буду дорасли за "баушпар" кредит. Обично су "баушпар" кредити обезбеђени кроз другостепену хипотеку. У том контексту, фаза обавезне штедње може заменити недостатак кредитне историје или лошег функционисања система извештавања о приходима. Овај елемент може бити користан за тржиште, када не постоји кредитни биро или када је законски оквир некомплетан.

(б) Показатељи односа кредита према приходу:

однос рате отплате према приходу(РПП) и однос кредита према приходу (КПП)

Подробна и стандардизована кредитна документација у САД се састоји од докумената о провери квалитета зложене имовине (обезбеђења), као и кредитне способности зајмопримца³⁸. За своје хипотекарне кредите, кредитор захтевају кредитне досијее о зајмопримцима, које израђују кредитни бирои. Ове агенције израђују кредитне рејтинге, који утврђују зајмопримчев капацитет да отплати кредит. Хипотекарни посредници користе ове информације као допуну у својим властитим обрачунима. Њихови прописани стандарди обично захтевају РПП однос око 30:70, што значи да рата отплате не сме прелазити 30% нето месечних прихода.

Као резултат ових високих стандарда, број зајмопримаца је нагло пао (за 40%) између 1993. и 2000. године (Фени Меј са 2,82 на 1,73 и Фреди Мак са 2,23 на 1,37 милиона укупне суме кредита), упркос порасту укупног обима њихових хипотекарних портфолија.

* Разлику између суме кредита и тржишне вредности зложене имовине

³⁸ Mahoney, P.E. and Zorn, P.M. Обећање аутоматског осигурања: Кредитно истраживање за Фреди Мак, 1997.

Иако су оба секундарна посредника обавезна да купе хипотеку с максималним износом, везаним за годишњи индекс цена станова ("кредити прилагођени захтевима"), ово правило их не ограничава у обиму кредитних активности, зато што током последњих година цене константно расту. Сходно томе, КПП такође расте. КПП указује за колико укупна вредност кредита прелази годишње приходе. У 2000. години, око 60% хипотекарних кредита је било дато зајмопримцима са приходима једнаким или већим од просечног прихода у метрополитенским подручјима у САД, који се кретао у односу КПП од 2:7 (1:3,5).

КПП за клијенте "баушпаркаса" у Немачкој је могуће индиректно обрачунати; за 37-38% свих неизвршених уговорних обавеза захтева се штедни бонус, који се једино даје резидентним домаћинствима са нето приходом испод 51.200 €. За дати просечни уговорени износ (20.000 €.), са просечном предходном штедњом од 50%, КПП је мањи од 1:5 за ове кориснике.

(в) Број клијената

За резидентна домаћинства, хипотекарни кредит је често највећа животна инвестиција, те су им у вези ове инвестиције потребни савети. Широко разграната мрежа филијала не само да побољшава приступ финансијским средствима, већ такође шири подручје саветодавних услуга. У складу с тим квалитет и домет финансијских техника може бити мерен бројем клијената (зајмопримаца).

У 2000. години, клијентела Фени Меја и Фреди Мека је обухватала 1% целокупне популације. Осим тога, 87% њихових купљених хипотекарних кредита је било дато зајмопримцима у метрополитенским подручјима са вишим нивоом прихода.

Данске хипотекарне банке, као и "баушпаркасе" су успевале да освоје широко тржиште. У Данској, у 2002. години, клијенти хипотекарних банака чине 35%, док је 2001. године у Немачкој више од 30% становништва закључило "баушпар" уговор. Због веома распрострањене продајне мрежа, "баушпаркасе" су оствариле широку регионалну расподелу.

(г) Кредитирање кроз привлачење треће стране

Дистрибутивни и продајни канали такође имају велику важност за потенцијалне зајмопримце. О њиховом квалитету се може закључивати према рати кредита уступљеној институцији треће стране (партнерима).

"Фени Меју" и "Фреди Меку" није дозвољено првотворење кредита; они у потпуности зависе од примарних кредитора, као што су хипотекарне компаније или брокери, штедионице, као и комерцијалне банке. Хипотекарне банке у Немачкој и у Данској се труде да изграде своју властиту хипотекарну мрежу, користећи ограначке мреже својих матичних банака. Док немачке хипотекарне банке теже одабиру својих властитих дистрибутивних канала и филијала, неке данске хипотекарне банке се труде да изграде своју властиту дистрибутивну мрежу, користећи сарадњу или чак и придобијање банака, а посебно агената за некретнине, за секундарну дистрибуцију преко интернета или банкарске телефонске линије.

Ова два начина дистрибуције упражњавају и "Баушпаркасе" на сличан начин. Финансијски уговори су или закључени преко партнерске институције (комерцијалне банке или штедионице) у оквиру финансијске групе, или преко њиховог сопственог особља за продају или центара за клијенте.

3. Доступност кредита

Трошкови задуживања одређују доступност кредита. Они обухватају: 1) номиналну хипотекарну стопу, 2) комисионе и административне расходе, 3) оцену и 4) осигурање. Номинална стопа мора бити изједначена са примарном стопом – "спредовима" (spreads) и стопом инфлације (реална каматна стопа) и треба да буде процењена са становишта могућих ризика (ликвидности и каматне стопе), који се могу појавити након што зајмопримац добије свој кредит.

(a) Хипотекарне стопе и накнаде

Иако у сваком систему стамбеног финансирања очигледно преовлађују хипотекарни кредити са фиксном стопом, номиналне хипотекарне стопе се суштински разликују међу собом. "Баушпаркасе" пријављују номиналну каматну стопу од око 6% годишње у задњих 40 година. Осим тога, оне обрачунавају и административна оптерећења и надокнаде за саветодавне услуге (око 1,5% од износа кредита).

Трошкови зајма у САД стоје на вишем нивоу током последњих 20 година. Пошто секундарни посредници у САД не могу првотворити хипотекарни кредит, примарни кредитори одређују каматну стопу за такве кредите. Секундарни посредници само подижу тражњу за хипотекарним кредитима и тиме изазивају пораст цена хипотекарних кредита на секундарном тржишту. Резултирајућа нижа добити на MBS може изазвати пад добити подржавајућих хипотекарних кредита на примарном тржишту. На овај начин хипотекарне каматне стопе за зајмопримце на примарном тржишту су спуштене за око 25 базних тачака³⁹, као резултат додатне тражње за хипотекарним кредитима и MBS. Просечне фиксне каматне стопе на стамбеном тржишту САД су стартовале са високим двоцифреним бројем, да би 1980-их достиле око 6% годишње (погледати Анекс V).

Замопримци такође морају поднети и додатне трошкове осигурања за случај неплаћања кредита. У складу са владиним осигурањем од неплаћања (Савезне стамбене администрације), замопримци морају предходно платити 2,25% од износа кредита. Такође, они су годишње оптерећени са 0,5% накнаде, обрачунате према износу укупне суме дуга (Sirota, 1998). Ниже накнаде се нуде за приватна хипотекарна осигурања од неплаћања. Колико дуго зајмопримац не отплаћује кредит, при односу 80% КпО, он ће у првој години бити оптерећен са 0,8% на кредит, до односа од 90% КпО. За наредне године отплате, овај коефицијент ће се смањити на 0,35% на неизвршене кредитне обавезе. Укупни трошкови задуживања су стога знатно виши од номиналне каматне стопе (у последњих 30 година: 10,46%, детаљнији обрачун дат у Анексу V).

У Данској (слично као на тржишту капитала у САД), каматне стопе падају на 6% годишње. Такође са плаћањем каматних стопа, зајмопримац мора плаћати и административне накнаде хипотекарној банци. Ове накнаде покривају административне трошкове, губитке, плаћање пореза и доприносе на резерве за кредитора. Неизмирени дуг од 0,5% представља релативно низак показатељ у поређењу са кредитним износом. Додатно, постоји и накнада за добијање кредита, која износи 1% од главнице. Хипотекарне банке такође убирају приходе од комисионих и специјалних услуга, као што је пренос дуга на другу банку.

³⁹ USCBO Federal subsidies and the housing GSEs. Washington 2001.

(б) "Спредови" и реалне каматне стопе

У оцени нивоа номиналне каматне стопе, актуелна стопа инфлације може бити суштинска за обрачун хипотекарне каматне стопе у реалном времену. Поред тога, може бити примењено и упоређивање номиналне каматне стопе са базном стопом за краткорочне кредите, која се једино примењује за првокласно рангираног зајмопримца. Оба система тржишта капитала зависе од економских кретања и инфлације, која увек води ка позитивној реалној каматној стопи (око 3%) и позитивним спредовима*, који тренутно износе око 1,5% у САД) у поређењу са базном стопом.

Пошто у Баушпар техници удео кредита са фиксном стопом сачињава 100%, где просечна кредитна стопа не зависи од кретања на тржишту капитала или стопе инфлације, могуће је закључити да су у овом систему висока варирања реалних кредитних стопа, као и спредова у односу на базне стопе. С обзиром да је актуелна ситуација слична, како за "баушпаркасе", тако и за систем тржишта капитала због скоро истих номиналних услова, 1980-их и делимично 1990-их у "баушпаркасама" су били негативни нивои реалних каматних стопа и негативни спредови. Ово није резултат законских ограничења каматних стопа, већ чињенице да је зајмопримац у пуној мери заштићен од ризика каматне стопе.

(в) Ризик ликвидности/неликвидности

У кредитним пословима, најважније су три категорије ризика (погледати Поглавље II): ризик неплаћања/кредитни ризик, ризик каматне стопе и ризик ликвидности. На финансијским тржиштима, ови ризици су пренети на оне учеснике у тржишту који су способни и вољни да их апсорбују. Док у све три финансијске технике ризик неплаћања мора преузети кредитор капитала, дотле се расподела ризика за две остале категорије разликује.

Зајмопримци "баушпаркаса" морају поднети ризик ликвидности, зато што њима није унапред познато када ће кредит бити исплаћен. Они морају узети у обзир период чекања пре добијања кредита.

Процеси расподеле кредита су много прозачнији у САД и Данској, где клијенти могу обрачунавати свој кредитни износ директно преко интернета. Клијенти у данским хипотекарним банкама и кредитори капитала у САД нису оптерећени ризиком ликвидности, као што је случај код "баушпаркаса".

(г) Ризик каматне стопе

Док је ризик каматне стопе у "Баушпар" систему ограничен условима закљученог уговора, зајмопримци у Данској и САД сnose овај ризик, а посебно код хипотекарних кредит са пливајућом каматном стопом. У обе земље, у последњих неколико година, хипотекарни кредити са пливајућом каматном стопом постају много популарнији.

У 2001. години, обим нових хипотекарних кредита са пливајућом каматном стопом у данским хипотекарним банакама прелазе обим кредита са фиксном стопом у прво време. У САД, Фени Меј већ купује више од 10% хипотекарних кредита са прилагодљивом стопом у 2002. години.

* Разлика између добити на обичну обвезницу и обвезницу Трезора са упоредивим роком доспећа, изражено у %

Данске хипотекарне банке прихватају предплаћање без пенала, пошто клијенти имају право да отплате свој хипотекарни кредит у било које време, откупљујући своје обвезнице на тржишту или отплаћујући хипотекарни кредит по номиналној вредности у готовини, уколико се за финансирање хипотекарног кредита користе позивне обвезнице (обвезнице са правом откупа пре рока). У САД, могући трошкови отплате пре рока доспећа су већ укључени у обрачун спредова првотворног кредитора и у складу с тим су плаћени од стране зајмопримца.

(h) Збирна контролна листа; помоћни циљеви; критеријуми и процена

Табела 5. приказује резиме помоћних циљева и процену ова три финансијска система од значаја за зајмопримца. Рубрике са означене бројкама су помоћни циљеви док словне рубрике представљају различите предложене индексирани показатеље. За индексирани показатеље се такође предлажу методи мерења, као и за вредновање и друге одговарајуће информације. Неке процене недостају, јер нема довољно података или информација.

Таблица 5. Контролна листа за зајмопримце

| ЗАЈМОПРИМАЦ | Уговорна штедња за становање "баушпаркаса" | Секундарни посредници (САД) | Хипотекарне обвезнице (Данска) |
|--|--|--|--|
| 1. Кредитна понуда | | | |
| А) Стамбени кредитни портфолио: недоспели стамбени кредити : недоспели кредитни портфолио, % | 100 | 96 | 58 |
| Б) Континуитет нових кредита: промене у новом кредитирању % | 1,5 (од 1997-2001) | | 69,42 |
| В) Удео на тржишту % | 28,8 | 39 | 90 |
| Г1) Величина кредита/ КпО | 20.000/ КпО највише 80% | 100.000/ без захтеваног КпО | 270.000/ КпО највише 80% |
| Г2) Периоди отплате, године | 6-11 | 25-30 | 25-30 |
| 2. Распоживост кредита | | | |
| А) Тражено обезбеђење: КпО % | предходна штедња; другостепена хипот. (без обезбеђења) | првостеп. хипотека; 60-62 последњих 10 година (+ кредит са додат. обезбеђ; 27) | првостеп. хипотека; 80% укупног портфолија хипотека < 50 |
| Б1) Рата према приходу (РПП) | | 30 | |
| Б2) Кредит према приходу (КПП) | <0,2 | 2,7 | |
| В) Број клијената: % од становништва | 30 | 1 | 35 |
| Г) кредитирање од треће стране: стопа кредита преко инстит. треће стране (партнера) | 45 | 100 | |
| 3. Доступност кредита | | | |
| Хипотекарне стопе и накнаде, % | 6 (+1,5 за администр. трошкове и накнаде) | 10,46 (укључив осигурање) | 6 (+0,5% за ризике и админ. трошкове) |
| Средови* и реалне каматне стопе** | висока варирања*; негативне** за период 1973-1995 | 1,5*; позитивне 3,0** | позитивне 3,0** |
| Ризик ликвидности | да | не | не |
| Ризик каматне стопе | ограничен условима уговора | да, при пливајућој стопи | да, при пливајућој стопи |

Г. Кредитори

За кредиторе капитала су значајна три главна аспекта у стамбеном финансирању: привлачност инвестиције, осигурање средстава и профитабилност кредита за акционаре у финансијским институцијама.

1. Привлачност инвестиције

За инвеститоре који се баве рефинансирањем финансијских посредника, које је могуће поделити на приватне и институционалне инвеститоре, за процену привлачности инвестиције важни су: рокови доспећа, добит, спредови и реалне каматне стопе (упоредиве са постојећом инфлацијом).

(а) Рок доспећа инвестиције

Како би се проценила штедња и инвестициони производи које пружају финансијске институције, потребно је узети у обзир рок доспећа.

Данске хипотекарне банке, као и секундарни посредници у САД не примају било какве депозите. Они рефинансирају своје кредите преко обезбеђених и необезбеђених обвезница (преко 90%). У 2002, финансирања Фени Меја су се у 45% случајева односила на краткорочне дужничке обавезе са првенственим правом потраживања (са доспећем до годину дана). Стопа краткорочног финансирања код данских хипотекарних банаке је знатно нижа, али у неколико последњих година бележи пораст, као што се може видети у годишњем извештају о лидерима на тржишту из 2002. године (2001: 22%, 2002: 32%). "Баушпаркасе", међутим, рефинансирају више од 70% својих кредита средствима штедних депозита.

(б) Удео институционалних инвеститора

Главни инвеститори у америчке МБС су институције (око 85%): осигуравајућа предузећа, пензиони фондови, инвестициони фондови и централне банке. Страни инвеститори су веома значајни јер им припада око 34% свих хипотекарних обвезница које издају Фени Ме и Фреди Мек. Банке у САД такође држе значајан удео ових обвезница (17,4% у 2002). Као инвеститори, резидентна домаћинства играју мање важну улогу (њихов удео се креће око 10%).

Држање обвезница, које издају Фени Меј и Фреди Мек повољно је и економично за банке у САД, пошто захтеви за довољношћу капитала за ове обвезнице износе 1,6%, у поређењу са обичним банкарским обвезницама, за које се захтева 4%. Ова повољна одредба за регулисање дуга Фени Меја и Фреди Мека дуга представља подстицај за комерцијалне банке у пословима првотворења хипотека и за трговање њима у облику МБС-а, пошто, при нижим захтевима за капиталом, могу прикупити много ликвиднију хипотекарну активу.

У Данској такође расте број иностраних држалаца обвезница. Њихово учешће износи 12% (92% институционални инвеститори). Разлог томе је чињеница да хипотекарне обвезнице уживају посебне повољности, које су део законодавства ЕУ. Пошто оне имају статус висококвалитетних хартија од вредности (класа 1), осигуравајућа предузећа (у Данској 30% свих инвестиционих обвезница) могу улагати до 40% своје активе у обвезнице, које издаје једна једина хипотекарна банка.

Иако је и "Баушпаркасама" ово дозвољено, оне ретко издају обвезнице. Њихову главну основу финансирања чини штедња резидентних домаћинстава (око 80% свих расположивих средстава).

(в) Добици

Добици на обвезницама и MBS-у варирају према кретањима на тржишту. Током последњих година добити на данским и САД обвезницама падају са двоцифрских показатеља на око 5% годишње.

"Баушпар" штедња има ниске добитке на своје депозите (2,8% годишње у задњих 20 година). Међутим, могућност добијања кредита са ниском каматном стопом компензује ниска каматна стопа на штедњу.

(г) Спредови и реалне каматне стопе

Пошто дуг владе обично ужива добар рејтинг, њихови добити се сматрају као референтни ниво за све друге дугове. Због чињенице да се хипотекарне обвезнице сматрају ризичнијим од дугова владе, њихови спредови треба да буду позитивни. Опционо-подешен спред за данске хипотекарне обвезнице, према Владином обвезницама, износи око 0,35%.

Спредови између MBS Фени Меја/Фреди Мека и обвезница трезора САД су веома ниски зато што инвеститори у MBS рачунају са директном гаранцијом Федералних власти. Стога оне имају нижу очекивану добит. Тренутне оцене указују да им овај "статус агенција" даје преимућство од 40 ПП (поена пословања) за дужничке обвезнице и 30 ПП за њихове MBS⁴⁰. Тренутно, спредови прелазе упоредиве показатеље Трезора САД са 30-120 ПП.

Реалне каматне стопе "баушпар" штедње варирају у складу са стопом инфлације. Искусвена евиденција показује да су стопе на депозите "Баушпаркаса", у периоду између 1970 и 1997, нагињале ка негативној реалној стопи од -0,5% за немачке инвеститоре⁴¹. Пошто је инфлација била ниска у Немачкој током неколико задњих година, штедише остварују позитиван реални повраћај. У том контексту, премија још више побољшава њихову реалну каматну стопу.

Супротно од тога, инвестиције у хипотекарне обвезнице, као и MBS, испољавају позитиван повраћај у реалним условима од око 3% (слично националној стопи инфлације)

2. Сигурност средстава

Други кључни фактор одрживе капитализације средстава представља сигурност средстава. У том контексту, инвеститори узимају у обзир ризик инфлације и реинвестирања, ризик ликвидности и кредитни ризик, а такође и показатеље о довољности капитала за одређену технику стамбеног финансирања.

(а) Ризик инфлације и реинвестирања

⁴⁰ USCBO, Федералне субвенције и становање ВСП, Washington, 2001

⁴¹ Nadler. M. Internationale Wohnungsfinanzierung. Muenchen, Wien, 2001

Због фиксних камата на финансијске производе, како код временски орочених обвезница, тако и код депозита, у сваком од три разматрана система, ризик инфлације (који се везује за каматну стопу у реалном времену) се преноси на инвеститора.

У ситуацији када каматне стопе расту, ризик смањења цена обвезница директно оптерећује инвеститоре који држе хипотекарне обвезнице и MBS. Корисници "баушпаркаса" су погођени једино када је пораст каматне стопе изазван инфлацијом. Тада ће инфлација "јести" вредност њихове штедње. Као последица тога ће се појавити разлика (мањак) између уштеђеног износа и планиране стамбене инвестиције.

Овај проблем је могуће решити једино путем увођења индексираних цена⁴²; у међувремену ово решење је примењено код данских хипотекарних банака, само у ограниченом обиму. Средином 2004. године, Фени Ме је планирао издавање обвезница индексираних према кретању цена.

Када падају каматне стопе, што је данас случај у скоро свим земљама на свету, расте специфичан ризик реинвестирања за инвеститоре хипотекарних обвезница и MBS, који може бити мерен уделом позивних дуговања у сваком систему.

Вредност овог ризика је увек посебно висок за данске инвеститоре, зато што зајмопримци могу исплатити хипотекарни кредит пре рока, куповином обвезница на тржишту у било које време, или плаћањем исте вредности готовином. У вези са растућим бројем кредита са пливајућом стопом, при чему зајмопримци (а не инвеститори) сnose ризик каматне стопе, удео позивних годишњих кредита у активама данских хипотекарних банака пада на приближно 70% у 2001. години (предходни показатељ је прелазео 85%).

Насупрот томе, инвеститори у америчке MBS се сусрећу са знатно нижим ризиком у односу на пад каматних стопа. Мобилизација њиховог капитала је типично изведена само из позивних дуговања са правом отплате пре рока (најраније три године након издавања) до 30%. Четрдесет процената се финансира кроз непозивне обвезнице са фиксном стопом, а преосталих 30% потиче од обвезница са променљивом стопом.

(б) Солвентност/платежна способност

Пошто неки клијенти "баушпаркаса" не могу исплатити кредит, "баушпаркасе" имају одређене резерве ликвидних средстава, које се користе за задовољење кредитне тражње. У последњих 25 година ликвидне резерве износе 10% од кредитног портфолија (или 8% од укупне активе).

Ликвидне резерве "Фени Меја" су знатно ниже, око 0,2% од укупне активе, док данске хипотекарне банке имају у просеку 7-8% резерви у билансима (укупна актива).

У системима САД и Данске, тржиште обвезница одређује општи показатељ ликвидности инвеститора. Количински, он може да се изрази кроз обим обвезница или промет обвезницама, полазећи од њихове номиналне или тржишне вредности.

Тржиште обвезница у САД и Данској испољава високу ликвидност. На пример, номинална вредност данских хипотекарних обвезница непристиглих за наплату, у 2001. години, износила је 199 милијарди €, док је номинални обим трговања био око 400 милијарди €.

(в) Кредитни ризици

⁴² Nadler. M. Internationale Wohnungsfinanzierung. Muenchen, Wien, 2001

Из перспективе инвеститора, неотплаћивање кредита или кредитни ризик је најважнији за праћење. Заостали дугови и пропуштене рате служе као показатељ раста кредитног ризика. "Баушпаркасе" показују веома низак степен неплаћања, који се креће између 0,02-0,05% од свих кредитних активности. Не рачунајући послове предфинансирања и међуфинансирања, ова бројка износи 0,01% од недоспелих "баушпар" кредита. "Баушпар" систем се стога може сматрати као средство снижавања кредитног ризика за банке.

Последње показатељи за стамбене кредите данских хипотекарних банака такође показују стопу од 0,01% неизвршених кредитних обавеза. Показатељ расте на 0,2% када се укључи комерцијално кредитирање.

Систем у САД бележи сличне показатеље за кредите са максималним КПО од 80%. Насупрот томе, пропуштене исплате у сектору кредита са допунским кредитним обезбеђењем износе 1,3% у односу на укупне неизвршене кредитне обавезе. Као резултат тога, секундарни посредници у САД су одустали од ове врсте кредитних активности у последње две године.

За инвеститоре осим удела пропуштених исплата пажњу привлаче и редовне публиковане информације неопходне за процену квалитета првотворене хипотеке. У том смислу такође помажу и оба система тржишта капитала, кроз дистрибуцију информација о квалитету издатих обвезница (КПО стопа, неисплаћене рате, типови основних актива/подлога у имовини, кредитни рејтинг зајмопримаца, и сл.). Посебно су у систему САД ове информације од кључне важности, пошто секундарни посредници сами не дају, нити администрирају кредите за стамбено финансирање. Стога су агенције за рејтинг кључни елемент система, јер процењују квалитет подлоге за сваку емисију MBS.

(г) Довољност капитала

Стабилност финансијских посредника је суштинска за инвеститоре. Стога се рејтинзи ових институција такође узимају у обзир у показатељима сопственог капитала или довољности капитала за улагање.

Данске хипотекарне банке показују висок проценат сопственог капитала. Стопа сопственог капитала до 6% од укупне aktive или 10% од укупног капитала изложеног ризику такође представљају законом прописане захтеве. Прописи условљавају да основни капитал хипотекарних банака треба да износи најмање 8% од њихове aktive изложене ризику.

Током последњих 30 година, "баушпаркасе" приказују стопу сопственог капитала од 4,8%.

Стопе сопственог капитала секундарних посредника у САД падају са 3,3% у 1998. на 2,1% у 2002. Пошто су гаранције од неплаћања за MBS често дате на ванбилансној основи, овај показатељ је низак, али је још увек у складу са прописима⁴³. Према овим прописима, секундарни посредници су обавезни да поседују минимални сопствени капитал у односу 2,5% од билансне active, 0,45% од неизвршених гарантованих MBS и 0,45% од других ванбилансних активности.

Упркос ниској стопи сопственог капитала, инвеститори сматрају да је ризик од неизвршења обавеза "Фени Меја" и "Фреди Мека" низак из два разлога. Прво, обе институције успевају да сачувању своју стопу неизвршења ниском, зато што стално

⁴³ Закон о Владином спонзорисаним предузећима (GSE Act, 1992) је донет као део Закона о развоју становања и комуналних делатности из 1992, садржи основна правила за секундарне посреднике у САД.

овај ризик преносе на првотворне кредиторе и приватне имаоце хипотека, који осигуравају ризик неизвршења. Као резултат, ове компаније извештавају о порасту показатеља пропуста (пропуштених исплата) у свакој години. Друго, инвеститори рачунају са безусловном гаранцијом Федералних власти за дуг "Фени Меја" и "Фреди Мека".

3. Профитабилност за акционаре

Профитабилност за акционаре у финансијским институцијама може бити постигнута кроз већу трошковну ефикасност, али такође и кроз високе нето приходе и високе марже институција. Оба ова фактора могу деловати на постизање одговарајућег повраћаја од сопственог капитала/активе и на однос трошкова према приходу.

(а) Трошковна ефикасност

Обично се ефикасност мери односом оперативних трошкова према кредитном портфолију или укупној активи финансијске институције.

Код данских хипотекарних банака, типична маржа за стамбене кредите износи око 0,5%. Овај показатељ садржи све трошкове од првотворења до администрирања хипотекарних кредита. У 2001, оперативни трошкови за различите данске хипотекарне банке су износили између 0,1% и 0,4% од укупне aktive.

Фени Ме извештава скоро неизмењене оперативне трошкове, који износе 0,2% од укупне aktive (билансне). Због одсуства операција првотворења и сервисирања хипотекарног кредита, административни трошкови падају на 11,5% у односу на оперативне приходе.

Просечни трошкови "баушпаркаса" износе до 2% од њихове укупне aktive током последњих 30 година. Виши административни трошкови су узроковани значајним персоналним трошковима, због тога што продаја "баушпар" уговора захтева велики персонал. Надаље, трошкове увећава потреба за администрирањем већег броја малих рачуна.

(б) Нето приходи и марже

Нето каматна маржа данских хипотекарних банака варира између 0,3% и 0,6%. У случају секундарних посредника у САД, овај показатељ варира од 1,0% до 1,2%. Данске хипотекарне банке и секундарни посредници у САД остварују просечне нето комисионе приходе (приход посредовања од наруџбина) од око 0,5%

Током последњих 30 година "баушпаркасе" остварују просечну нето каматну маржу од 3% и нето хонораре и комисионе приходе око 1,5% од износа неизвршених кредита.

(в) Повраћај од сопственог капитала и aktive

Током последњих 30 година "Баушпаркасе" генеришу 7,3% повраћаја од сопственог капитал (ПСК) и 0,3% повраћаја на активу (ПА). У 2001. години ПСК за данске хипотекарне банке се креће између 5,6% и 8,3% и ПА варира између 0,2% и 0,38%.

"Фени Ме" генерише ПСК, који је за 26-29% виши од друга два стамбена финансијска система, док ПА износи 0,7% током последњих 10 година.

Повраћај за акционаре и секундарне посреднике у САД је више него дупло већи од повраћаја у данским банкама и немачким "Баушпаркасама". Један од разлога за ову разлику је тај да су захтеване капиталне и ликвидне резерве ниже у САД. Осим тога, САД секундарни посредници су изузети од државних и локалних пореза и такси Комисије за хартије од вредности и берзанске операције⁴⁴.

(г) Однос расход према приходу

"Баушпаркасе" приказују оперативне трошкове од скоро 95% у последњих 30 година. Данске хипотекарне банке извештавају о варирању стопе расход-приход између 47-66%. САД секундарни посредници имају изједначену стопу расхода од само 17-21% у односу на приходе.

(д) Збирна контролна листа: подциљева, критеријуми и оцена

Табела 6 приказује резиме подциљева, критеријума и оцена три финансијска система за кредиторе. Неке оцене недостају, зато што нема података и информација.

⁴⁴ Акције "Фени Меја" су листиране/изложене на Њујоршкој берзи и стога морају да плате провизију и накнаду Комисији за хартије од вредности и берзанске операције (Security Exchange Commission – SEC)

Табела 6. Контролна листа за кредиторе

| КРЕДИТОРИ | Уговорна штедња за становање "Баушпаркасе" Немачка | Секундарни посредници (САД) | Хипотекарне обвезнице (Данска) |
|---|---|---|---|
| 1. Привлачност инвестиције | | | |
| <i>А) Рок доспећа инвестиције- краткорочни: позивне обвезнице, %</i> | 70 (штедни депозити; тромесечни рок извештавања) | 45 ("старија" дугов. рок доспећа до 1 године) | 32 ("старија" дугов. рок доспећа до 1 године) |
| <i>Б) Удео институционалних инвеститора, %</i> | 0; (80% удео резидентних домаћинстава) | 85%; (34% удео иностраних инвеститора) | 92%; (12% удео иностраних инвеститора) |
| <i>В) Добици, %</i> | 2,8 (1970-1997) | 5 (2001) | 5 (2001) |
| <i>Г1) Спредови, базни поени, %</i> | | 30-120 БП | 0,35% |
| <i>Г2) Реалне каматне стопе</i> | -0,5 (1970-1997) | 3 | 3 |
| 2. Сигурност средстава | | | |
| <i>(а) Инфлација и ризик реинвестирања</i> | предуслов=стабилност цена; одсуство ризика реинвестирања | снижење кам. стопе – плаћање пре рока | снижење кам. стопе – плаћање пре рока |
| <i>(б) Ликвидност- ликвидне резерве: укупна актива, %; обим обвезница/повраћај</i> | 10 | 0,2; висока ликвидност | 7-8; висока ликвидност 199 млрд. €/ 400 млрд. € |
| <i>(в) Кредитни ризици- удео неплаћања</i> | 0,02 – 0,05 (0,01, уколико се искључи пре- и међу- финансирање | 0,01 (без додат. обезбеђења); 1,3 (са додатн. обезбеђењем) | 0,01 (приватно становање) 0,2 (комерциј. кредити) |
| <i>(г) Довољност капитала- удео акционог капитала, %</i> | 4,8 | 2,1 | 6 (актива) 10 (изложени капитал) |
| 3. Профитабилност за акционаре | | | |
| <i>(а) Трошковна ефикасност- оперативни трошкови: укупна актива, %</i> | 2,6 | 0,2 | 0,1-0,4 |
| <i>(б) Нето приходи и марже- нето каматне марже; нето приход од комисионе провизије: накнаде, %</i> | 3; 1,5 | 1,0-1,2; 0,5 | 0,3-0,6; 0,5 |
| <i>(в) Повраћај сопственог капитала (ПСК) и активе (ПА) %</i> | 7,3/0,3 | 26-29/0,7 | 5,6-8,3/0,2-0,38 |
| <i>(г) Расходи према приходима, %</i> | 95 | 17-21 | 47-66 |

Д. Влада

1. *Владина оцена система финансијског приватног становања*

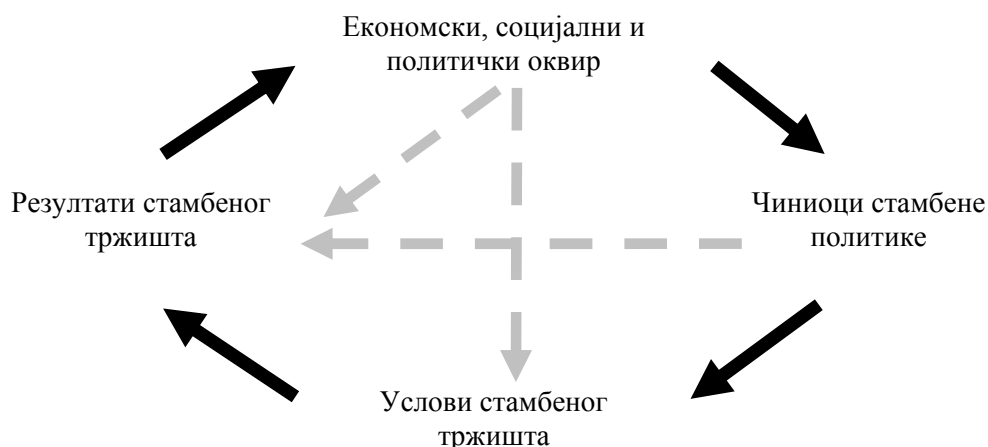
Влада мора оцењивати и усвајати стамбене политике, које ће, заједно са развојем финансирања приватног стамбеног сектора, ефикасније и делотворније подржати стамбену тражњу и стимулисати стамбену понуду и обновити, односно унапредити стамбену ситуацију на националном нивоу. У делу В и Г, контролне листе и параметри помоћних циљева приказују, шта може бити коришћено као аргументација "за" и "против" различитих финансијских система за зајмопримце и кредиторе. Примена контролне листе на три система је дата као пример.

Осим тако систематизованих података и комплексних информација, Влади су потребна сазнања о директним и индиректним ефектима различитих финансијских система на стамбено тржиште у целини, на стамбену ситуацију различитих група домаћинстава, као и на националну привреду, у циљу стварања добре основе за одлучивање о развоју финансирања приватног стамбеног сектора.

Коначно, одлучивање мора бити засновано на економским и институционалним предусловима, предусловима везаним за специфичности финансијског сектора и стамбеног сектора, као и процени трошкова и других последица по Владу.

Донносиоци политичких одлука треба да омогуће да плодан и одржив систем финансирања приватног стамбеног сектора да очигледне и директне користи за индивидуалне зајмопримце и кредиторе, као и да обезбеди директне и индиректне користи за власти. Пратећи модел који је дао Енцел⁴⁵, ефикасан стамбени систем – као део "услова стамбеног тржишта" и "чиниоца стамбених политика" – може унапредити резултате стамбеног тржишта у интересу националне привреде.

Графикон VI.: Остварљиве користи за владу



Енцел сматра да су крајњи исходи стамбеног тржишта цене станова и закупнина, укључујући и количину и квалитет станова. Помоћу добро познатих међународних показатеља⁴⁶ може се мерити ефикасност система стамбеног

⁴⁵ Angel, S. *Housing Policy Matters – a Global Analysis*. Oxford, 2000

⁴⁶ Са резултатима глобалних сагледавања ових показатеља (као што су стамбена производња, домаћинства у односу на настањене станове, стамбена површина по становнику, средња величина

финансирања. Такође, практичан рад Освалда, Јансен Тимена и других⁴⁷, као и далеко више економиста⁴⁸, указује на позитивну везу између резултата у стамбеном сектору и "економских, социјалних и политичких услова" у земљи (погледати предходни график), као и националних резултата и запослености или "финансијске задужености" националне привреде.

Иако узрочна веза између ових користи и система стамбеног финансирања није лака за доказивање, постоје искуствене студије⁴⁹ које показују позитивне везе између критеријума, као што су "стамбени кредитни портфолио" и "БНП по становнику" или "финансијска задуженост" (=М2/БДП).

У свему томе, технике стамбеног финансирања се јављају само као један део "економског, социјалног и политичког контекста" (у финансијском и монетарном режиму) "чинилица стамбене политике" и "услова стамбеног тржишта" (погледати предходни график). Због тога, исходи за изводљиве директне и индиректне користи зависе од преовлађујућих услова у појединим земљама. Различити чиниоци могу мењати остварљиве користи за све актере процеса финансијског посредовања.

Могу се извући два логична закључка из овог излагања: с једне стране доносиоци политичких одлука треба да знају који су економски и институционални услови и секторске специфичности потребне за постизање корисних исхода. Након тога је могуће укључити и очекиване трошкове спровођења система финансирања⁵⁰.

2. Исходни кораци и трошкови спровођења

(а) Економски предуслови

На макроекономском нивоу, сви стамбени системи захтевају слободно формирање цена каматних стопа, закупнина, цена становања, трошкова изградње и сл. Осим тога, макроекономска стабилност је неопходан предуслов за стабилна кретања кредитних хипотекарних стопа и могућности предвиђања каматних стопа. Главне одлике ове стабилности су снажне јавне финансије (низак буџетски дефицит и мали дуг) и инфлаторне стопе ниже од 10-15%.

На микроекономском нивоу, мора бити оцењена финансијска ситуација потенцијалних стамбених инвеститора. У том контексту, важни критеријуми су

стана, пораст стамбеног фонда или показатељи власничког статуса) се можемо упознати у прегледу "градских и урбаних показатеља" УН/ХАБИТАТ-а (UNCHS); погледати нпр. Angel, 2000 или Flood, 1997).

⁴⁷ Janßen-Timmen, R. and Loeffelholz, H.D. and Moss, W. Gesamtwirtschaftliche und sektorale Auswirkungen des Eigenheimbaus. Essen, 2001; Oswald, A. A Conjecture on an Explanation for High Unemployment in the Industrialized Nations (Предпоставка објашњења за високу незапосленост индустријација). Warwick, 1996

⁴⁸ Инпут-аутпут анализе већ доказују ефекте стамбених инвестиција на БДП/БНП у многим земљама. Истовремено, расте урбана стамбено имовина (благостање), пошто индивидуалне вредности сваког стана расту због стамбених инвестиција, чак и када укупан број станова остаје исти. Сходно томе, стамбени инвеститори су обично у могућности да повећају своје ренте, што води ка већем повраћају од улагања. Уколико се то дешава, Владе су у могућности да приватизују (више) јавни стамбени фонд, смањујући јавне трошкове за одржавање.

⁴⁹ Искуствене анализе о индиректним користима су описали Demirgüç-Kunt и Levine (2001, 81-140), Angel (2000, 220-231), Arimah (2000), Buckley and Tsenkova (2001), и скорије Schirmeister и Nadler (2004). Они су користили расположиве податке метропола и урбаних према показатељима UNCHS

⁵⁰ Ово је могући резултат искуствених анализа (погледати нпр. Stephens, 2003). Они приказују да владе у танзиционим привредама се рађе прихватају снажније контроле система стамбеног финансирања, него што теорија конвергенције (Mabett and Bolderson, 1999) сугерише, због њихове надлежности за спровођење система стамбеног финансирања.

штедна способност (мерена слободним приходом домаћинства) и наклоњеност штедни (мерена бруто и нето стопом личне штедне). Стамбено финансирање кроз обвезнице или MBS захтева да расположиви/слободан приход у великој мери буде довољан за покривање отплата. Такође, неопходна је и ликвидна финансијска актива од најмање 20% вредности имовине, као и ниска задуженост домаћинства (у поређењу са слободаним приходом).

(б) Институционални предуслови

Стабилне институције су неопходан предуслов за све финансијске системе. Изградња институција стога треба да буде обухваћена системом законодавства и надзора.

Функционално законодавство, које гарантује заштиту права, слободу закључивања уговора, ефикасно отуђење имовине због дуговања и сл., оснажиће поверење између зајмопримаца и кредитора. Дуге процедуре отуђења имовине и непотпун систем земљишне регистрације и кредитног регистара могу повећати кредитни ризик за кредиторе. Квалитет овога може бити мерен индексима или појединим квалитативним показатељима (одлагање отуђења) или изведен из истраживања (преобличеног у систем рејтинга).

Делотворни финансијски ситеми захтевају стабилне институције које обављају надзор над банкарским делатностима и гарантују слободну и поштену конкуренцију. Као што показује процес транзиције у централној и источној Европи, независна централна банка је снажан инструмент за промоцију здравог банкарског система. Контрола је могућа једино уколико у држави делује рачуноводство и систем спољне контроле/ревизије (IAS или US-GAAP), према јасно дефинисаном закону и правилима о банкруту, као и стимулативним и заштитним захтевима и нормама надзорних органа (као што су на пример захтеви који се тичу капитала и ликвидности, у складу са захтевима Базелске банке), посебно у банкарском законодавству.

(в) Предуслови, повезани са специфичностима финансијског сектора

Установљење хипотекарних банака и института секундарних посредника захтева напредне и добро разрађене законске услове и развијене институција. То предпоставља одговарајуће стручњаке за оцењивање, кредитне регистре, сертификоване јавне рачуновође, кредитне бироје, агенције за рејтинг са особљем за финансијску анализу, аутоматизовано осигурање и систем управљања ризиком, стручњаке за осигурање од ризика хипотекарних неизвршења, пензионе фондове и предузећа животног осигурања. Такође, систем тржишта капитала захтева постојање фондова и тржишта новца, брокере осигурања, систем електронског трговања, мешовите фондове, поверилачке фондове, дистрибуционе канале, комерцијалне примарне кредиторе или хипотекарне брокере са кредитним портфолијима који су стандардизованог рејтинга.

(г) Предуслови, повезани са специфичностима стамбеног сектора

Сваки систем стамбеног финансирања захтева средства неопходна за одговарајућу градску инфраструктуру, како би се обезбедило задовољавајуће водоснабдевање, напајање електричном енергијом, телекомуникације, јавни

транспорт, школе, оптимална удаљеност од радног места и сл. У том контексту општине треба да припреме земљиште за изградњу.

Уколико цене станова у односу на приходе на националном нивоу прелазе вредност 5, ограничава се кредитна способности приватних домаћинстава, те је потребно избегавати високе трошкове изградње, као и производне концентрације на тржишту девелопера (развојних предузимача) и зависност од увоза грађевинских материјала за станградњу. Због своје величине и контроле закупнина у јавном стамбеном сектору, издавање станова је често јефтиније од изградње куће. Осим тога изградња станова за издавање често ужива повољност пореских олакшица, што одржава закупнине на ниском нивоу (у односу на цене станова на тржишту). Због тога ће уклањање система контроле закупнина и пореских олакшица и промоција активног прибављања земљишта и политике развоја грађевинског земљишта оснажити ликвидност тржишта и смањити равнодушност домаћинстава у одлучивању између закупа и куповине станова.

Значај ових критеријума се мења у зависности од финансијске технике; док се "баушпаркасе" примарно ослањају на велику концентрацију приватних станова (за финансирање, обнову и модернизацију), хипотекарне обвезнице и MBS зависе од опремања земљишта за нову изградњу. У централној и источној Европи, на пример, растућа приватизација у стамбеном сектору води ка увећању процента станова у личном власништву (преко 80-85%). Због тога грађани често траже стамбене финансијске производе малог обима, који служе за покривање трошкова обнове и модернизације.

Такође, финансирање тржишта капитала је ограничено у овом региону, зато што још увек недостају многи инструменти неопходни за његов развој. У овим условима "баушпар" систем захтева мање предуслова у стамбеном сектору, а такође може обезбедити и постепено увођење других техника стамбеног финансирања.

(d) Стамбене субвенције

Следи разматрање питања о томе у којој мери су неопходне стамбене субвенције као један од предуслова, уколико је то суштински важно за финансијску технику. Уколико су субвенције неопходне као помоћ (а не замена) у систему стамбеног финансирања, оне морају бити (по аналогији са већ изведеним критеријумима за мерење делотворности система приватног стамбеног финансирања) трошковно ефикасне, добро циљане и прозачне/видљиве. Такође, оне треба да унапреде приступ финансијским средствима и да буду једноставне за администрирање од стране управних органа.

Иако у предходној деценији владе земљама западне Европе смањују субвенције паралелно са општим падом хипотекарних каматних стопа, сва три разматрана система још увек добијају специфичне подршке⁵¹.

Корисници немачке "Баушпаркасе" уживају штедни бонус, повезан са њиховим нивоом прихода. Осим тога, немачка Влада домаћинствима даје једнократну новчану помоћ за уплату прве рате, при инвестирању у станове са

⁵¹ Штедни бонуси, порески одбици, изузећа од плаћања пореза, пореске олакшице, субвенције на камту, ниско-каматни кредити и субвенције за учешће, се називају "стимулације везане за корисника", док (директне и индиректне) владине субвенције и гаранције за финансијске посреднике нису везане за корисника већ су "везане за институцију". Разлика између ова два типа субвенција је у томе, да стимулација везана за институцију може бити, али не мора, одговорати кориснику (као што је могуће сагледати у случају САД, поглавље II и III).

периодом отплате кредита преко осам година. Ова стамбена субвенција није условљена одређеном техником финансирања.

Пошто су актуелни трошкови зајмопримаца у Данској, а посебно у САД, виши од оних у немачким "Баушпаркасама" (погледати секцију В и анекс V), владе обе земље обезбеђују пореске повластице, како се висока оптерећења пореза на приходе не би одражавала на доступност кредита за многе зајмопримце, кроз установљење максималног КПП (погледати секцију В.2.б). У обе земље, хипотекарна камата се може одбијати у скоро неограниченој стопи (до кредитног износа од 1 милион US\$ у САД), од опорезивог прихода пореза на штедњу са високом стопом приноса. Осим тога, у САД премије за осигурања од неизвршења кредитних обавеза, ускоро могу такође бити квалификоване као пореско-расходни трошкови. Предпостављајући номиналну каматну стопу од 9,82% (историјски просек између 1973. и 2002. на САД стамбеном тржишту) и пореске стопе на приходе физичких лица од 30%, нето трошкови зајмопримца износе 7,25% (погледати анекс V), што је још увек више од несубвенционисаних просечних хипотекарних стопа "баушпаркаса" у Немачкој, у последњих 25 година (чак и када се додају накнаде везане за рок отплате кредита).

Осим тога, секундарни посредници у САД су једини који примају специфичну институционалну субвенцију, која се састоји од већ подразумеваних нижих захтева за капиталом, ниско-трошковним кредитним линијама трезора САД, изузећа од државних и локалних пореза и накнада за листинг, као и безусловне гаранције Владе. Трошкови ових стамбених субвенција су донекле виши, што се може, на пример, закључити из просечних трошкова безусловне Владине гаранције за покривање ризика неплаћања MBS. Горњи праг једногодишњих расхода неподвижених обавеза, предходно је подразумевао спредове од 40 базних поена за неизмирене дужничке обавезе (1,081 милијарда US\$ у 2000.), као и спредове од 30 базних поена на њихове недоспеле MBS (1,283 милијарде US\$ у 2000.), што би требало да резултира директним трошковима од 8 милијарди US\$ у 2000. години⁵².

Надаље, кроз додатне пореске расходе (дефинисане као губици у приходима карактеристични за одредбе федералних пореских закона), само за одбитке везане за каматну стопу хипотекарних кредита, за 2002. годину је разматрано додатних 64,25 милијарди US\$. Овај износ се поклапа са 3,12% укупних федералних расхода Владе САД. Крајњи износ треба да буде чак и већи, уколико се узму у обзир порески расходи државних и локалних пореза, који се одбијају за становање у личном власништву (22,68 милијарди US\$ у 2002), као и порески расходи за изузеће код капиталних добитака при продаји кућа (19,67 милијарди US\$ у 2002).

Код данских хипотекарних банака субвенције су ниже. Овде је процењена пореска вредност одбијених камата обрачуната на 2,7-3,4 милијарде евра у 1998. години⁵³.

Поредећи са овим, значајно су нижи исноси из бонуса за штедњу у оквиру система "баушпаркаса": Владини расходи за 2000. годину износе до 0,5 милијарди евра, што може бити сматрано трошковно ефикасним системом, посебно у односу на национални БДП (0,025%). Уколико се томе дода једнократна новчана помоћ за уплату прве рате ('*Eigenheimzulage*'), тада је износ стамбених субвенција у Немачкој 10,5 милијарди евра. Насупрот индиректним субвенцијама за данске хипотекарне банке и секундарне посреднике у САД, немачке стамбене субвенције за власнике станова су прозрочне/видљиве, будући да је износ субвенција у потпуности исказан и јасно се приказује у јавном буџету.

⁵² White, Lawrence, J. Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of reforming Housing Finance. *Journal of Financial Services Research*, forthcoming, 2003

⁵³ Према информацијама Министарства за стамбене и урбане послове Данске, 1999

Мада се оцена постојећих стамбених субвенција мора у принципу раздвојити од анализе могућих користи стамбених финансијских техника⁵⁴, све технике могу бити комбиноване са различитим видовима субвенција. Постојећи приступ оцењивања у овом поглављу допушта различите комбинације; нпр., комбиновање система хипотекарних банака са једнократном новчаном помоћи за уплату прве рате⁵⁵, може бити интегрисано у оцену као нова алтернатива за систем стамбеног финансирања.

3. Завршна разматрања

Уколико се преовладавајући услови у привреди неке земље јасно разликују од предходно описаних неопходних предуслова, националне власти имају одговорност да олакшају и стимулишу пословне односе између приватних кредитора и зајмопримаца⁵⁶.

Уколико нису доступна одговарајућа средства помоћи за технички развој из друге земље или наднационалне организације, тада у оцењивање конкретног система стамбеног финансирања треба да буду укључени могући расходи националних власти за трошкове спровођења система. То је потребно извести уз помоћ једне свеобухватне контролне листе, као што је представљено у табели 7.

Постаје јасно да технике стамбеног финансирања са предузимањем мањег броја мера и нижим трошковима спровођења постижу вишу вредност појединачне користи са тачке гледишта националних власти. Пошто је то у основи применљиво на све нивое привредних, институционалних и секторски специфичних предуслова, које је неопходно обезбедити, оцењивачки приступ постаје далеко очигледнији када се узму у обзир износи резултујућих трошкова увођења различитих типова "промоције стамбеног статуса" кроз субвенције, уколико буде изабрана таква опција. Што су виши трошкови одређеног система, тиме је он мање привлачан за власти

⁵⁴ Погледати такође Duebel. Раздвајање стамбеног власништва од финансирања. Традиционалне политике хипотекарног тржишта. Актуелна реформска искуства и научене лекције из реформисања субвенција. Washington, 2000

⁵⁵ Поредћи расположиве стамбене субвенције (погледати Struyk, 2000, or Nadler, 2001), као што су једнократна и неповратна давања за учешће, штедни бонуси, субвенције на камате, ниско-каматни кредит, владине (директне и индиректне) субвеније или гаранције за финансијске посреднике за становање, једнократна, неповратна сума за учешће, дата у целини, нуди једно од најбољих могућих решења за зајмопримце.

⁵⁶ О широко распрострањеној "потврђеној" стратегији за националне стамбене политике, погледати такође и UN-НАВИТАТ – Градови у глобализованом свету. Глобални извештај о људским насељима 2001.

Табела 7: Контролна листа под-циљева и критеријуме у оцењивању система стамбеног финансирања

| | | | |
|--|--|--|------------------------------------|
| Ефикасан систем стамбеног финансирања | ЗАЈМОПРИМЦИ | Кредитна понуда | Стамбени кредитни портфолио |
| | | | Континуитет новог кредитирања |
| | | | Удео на тржишту |
| | | | Износ кредита + период отплате |
| | | Расположивост кредита | Захтеви за обезбеђењем (колатерал) |
| | | | Кредит према приходима (РПП и КПП) |
| | | | Број клијената |
| | | | Кредитирање треће стране |
| | | Доступност кредита | Хипотекарне стопе и накнаде |
| | | | Спредови и реалне каматне стопе |
| | | | Ризик ликвидности |
| | | | Ризик каматне стопе |
| | КРЕДИТОРИ | Привлачност инвестиције | Рок доспећа инвестиције |
| | | | Удео институционалних инвеститора |
| | | | Добици |
| | | | Спредови и реалне каматне стопе |
| | | Сигурност средстава | Инфлација и ризик реинвестирања |
| | | | Солвентност |
| | | | Кредитни ризици |
| | | | Довољност капитала |
| Профитабилност за акционаре | | Трошковна ефикасност | |
| | | Нето приходи и марже | |
| | | Повраћај сопственог капитала | |
| | | Стопа расхода према приходу | |
| ВЛАДА | Могуће индиректне користи | Развој станоградње и пораст националног дохотка | |
| | | "Финансијска задуженост" | |
| | Економски предуслови (трошкови спровођења) | Макроекономска стабилност | |
| | | Способност и склоност штедњи | |
| | Институционални предуслови (трошкови спровођења) | Законодавство | |
| | | Регулисање и надзор | |
| | Секторски специфични предуслови (трошкови спровођења) | Степен развоја финансијских система | |
| | | Квалитет стамбене инфраструктуре, грађевинског сектора и закупнине | |
| Промоција становања у власништву | | | |

ЗАКЉИЧЦИ

Циљ ове студије је да се помогне владама земаља у транзицији у разради модела система стамбеног финансирања за грађанство. У том контексту студија тумачи искуства, која имају напредне економије, у примени посебних техника, инструмената и системима стамбеног финансирања.

Анализе у предходним поглављима показују да не постоје универзално примењиви модели система стамбеног финансирања. Сваки национални систем стамбеног финансирања представља резултат посебних околности, као што су макроекономски услови, нормативно-правно регулисање банкарских делатности, величина банкарског система, опорезивање, програми субвенционисања и структура стамбеног тржишта. Ови чиниоци утичу на обликовање система хипотекарног кредитирања, у чијој основи леже банке и система заснованих на тржишту капитала.

Искуства земља ЕУ показују, да увођење функционалног тржишта стамбеног финансирања обезбеђује велике додатне користи за националну економију, као што је: пораст запослености у грађевинској индустрији и повезаним секторима, много ефикаснији развој сектора некретнина, олакшање радне мобилности, позитиван развој тржишта капитала, много ефикаснију расподелу ресурса и смањење макроекономске нестабилности.

Да би се извукле користи из ових позитивних утицаја на целу економију, од пресудног значаја су закони, институције и макроекономија; захваљујући успостављању функционалних и солидних системских услова произаћиће одговарајући системи финансирања, те ће зајмопримци и кредитори бити у могућности да доносе основане одлуке у односу на ризике везане за дугорочне финансијске обавезе.

График VII. Оквир стамбеног финансирања



Као што предходни график приказује, оквир за функционално стамбено финансирање зависи од следећих чиниоца:

- Макроекономска стабилност остаје обавезан и апсолутни предуслов, пошто се нестабилно окружење негативно одражава на систем стамбеног финансирања, који је дугорочно оријентисан. Висока и колебљива стопа инфлације изазива високу реалну каматну стопу, која ограничава тржишно засновано хипотекарно финансирање само за високо-доходна домаћинства. Поред тога влада је склона да преузме доминантну улогу у стамбеном финансирању, због тога што многи нису способни за хипотекарно финансирање и због озбиљних разлика у нивоима прихода. Због тога ће систем стамбеног финансирања највероватније бити малог обима и издељен на некоординисане и субвенционисане административне програме; осим тога, низак ниво домаће штедње води ка зависности система стамбеног финансирања од рефинансирања централне банке и/или међународних задуживања.
- У том контексту се чини, да је неопходно разумети, како функционише локално стамбено тржиште и брижљиво пратити три посебна параметра стамбене политике, која се одражавају на стамбену доступност: цене стамбених јединица у односу на куповну моћ домаћинства, укупне трошкове хипотекарних кредита (укључујући све трошкове финансирања хипотекарног кредита, као и порезе и накнаде које плаћају зајмопримци) и структуру субвенција, односно, финансијских, пореских регулаторних и производних канала, кроз које власти могу субвенционисати неке типове становања (директно или индиректно).
- Суштински предуслов за макроекономску стабилност представља постојање делотворног радног законодавства, које такође обезбеђује основу за здраве институције, кредитне активности (банака и других финансијских стамбених субјеката) и ефикасно тржиште стамбеног финансирања. Законски систем треба да заштити имовинска права и обезбеди поуздану укњижбу власништва на земљишту, као и регистрацију хипотеке у земљишним књигама. Осим тога, он треба да обезбеди брзи поступак отуђења заложене имовине. Уколико на пример не постоји систем укњижбе власништва на земљишту или је он само фрагментаран, банка мора рачунати са дуготрајним прекорачењем рокова у случају наплате дуга кроз отуђење заложене имовине, што ће представљати фактор уздржавања од кредитних делатности. Развој сектора стамбеног финансирања такође захтева снажне институције (централну банку, судство, администрацију и друге владине субјекте), који гарантују потврђивање права власништва и хипотекарних права и законску примену у остваривању ових права.
- Једино је стабилан банкарски сектор способан да обезбеди дугорочан капитал за дугорочна улагања. Низак ниво протока депозита у банкама указује на слаб банкарски сектор, зато што људи немају поверења у банке. Да би се изградио банкарски сектор који добро функционише, у првом кораку је неопходно установљење банкарског система на два нивоа, што подразумева јасну расподелу надлежности између централне банке и осталих финансијских институција. У другом кораку, некадашње државне банке ће бити приватизоване, што је обично праћено консолидацијом и интернационализацијом домаћих банака, односно иностране банке стичу главни удео у домаћим институцијама.
- Развој видљивог стамбеног тржишта (као и финансијских стамбених техника) захтева јасно дефинисање улоге владе у овим секторима. Треба да буде разјашњено на који начин је влада способна да подржи стамбено финансирање и које мере треба да примени. Ова питања су често везана са развојем

субвенција. У принципу, шеме субвенција треба конципирати као подршку развоју приватног тржишта и као покушај да се унапреде национални социјални циљева. Разматрање субвенција не треба да буде фокусирано искључиво на њихов износ, већ и на њихову делотворност у постизању циљева, које влада поставља у стамбеном сектору. Стога политике субвенција треба да буду ефикасне, да се колико је могуће врати сваки утрошени динар, треба да буду добро циљане и да подржавају привлачење средстава из приватног сектора у становање.

Узимајући у обзир предходне компоненте неопходне за функционисање оквира стамбеног финансирања, пожељно је рангирати допуњујуће активности ради унапређења стамбених услова највећег броја домаћинстава; први корак укључује развој или преобликовање институција и политика како би се подржала улога приватних и непрофитних кредитора и градитеља у проширивању понуде станова за ниско и средње доходовна домаћинства, као и да се обезбеди образовање и обука за кориснике и произвођаче у циљу унапређења функционисања сектора стамбеног финансирања. Други корак треба да буде стављање нагласка на законске одредбе о субвенцијама ради доброг одређивања сврхе и истовремено унапређења регулаторног система понуде у различитим секторима тржишта (земљишта, финансијских средстава, инфраструктуре), како би се што већем броју домаћинстава пружила могућност обезбеђивања сопственог и одрживог становања. Уколико Влада не предузме неопходне кораке да подстакне ефикасно функционисање стамбене изградње и финансирања, стамбена понуда неће моћи да одговори на ценовне сигнале, а такође ни веће субвенције неће водити ка бољем становању.

За сваку одређену земљу је препоручљиво да има више од једне шеме стамбеног финансирања у примени; ради мобилизације максималног износа средстава намењених становању препоручује се комбинација система. Сваки систем преузима извесну функцију у оквиру тржишта, тако да се системи међусобно допуњују; док у систему хипотекарних обвезница или MBS систему, хипотекарне кредите рефинансирају институционални инвеститори (као што су осигуравајућа друштва или банке), из депозита се по правилу рефинансирају обични или специјални кредити, који се дају кроз систем уговорне стамбене штедње (УСШ). При увођењу индивидуалних техника, треба узети у обзир степен транзиционих процеса у којима се одређена земља налази. Уколико тржиште капитала не функционише, модели штедње могу бити први корак у промоцији преузимања дугорочних финансијских обавеза од стране зајмопримаца и кредитора.

У овој књизи су разматрана три изабрана типа система стамбеног финансирања, њихове предности и недостаци. УСШ се често јавља у раној фази транзиције, када је кредитирање приватног сектора још увек ограничено због ниских прихода, неефикасног законодавства и недостатка дугорочних средстава на тржишту капитала. Ови системи побољшавају приступ кредиту, посебно за ниско и средње доходовно становништво, пошто они кроз штедњу кредитору пружају доказ да могу издвајати и прикупљати извесан део својих прихода. У оваквим условима УСШ често допуњава "већи" хипотекарни кредит, пошто је он осигуран кроз другу хипотекару залогу. Пошто у највећем броју земаља у транзицији, у централној и источној Европи, већ имају висок проценат станова у приватном власништву (углавном приватизоване јавне имовине), у будућности се очекује велика потреба за реновирањима и модернизацијом постојећег стамбеног фонда, што обично захтева мања финансијска средства. Хипотекарне банке обично показују мање интереса за издавање тако "малих" кредита.

Један предуслов за развој УСШ је стабилизација или стабилна стопа инфлације, што омогућава испуњавање уговорних обавеза прецизираних у УШС уговору. У супротном људи ће смањивати своје поверење у дугорочне штедне уговоре, дајући предност краткорочним депозитима. Могући недостатак довољног броја штедиша, често чини много тежим управљање ликвидношћу за УСШ банке. Због тога је за овај систем важно непрекидно привлачење нових штедиша, што зависи како од провраћаја на штедњу, тако и од могућности добијања кредита.

Систем хипотекарних обвезница (у случају система хипотекарних обвезница у Данској) зајмопримцима даје дугорочне кредите по фиксној каматној стопи, што пружа бољи увид у исплате камата. Кредит се обично финансира кроз издавање обвезница са одређени рок доспећа. Користећи овај инструмент, хипотекарне банке могу привући значајан обим средстава и усмерити их на тржиште некретнина. Купци хипотекарних обвезница сматрају ове обвезнице сигурном инвестицијом, зато што имају положено обезбеђење. Додатно, обвезнице су исплативе и могу бити брзо продате на тржишту.

Поред јасног законодавства, које регулише власничка права, издавање обвезница захтева и примарно тржиште, које опредељује цене и врши прераспodelу токова средстава. Ова функција је од значај у случају када систем дозвољава исплату кредита пре рока, пошто људи често теже да плате своје кредите пре рока у ситуацији промене каматних стопа.

У развијеним економијама (ка што је САД), секундарно тржиште се појављује као средство у даљем смањивању кредитног ризика и трошкова трансакције, како за зајмопримца тако и за кредитора. Кредити могу бити обједињен у складу са структуром ризика и продати на тржишту оним инвеститорима, који су спремни да поднесу овај ризик у замену за већу добит за своју инвестицију. Продајом кредита преко секундарног тржишта, банке добијају могућност да "олакшају" своје билансе и привуку већи обим финансијских средстава за становање.

Секундарно тржиште некретнина, међутим, неће функционисати довољно дуго, уколико примарно тржиште није способно да произведе довољан обим високо квалитетних хипотека, које ће задовољити захтеве институционалних инвеститора. Уколико, на пример, нису биле испоштоване структуре корпоративног управљања или предузећа нису обраћала пажњу на транспарентно извештавање о својим активностима, хипотекарне банке могу да се суоче са озбиљним потешкоћама у рефинансирању својих кредита кроз издавање обвезница.

Након што се заокруже први кораци у процесима транзиције, пред доносиоцима одлука се појављује важно питање о томе, на какав начин повећати финансијску доступност становању, што представља задатак за владе, да одлуче да ли и у ком степену различити стамбени финансијски инструменти треба да уживају државну подршку. Владе често примењују мешавину различитих облика подршке: бонусе на промовисање штедних активности, смањење дуга од камата у пореским налозима, у циљу снижења оптерећења каматних стопа, или кроз директне или индиректне владине гаранције ради стабилизације секундарног тржишта.

Док су националне стамбене политике усмерене ка максимизирању мобилизације средстава за становање, поједине финансијске технике служе само као средства за постизање ових циљева. У вези с тиме је пожељно имати широки дијапазон различитих система и инструмената, што може резултовати здравом конкуренцијом међу кредиторима, у интересу зајмопримаца и целокупне привреде.

АНЕКСИ

АНЕКС I

Хипотекарни кредитори, начини финансирања и удео на тржишту

Табела 8. Типови кредитора

| Земља | Типови кредитора (удео у %) | | | | | | | |
|----------------------|-----------------------------|---------------------|-------------------|--|--------------------------------|---------------------|-------------------------|-------------------------------|
| | Пословне банке | Грађевиска удружења | Хипотекарне банке | Банке узајамног кредитирања и задружне банке | Штедне банке/ Државне банке | Остали јавни сектор | Осигуравајућа предузећа | Друге финансијске институције |
| Аустрија | 15 | 20 | 19 | 10 | 26 | | | 10 |
| Белгија | 70 | | | | | | 10 | 20 |
| Данска | 4 | | 91 | | | | 1 | 4 |
| Финска | 88 | | | | | 10 | 1 | 2 |
| Француска | 36 | | 11 | 32 | | | | 21 |
| Немачка | 13 | | 18 | 13 | 38 | | 7 | |
| Грчка | | | 46 | | 54 | | | |
| Ирска | 33 | 59 | | | | | | 8 |
| Италија | 100 | | | | | | | |
| Луксембург | 50 | | | | 50 | | | |
| Холандија | 72 | | 9 | | | | 19 | |
| Норвешка | 31 | | | | | 21 | 14 | |
| Португал | 100 | | | | | | | |
| Шпанија | 41 | | 1 | | 58 | | 10 | |
| Шведска | 10 | | 80 | | | | | |
| Уједињено Краљевство | 37 | 59 | | | | | | 4 |

Извор: Европска хипотекарна федерација, национални извори, процена аутора.

Напомена: За Аустрију и Шведску заједно дат стамбени и комерцијани сектор (Аустрија 1994.г, италија 1994. г, Шведска и Финска 1996. г). Аутори Lea, Welter and Dübel, Новембар 1997

АНЕКС II

Државна стамбена банка Норвешке

Државна стамбена банка Норвешке је водећа агенција за спровођење стамбене политике Владе Норвешке, чији је основни циљ да за целокупно становништво обезбеди задовољавајући дом и добре стамбене услове. Овај основни циљ се остварује кроз реализацију следећих задатака:

- добра покривеност становима и добро функционисање стамбеног и грађевинског тржишта;
- добра расподела станова;
- висок квалитет станова и добро стамбено окружење;
- сигурност становања; и
- функционална и добра организација власништва и закупа станова.

Стамбена банка обезбеђује кредите, неповратна давања и стамбене додатке. Банка тесно сарађује са локалним властима и приватним грађевинарима на побољшању стамбене расподеле и квалитета станова на целокупном стамбеном тржишту, на којем доминира приватно власништво.

1. Основни кредити за изградњу

У принципу, основни кредити за изградњу су расположиви за целокупно становништво, за финансирање нових домова, по истим каматним стопама. Међутим све већи удео ових кредита се додељује за мале, одрживе станове, углавном у градовима и приградским подручјима. У ширењу подручја деловања, државна Стамбена банка Норвешке ће формирати допуну функције приватних банака у области финансирања новоградње. Стога Стамбена банка још увек додељује основне грађевинске кредите за издвојене индивидуалне куће у сеоским подручјима са нижим хипотекарним осигурањем, када приватни кредитори нису тако вољни да учествују у обезбеђивању нових станова.

Од 2003. године, основни кредит покрива до 60% трошкова изградње нових станова. Међутим, тај проценат ће често бити мањи за средње и веће станове. Осим тога, домаћинства се могу пријавити за стартни кредит. За ниско доходна домаћинства, међу којима су бескућници и избеглице приоритетни, Стамбена банка и општине обезбеђују неповратна стамбена давања, која покривају до 30% укупних трошкова. Стамбена банка има и минималне и максималне норме у погледу величине станова, трошкова и извесних архитектонских захтева. Подстичу се и грађевинске адаптације за инвалиде.

Последњих година Влада поклања много пажње изградњи нових обданишта; такви пројекти ће имати висок приоритет у додели основних кредита. Приоритет су такође и пројекти за бескућнике.

Доступни су кредити како са фиксном тако и са пливајућом каматном стопом. У 2003. години су нуђени кредити са фиксном каматном стопом за петогодишњи период. Каматне стопе се поклапају са просечном каматном стопом Владиних обвезница са фиксном каматом (за исти период) са маржама од 0,5%. Такође се дају кредити са пливајућим каматним стопама, који се поклапају са просечним каматним стопама за краткорочне Владине менице (0-3 месеца), уз додавање 0,5% за марже. Очекује се да фиксна каматна стопа у другој половини 2003. године падне на око 4,5-4,0%, док ће у четвртном кварталу пливајућа каматна стопа износити 5,4%. Нове фиксне каматне стопе се обрачунавају сваког месеца. Пливајуће каматне стопе могу

бити усаглашаване месечно. Кредити Стамбене банке се углавном отплаћују на период од 25 година, укључујући првих пет година, када се исплаћује само камата.

2. Стартни кредити

Стартни кредити су уведени 2003. године, и заменили су раније "кредите за први стан" и "кредите за куповину куће за угрожене". Стартни кредити могу представљати додатни вид финансирања, када Стамбена банка и приватне кредитне институције обезбеђују основни кредит, или се јављају у шеми потпуног финансирања. Ови кредити представљају помоћ за домаћинства са средњим и ниским приходима, као и за домаћинства са посебним потребама, да унапреде своје стамбене услове до одговарајућег средњег стандарда становања. Кредити се дају и општинама, које понекад дају средства физичким лицима, која документују своје потребе за јефтинијим кредитима од оних које нуди приватни сектор, код којих се кредитни ризик сматра релативно већим. Општине и Влада деле кредитни ризик за стартне кредитне на однос 25% према 75% ризика на остатак кредита. Каматне стопе и услови отплате средстава Стамбене банке се поклапају са оним за основне кредитне. Међутим, у принципу, свака поједина општина може одредити услове плаћања кредита које општине саме дају.

3. Кредити за обнову

Ови кредити служе за обнову постојећих станова и стамбених услова. Кредити за обнову се дају социјално искљученим категоријама становништва, за старија и инвалидна лица, и за домаћинства у становима од историјске и посебне културне вредности. Ови кредити се такође дају за обнову станова који су укључени у пројекте урбане обнове, за унапређење услова становања и животне средине у густо насељеним деловима из послератног периода и обнову у циљу повећања енергетске ефикасности. Каматне стопе и други услови плаћања су исти као и за основне грађевинске кредитне.

4. Неповратна давања и субвенције

Стамбени додаци се могу давати за смањење трошкова становања, за домаћинства са ниским приходима и/или високим стамбеним трошковима. При томе и домаћинства и станови морају испуњавати извесне услове. Помоћ за први дом се посебно даје угроженим домаћинствима, под условом да себи обезбеде одговарајући стан који ће такође и одржавати, углавном у стамбеном закупу. Помоћ се користи у комбинацији са кредитима за унапређење посебних квалитета, што се пре свега односи на животну средину, социјалне и естетске вредности. Стамбена банка такође даје помоћ за хранитељско становање и друге стамбене пројекте за људе са потребама за посебну негу. Такође се финансира и унапређење становања старијих, онеспособљених и ниско-доходовних породица. Ова помоћ за стамбену обнову се одобрава старијим лицима или лицима која су скорије постали инвалиди, да остану у својим домовима уз одговарајућу адаптацију. Од 2002. године Стамбена банка је давала помоћ за унапређење школских објеката. Ови кредити ће служити за покривање капиталних трошкова ових пројеката.

5. Извори финансирања Стамбене банке

Годишњи буџет Стамбене банке одобрава парламент. Буџетске апропријације укључују дотације и административне трошкове (укључујући губитке). Средства се додељују из трезора. Не предвиђају се буџетске апропријације везане за кредите Стамбене банке дате након 1996. године.

АНЕКС III Фински државни стамбени фонд

1. Стамбени фонд Финске

Стамбени фонд Финске (ARA) је владина агенција Републике Финске, која ради под надзором Министарства за животну средину. Основни задатак "ARA" је да обезбеди финансијска средства за државно субвенционисани систем производње станова за закуп, "ARAVA". "ARA" такође има и друге обавезе, као што је одобравање субвенција каматна за социјално становање, исплата субвенције на камату за субвенционисане кредите, давање помоћи за стамбену обнову, контрола давања гаранција Владе за кредите за становање у личном власништву. Такође, "ARA" је агенција која прати спровођење социјалне стамбене политике, као на пример деловањем кроз "ARAVA" кредитирање.

Ванбуџетски задатак "ARA" је да промовише добро планирањења становања у погледу квалитета и разумних трошкова. Објекти који се граде морају бити лоцирани у конфорним и сигурним областима општина, где постоји стамбена тражња.

2. Финансирање

"ARA" има четири извора финансирања. Сви они су из прихода недоспелих "ARAVA" стамбених кредита, секјуритизације и спољног позајмљивања, наплата од државних гаранција и дознака државног буџета; мада треба рећи да су последњи буџетски налози примљени 1993. године, због ограничења расхода унутар буџета.

Од 1995. године секјуритизација представља важан извор финансирања за "ARA" и алтернативу директним зајмовима на тржишту капитала. До сада је "ARA" привукла средства у износу од 2,7 милијарди € у оквиру шест трансакција кроз "Феника" програм. Финансирање преко секјуритизације се не рачуна као део владиног дуга.

Као део процедуре секјуритизације, "ARAVA" кредити се преносе на линија за посебне намене, које финансирају куповину кроз емитовање соло меница на износ пренетих кредита. Менице су осигуране дозначеним и пренетим "ARAVA" кредитним потраживањима и заложном имовином (обезбеђењем). Менице су соло обвезнице линија за посебну намену и нису гарантоване, нити су за њих одговорна нека друга правна или физичка лица. Посебно треба истаћи да издате менице нису обвезнице Републике финске или било ког одељења или агенције (укуључујући и "ARA", која нема дуговања за менице). Кроз секјуритизацију, "ARA" је у могућности да користи "ARAVA" кредите са дугим роком доспећа и да прикупи готовину у раној фази доспећа секјуритизованих кредита, да би их пренела на нове "ARAVA" кредите.

У 2001. години "ARA" је диверзификовала своја средства кроз преговоре и потписивање кредитних уговора са међународним банкама: Европском инвестиционом банком (ЕИВ) и Развојном банком Савета Европе (СЕВ). Кроз ова два кредитна аранжмана, која укупно износе 500 милиона €, "ARA" је искористила своју добро познату позицију на европском тржишту капитала и добру репутацију Финског социјалног становања. На пример, кључно питање, које је било важно за постизање позитивне позиције у преговорима, тичало се иновативних пројеката – као што је пројекат за стамбено подручје Вики у Хелсинкију, успешна реализација енергетских програма и истраживања у области енергетике у Финској, као и постигнућа "ARA" на пољу квалитета и контроле трошкова.

3. "АРАВА" кредити

"АРАВА" кредите даје "АРА" и кредити се плаћају из овог ванбуџетског фонда. Камата и амортизација за кредит се плаћају у фонд "АРА". Генерално говорећи, кредити могу бити дати само непрофитним корпорацијама и локалним властима, као и предузећима за становање и некретнине у њиховом власништву. Суштински део процеса додељивања кредита представља процена планова грађевинских пројеката и трошкова изградње, коју спроводи "АРА". Власници станова, који се финансирају кроз "АРА" кредит, дужни су да поштују критеријуме за одабир закупаца, који се одређују статутом, а закупнина коју наплаћују не сме да прелази покривање капиталних трошкова и трошкова одржавања (позната као закупнина на нивоу повраћаја трошкова, односно трошкова закупнина).

"АРАВА" кредит покрива највише 90-95% трошкова изградње и прибављања земљишне парцеле. Кредит се даје на око 35 година. То је индексирани кредит, где годишње исплате (камата + амортизација) такође расту на годишњем нивоу, за износ једнак годишњим променама Индекса потрошачких цена, на шта се још додаје фиксна маржа. Фиксна маржа је 1%, али она може бити промењена одлуком власти.

"АРАВА" кредити се користе углавном за становање у закупу или у личном власништву. Прошле године "АРАВА" кредити су се користили за почетак изградње 5.600 "АРАВА" станова за закуп, од чега је 3.500 станова намењено уобичајеном закупу и 2.100 станова закупу намењеном за студенте и старије. Укупно је финансирано 117.000 "АРАВА" станова у периоду између 1990-2001, од чега 91.500 станова за закуп и 25.000 станова за становање личном власништву.

4. Кредити са субвенционисаном каматом

Кредите са субвенционисаном каматом даје банка или нека друга финансијска институција. "АРА" прихвата кредит, дајући притом гаранцију Владе и исплаћујући субвенцију на камату. Кредит са субвенционисаном каматом покрива највише 90% (у случају добитка 80%) трошкова изградње и прибављања земљишне парцеле. Кредит се даје на основу конкурса и "АРА" доноси одлуку о одобравању каматне стопе и марже. Постоје два могућа начина отплате кредита са субвенционисаном каматом: кредит са фиксним распоредом плаћања амортизације и индексирани кредит (државни стамбени кредит). Период отплате кредита са фиксним распоредом амортизације је 35 година; рокови за индексирани кредити су скоро исти. Обе могућности имају скоро исте финансијске трошкове, при каматној стопи кредита од 5,5% и инфлацији од 2%. Субвенција каматне се плаћа само на део камате преко 3,5%. Прве године стопа субвенције је 95% и онда постепено пада, тако да се субвенција на камату окончава након 19 година. Социјални станови за закуп, који се граде од кредита са субвенционисаном каматом, имају нешто већа ограничења прихода за закупце, у односу на станове за закуп, грађене средствима Државног стамбеног кредита.

5. Бесповратна давања за стамбену обнову

У оквиру овлашћења одобреног из државног буџета, фонд "АРА" може доделити помоћ за унапређење квалитета и услова становања у индивидуалним становима и стамбеним зградама.

6. Становање за старије и инвалиде

На социјалној основи, бесповратна помоћ се може доделити у сврху унапређења становања старијих и инвалидних лица, и он може покрити до 40% процењених трошкова унапређења. У посебним случајевима помоћ може покривати 70%, уколико је старо и инвалидно лице у сваком случају приморано да се сели, због физичких препрека које ометају кретање, или зато што у постојећем објекту лице не може да оствари социјалну или здравствену услугу, која му је потребна. Ветерани рата могу у извесним случајевима остварити до 30% додатне бесповратне помоћи. Помоћ даје општина.

7. Стамбена предузећа у неким предграђима

Бесповратна помоћ за унапређење може такође бити додељен и стамбеном предузећу у извесним предграђима које одреди "ARA". Помоћ може бити усмерена за одређене намене у стамбеним објектима, као што је унапређење грејног или вентилационог система, или изградња и унапређење вороводних и канализационих система. Максимална помоћ је 10% од процењених трошкова поправке, али у извесним случајевима може бити већа од 20%. Помоћ даје општина.

8. Помоћ за обезбеђење сопственог капитала

Бесповратну помоћ може сачинити фонд "ARA", у границама овлашћења одобреног у Државном буџету, за обезбеђивање сопственог капитала за изградњу студентских станова, као и станова намењених бескућницима и избеглицама.

9. Бескућници и избеглице

"ARA" може давати помоћ за обезбеђивање сопственог капитала за изградњу нових објеката за издавање у закуп, уколико се изградња објеката финансира средствима "ARAVA" кредита у складу са Законом о "ARAVA" систему, те уколико прималац помоћи станове намени за бескућнике и избеглице. Измена у Закону, која је ступила на снагу 15. марта 2002. године такође пружа могућност давања помоћи при куповини објеката и станова постојећег стамбеног фонда, која се финансира кредитом за куповину објеката и станова за закуп. Ова измена је у сагласности са Законом о "ARAVA" систему и примењује се у случају када је вишестамбени објекат, као и један и више станова у таквом објекту намењено за становање бескућника или избеглица. Стан који се додељује избеглици мора бити прво стално боравиште у Финској.

Услови добијања помоћи за обезбеђивање сопственог капитала за изградњу станова намењених бескућницима, састоје се у томе да се прималац сагласи са местом и договореним бројем станова за издавање у закуп у конкретним општинама, која су намењена бескућницима и избеглицама за наредних 15 година.

10. Студенти

"ARA" такође обезбеђује сопствени капитал за изградњу објеката за закуп, финансираних кредитима "ARAVA" или уз субвенцију камате, који се користе за становање судената. Бесповратна помоћ се може кретати до 5% од куповне цене или

процењених трошкова. Ипак, почетно улагање, без било каквих дотација, мора износити најмање 1% трошкова.

Услов за доделу ове помоћи је, да се прималац обавезе да ће објекат за студентско становање користити на 45 година у случају "ARAVA" објеката за издавање и на 20 година у случају објеката изграђених субвенционисањем камате.

11. Гаранције

Било које лице, које купује или гради кућу, може добити владину гаранцију за тражени стамбени кредит. Ова гаранција се подразумева за ситуације, у којима зајмопримчево лично обезбеђење за кредит (односно залог у имовини), није довољно за банкарски кредит.

По одобравању владине гаранције, одговарајући кредит не може прелазити 85% куповне цене куће или процењених трошкова изградње куће у сопственом аранжману. Ово значи да молилац кредита треба да покрије 15% из сопствених извора.

Гаранција покрива до 20% стамбеног кредита, са утврђеним највећи износом до 25.250 €.

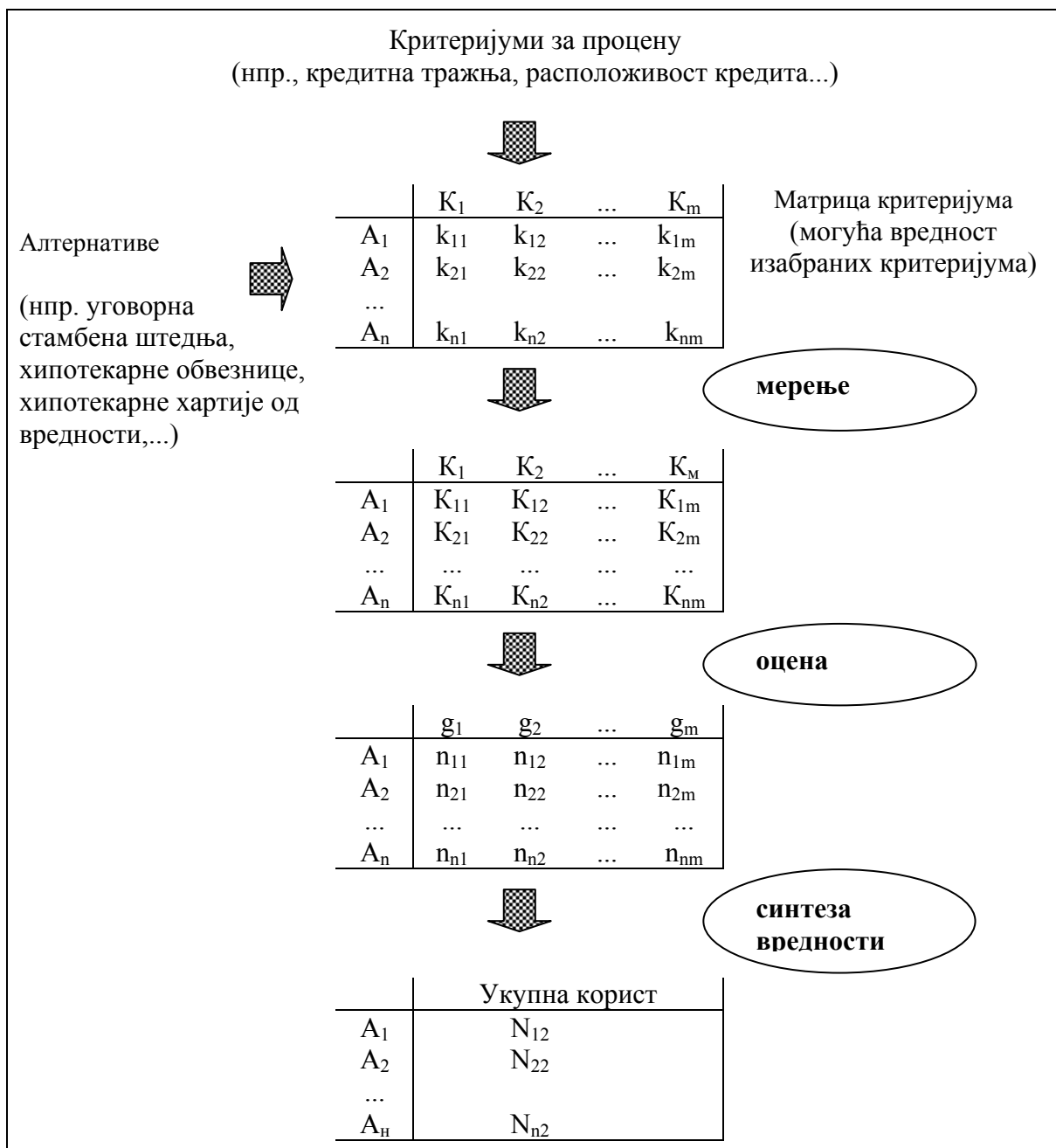
Примарно обезбеђење кредита је сама нова кућа, односно удели акција у стамбеном предузећу или непокретностима, док владина гаранција представља секундарно обезбеђење кредита.

Генерално говорећи, 70% куповне цене је прихватљива вредност обезбеђења куће. Уз претпоставку да 15% сопствених средстава не представља проблем, ово примарно обезбеђење, заједно са владином гаранцијом, представља одговарајуће обезбеђење кредита.

АНЕКС IV Анализа користи (пример методологије)

Редослед деловања при анализи користи (бенефит анализа) се састоји од четири корака (погледати графикон).

График VIII. Кораци у анализи користи



Као што је речено, анализа користи проширује процес оцењивања са два додатна корака; након утврђивања и мерења различитих специфичних циљева са становишта различитих заинтересованих страна (акционара, кредитора, инвеститора

и зајмопримаца), вредности појединих циљева треба да буду преобличен у једнообразну структуру (3. корак)

Најједноставнији начин да се то уради је коришћење система бројног оцењивања, при чему алтернатива оцењена са "1" задовољава установљени параметар, док она оцењена са "0" не задовољава. Алтернативно, за сваки показатељ се може предходно одредити спред (подељен у рејтинге-класе), те се ови различито измерени резултати могу превести у стандардизоване карактеристике/рејтинге (нпр. од 0 до 10 као у примеру који следи). Ова функција преобликовања је субјективна и стога може бити прихваћена као вредност од стране појединих политичких доносиоца одлука.

Функција преобликовања за емпиријска значења, као што је специфични циљ "портфолио стамбених кредита" (процент од недоспелих кредита), као део вишег циља "кредитна понуда" за заинтересовану групу зајмопримаца, може се приказати на следећи начин.

Табела 9. Матрица критеријума за преобликовање подциља "Портфолио стамбених кредита"

| Ефикасност финансирања приватног становања | | Вредност циља | $n_j=0$ | $n_j=1,2,3$ | $n_j=4,5,6$ | $n_j=7,8,9$ | $n_j=10$ |
|--|--|---|-------------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------|------------------|
| | | | Критеријум | | | | |
| Циљ заинтересоване стране | | Критеријум | | | | | |
| Зајмопримац | Додела кредита | Портфолио ст. кредита | $n_j < 15\%$ | $15\% \leq n_j < 45\%$ | $45\% \leq n_j < 70\%$ | $70\% \leq n_j < 90\%$ | $n_j \geq 90\%$ |
| Кредитори Власти | Расположивост за кредитирање Доступност кредита Трошкови успостављања предуслова специфичних сектора | Континуитет новог кредитирања Удео на тржишту Износ кредита Период отплате | | | | | |
| | | Промоција приватног стамбен. власништва | $n_j > 40$ милиј. | $40 \geq n_j > 11$ милиј. | $11 \geq n_j > 3$ милиј. | $3 \geq n_j > 0$ милиј. | $n_j = 0$ милиј. |

Након преобликовања и стандардизације специфичних циљева наведених у поглавља V - делови В. и Г., графикони који следе сумирају поједине користи одабраних система стамбеног финансирања (на основу информација из табеле 9 и 10). Већи укупан резултат одређене користи, значи бољу карактеристику финансијске шеме за заинтересовану страну, на коју се односи.

Захваљујући укључивању фазе преоликовања и стандардизације у анализу користи, обједињавање података је независно од првобитно направљене скале оцена за поједине специфичне циљеве. Чак и када се искључе поједини специфични циљеви (због недостајућих података, на пример), неће се смањити смисао резултата, пошто се у том случају паралелно врши корекција за све алтернативе. Апсолутна ограничења (као ограничење "довољности капитала") могу се разматрати, уколико су алтернативне варијанте са већом вредношћу циља унапред искључене из даљег процеса анализе користи.

Дијаграми од 9-11 укратко приказују снаге и слабости три финансијске технике на јединствен начин. Овај приступ такође дозвољава директно поређење ова три стамбена финансијска система. "Баушпар" систем може бити повољнији из перспективе зајмопримца. Кредитор би међутим дао предност другој техници. Инвеститорима су повољнији системи повезани са тржиштем капитала, а посебно модел САД, пошто се чини да овај систем нуди већи повраћај уложених инвестиција.

Графикон IX. Директне користи "Баушпаркасе"

Акционари



Инвеститори

Графикон X. Директне користи Данских хипотекарних банака

Акционари



Инвеститори

Графикон XI. Директне користи секундарних посредника у САД

Акционари



Инвеститори

Као модел процене, такође може бити примењена процедура описана у 3. поглављу, у циљу мерења ефеката од значаја за власти (погледати 3. поглавље, део Е).

За комплетирање анализе користи, појединачни специфични циљеви треба да буду мерени у складу са њиховом важношћу. Доносилац одлуке треба да доноси одлуке према утицају специфичног циља (процентуално израженог) у припадајућем нивоу (корак 4).

За све специфичне циљеве заједно, достигнута вредност мора бити 100 процената. Пошто неколико нивоа циљева мора бити уједначено путем умножавања, вредност утицаја критеријума "портфолио стамбених кредита" за цео систем, на пример, се процентно изводи на следећи начин: утицај n_{11} = систем стамбеног финансирања (100%) * зајмопримац (50%) * кредитна понуда (40%) * портфолио стамбених кредита (30%) = 6%

Графикон XII. Тежина подциља "портфолио стамбених кредита" (пример) Ефикасан систем приватног стамбеног финансирања (100)

Зајмопримци (50)

Кредитна понуда (40)

- портфолио стамбених кредита (30 / 6)
- континуитет новог финансирања (20 / 4)
- удео на тржишту (10 / 2)
- износ кредита + период отплате (40 / 8)

Расположивост за кредитирање (30)

- захтеви у погледу обезбеђења
- кредит према приходу: ОПП и КПП
- број корисника
- кредитна подршка треће стране

доступност кредита (30)

- каматне стопе и накнаде хипотекарног кредита
- спредови и реалне каматне стопе
- ризик ликвидности
- ризици каматне стопе

Кредитори (20)

Влада (30)

Стандардизовано мерење "вредности циљева" се може хијерархијски објединити од нижег ка вишем нивоу, применом значаја појединачних користи. У принципу, предходно споменути оперативни делови анализе користи, могу бити поновљени за све изабране специфичне циљеве, као што је то могуће сагледати на примеру специфичног циља "стамбене субвенције" за циљну групу "Влада" (погледати последњи, маркирани ред у табели 10).

Процес одређивања значаја утицаја је субјективан, пошто он допушта да ниже вреднована појединачна користи, на пример "каматна стопа хипотекарног кредита", може бити надомештена више вреднованом појединачном коришћу, као што је "довољност капитала".

Резултат је укупна корист (видети N1-N3 у табели 10), утврђена кроз испољавање реда старешинства оцењених алтернатива, што коначно обезбеђује жељену подршку за доношење одлуке.

У закључној етапи анализе користи, доносици одлука могу остварити додатни увид; захваљујући примени стандардизације вишедимензионалних специфичних

циљева, у процесима одлучивања се постиже сједињавање и свођење у једну вредност.

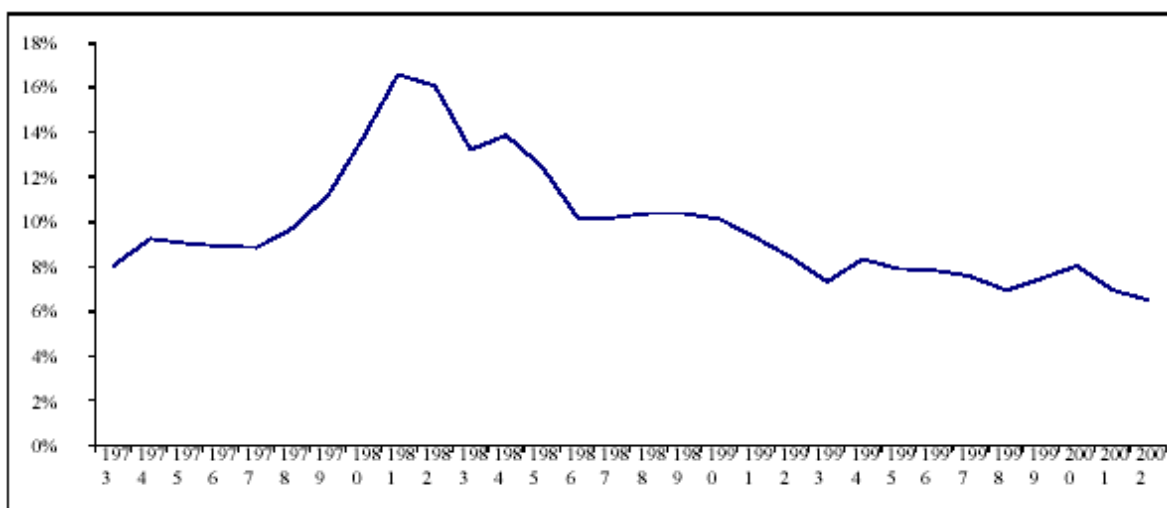
Националне владе могу лако одредити инструменте за оцењивање појединих основних услова у својим земљама, кроз подешавање тежинских фактора. На пример, у земљама, које се суочавају са макроекономским кризама, тешко може бити обезбеђен предуслов "макроекономска стабилност". Стога, његов тежински фактор мора бити висок. Ово исто важи и за владе које нису у могућности да дају "субвенције за прибављање станова у власништво". Резултирајући високи тежински фактор обезбеђује да, мања зависност система од на пример субвенција, испољава високу вредност користи које се тичу владе.

| Ефикасност система финансирања приватног становања | | | Баушпаркаса | | | | Хипотекарне банке | | | Секундарни посредници | | |
|--|--|--------------------------------|---------------|-------------------------|---------------|-----------------------|-------------------------|---------------|-----------------------|-------------------------|---------------|-----------------------|
| Заинтересоване стране | Циљ | Критеријум показатељ | Укупан значај | Вредност циља у систему | Појед. корист | Значај појед. користи | Вредност циља у систему | Појед. корист | Значај појед. користи | Вредност циља у систему | Појед. корист | Значај појед. користи |
| Замопримци | Додела кредита | Портфолио стам. кредита | 6% | 100% | 10 | 0,6 | 58% | 5 | 0,3 | 100% | 10 | 0,6 |
| Кредитор Власти | Кредитна способност Расположивост кредита | Континуитет новог кредитирања | 4% | ... | | | | | | | | |
| | | Удео на тржишту | 2% | ... | | | | | | | | |
| | | Износ Кредита + Период отплате | 8% | ... | | | | | | | | |
| | | Трошкови секторских предуслова | | | | | | | | | | |
| Укупна вредност користи | | | 10% | 11 БП | 4 | 0,4 =N1 | 3,2 БП | 6 | 0,6 =N2 | 72,3БП | 0 | 0,0 =N3 |

АНЕКС V Обрачун бруто и нето трошкова зајмопримца (пример)

Прихваћено је да зајмопримац подиже кредит од 100.000 US\$ по номиналној каматној стопи од 9,82%, што представља историјски просек (1973-2002) на стамбеном тржишту САД (погледати графикон XIII). Веће трошкове зајмопримца објашњава чињеница, да је поред тога прихваћено, да зајмопримац има хипотекарно осигурање за мање готовинско учешће (поглавље 5, део В.3.а). Као што се може видети у табели 11, на основу интерне стопе повраћаја (ИСП), ефективни бруто трошкови зајмопримца расту на 10,46%. Осим тога, прихватајући да зајмопримац прима пореску добит коју чине одбици од плаћања хипотекарних камата (како је уређено у САД), нето трошкови зајмопримца падају на 7,42%. Такође, ефективни нето трошкови зајмопримца падају на 7,25%, уколико је могуће смањити стопе осигурања.

**Графикон XIII. Номинална каматна стопа (период од 30 година)
на стамбеном тржишту САД**



Табела 11. Обрачун интерне стопе повраћаја (ИСП) нето цене/трошкова задужевања за стамбено тржиште САД

| Година | Оплата главнице | Кредитна камата | Укупна плаћања | Износ кредита | Накнада осигурања | Укупна плаћања (накнада) | Пореска олакшица (камата) | Нето плаћања | Пореска олакшица (накнада) | Нето плаћања (накнада) |
|--------|--------------------|--------------------|-------------------|------------------|----------------------|--------------------------------|---------------------------------|-----------------|----------------------------------|------------------------------|
| 0 | | | | 100.000,0 | | | | | | |
| 1 | 628,9 | 9820,3 | -10449,3 | 99.371,1 | -3800,0 | -14.249,3 | 2.946,1 | -11.303,2 | 1.140,0 | -10.162,2 |
| 2 | 690,7 | 9758,6 | -10449,3 | 98.680,4 | --347,8 | -10.797,1 | 2.927,6 | -7.869,5 | 104,3 | -7.765,2 |
| 3 | 758,5 | 9690,7 | -10449,3 | 97.921,9 | -345,4 | -10.794,6 | 2.907,2 | -7.887,4 | 103,6 | -7.783,8 |
| 4 | 833,0 | 9616,3 | -10449,3 | 97.088,8 | -342,7 | -10.792,0 | 2.884,9 | -7.907,1 | 102,8 | -7.804,3 |
| 5 | 914,8 | 9534,4 | -10449,3 | 96.174,0 | -339,8 | -10.789,1 | 2.860,3 | -7.928,7 | 101,9 | -7.826,8 |
| 6 | 1004,7 | 9444,6 | -10449,3 | 95.169,4 | -336,6 | -10.785,9 | 2.833,4 | -7.952,5 | 101,0 | -7.851,5 |
| 7 | 1103,3 | 9345,9 | -10449,3 | 94.066,1 | -333,1 | -10.782,4 | 2.803,8 | -7.978,6 | 99,9 | -7.878,6 |
| 8 | 1211,7 | 9237,6 | -10449,3 | 92.854,4 | -329,2 | -10.778,5 | 2.771,3 | -8.007,2 | 98,8 | -7.908,4 |
| 9 | 1330,7 | 9118,6 | -10449,3 | 91.523,7 | -325,0 | -10.774,3 | 2.735,6 | -8.038,7 | 97,5 | -7941,2 |
| 10 | 1461,3 | 8987,9 | -10449,3 | 90.062,4 | -320,3 | -10.769,6 | 2.696,4 | -8.073,2 | 96,1 | -7.977,1 |
| 11 | 1604,8 | 8844,4 | -10449,3 | 88.457,6 | | -10449,3 | 2.653,3 | -7.795,9 | | -7.795,9 |
| 12 | 1762,4 | 8686,8 | -10449,3 | 86.695,1 | | -10449,3 | 2.606,0 | -7.843,2 | | -7.843,2 |
| 13 | 1935,5 | 8513,8 | -10449,3 | 84.759,6 | | -10449,3 | 2.554,1 | -7.895,1 | | -7.895,1 |
| 14 | 2125,6 | 8223,7 | -10449,3 | 82.634,0 | | -10449,3 | 2.497,1 | -7.952,2 | | -7.952,2 |
| 15 | 2334,3 | 8114,9 | -10449,3 | 80.299,7 | | -10449,3 | 2.434,5 | -8.014,8 | | -8.014,8 |
| 16 | 2563,6 | 7885,7 | -10449,3 | 77.736,1 | | -10449,3 | 2.365,7 | -8.083,6 | | -8.083,6 |
| 17 | 2815,3 | 7633,9 | -10449,3 | 74.920,3 | | -10449,3 | 2.290,2 | -8.159,1 | | -8.159,1 |
| 18 | 3091,8 | 7353,5 | -10449,3 | 71.829,0 | | -10449,3 | 2.207,2 | -8.242,0 | | -8.242,0 |
| 19 | 3395,4 | 7053,9 | -10449,3 | 68.433,6 | | -10449,3 | 2.116,2 | -8.333,1 | | -8.333,1 |
| 20 | 3728,9 | 6720,4 | -10449,3 | 64.704,8 | | -10449,3 | 2.016,1 | -8.433,1 | | -8.433,1 |
| 21 | 4095,0 | 6354,2 | -10449,3 | 60.609,7 | | -10449,3 | 1.906,3 | -8.543,0 | | -8.543,0 |
| 22 | 4497,2 | 5952,1 | -10449,3 | 56.112,5 | | -10449,3 | 1.785,6 | -8.663,6 | | -8.663,6 |
| 23 | 4938,8 | 5510,4 | -10449,3 | 51.173,7 | | -10449,3 | 1.653,1 | -8.796,1 | | -8.796,1 |
| 24 | 5423,8 | 5025,4 | -10449,3 | 45.749,9 | | -10449,3 | 1.507,6 | -8.941,6 | | -8.941,6 |

| Година | Оплата главнице | Кредитна камата | Укупна плаћања | Износ кредита | Накнада осигурања | Укупна плаћања (накнада) | Пореска олакшица (камата) | Нето плаћања | Пореска олакшица (накнада) | Нето плаћања (накнада) |
|--------|--------------------|--------------------|-------------------|------------------|----------------------|--------------------------------|---------------------------------|-----------------|----------------------------------|------------------------------|
| 0 | | | | 100.000,0 | | | | | | |
| 25 | 5956,5 | 4492,8 | -10449,3 | 39.793,4 | | -10449,3 | 1.347,8 | -9.101,4 | | -9.101,4 |
| 26 | 6541,4 | 3907,8 | -10449,3 | 33.252,0 | | -10449,3 | 1.172,4 | -9.273,9 | | -9.276,9 |
| 27 | 7183,8 | 3265,5 | -10449,3 | 26.068,2 | | -10449,3 | 979,6 | -9.469,6 | | -9.469,6 |
| 28 | 7889,3 | 2560,0 | -10449,3 | 18.178,9 | | -10449,3 | 768,0 | -9.681,3 | | -9.681,3 |
| 29 | 8664,0 | 1785,2 | -10449,3 | 9.514,9 | | -10449,3 | 535,6 | -9.913,7 | | -9.913,7 |
| 30 | 9514,9 | 934,4 | -10449,3 | 0,0 | | -10449,3 | 280,3 | -10.168,9 | | -10.168,9 |

БИБЛИОГРАФИЈА

Публикације

- ABN Amro. Liquid European Covered Bonds. 3rd edition, 2001.
- Allen, F. and Gale, D. Comparing financial systems. Cambridge, 2000.
- Ambrose, B. W. and Warga, A. Measuring potential GSE funding advantages. Vo. 25, 2/3, 129-150, Journal of Real Estate Finance and Economics, 2002.
- Angel, S. Housing policy matters – a global analysis. Oxford, 2000.
- Arimah, B. C. Housing-sector performance in global perspective. A Cross-city Investigation. 2551-2579. Urban Studies, 2000.
- Association of Danish Mortgage Banks. Mortgage financing in Denmark. Copenhagen, 2000. Danish mortgage bonds. Copenhagen, 2002.
- Bank of England. Practical Issues arising from the euro, series of reports. See especially June 2000, pp. 31-33.
- Beck, T. and Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. A new database for financial development and structure. Washington, 1999.
- Behring, K. and Goldrian, G. Bausparen im gesamtwirtschaftlichen Kontext. Muenchen, 1998.
- Black, Fisher and Myron S. Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. 81, pp. 637-654. May-June 1973.
- Black, R., Jaszczolt, K., Lee, M. Solving the Housing Problem. USAID, Warsaw, 2000.
- Börsch-Supan, A. and Stahl, K. Do savings programs dedicated to home-ownership increase personal savings? An analysis of the West German Bausparkassen-system. Journal of Public Economics, 265-297. 1991.
- Brueggeman, W. B. and Fisher, J. D. Real estate finance and investments. 11. Edition. Boston, 2001.
- Bruskin, Eric, Anthony B. Sanders and Sykes, David. The Nonagency Mortgage Market: Background and Overview. In Frank J. Fabozzi et. al., eds. The Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities. 2nd ed. New Hope. pp. 5-38. Penn.: Frank J. Fabozzi Associates. 2000.
- Bruskin, Eric and Sykes, David. The Nonagency Mortgage: Background and Overview. In Frank J. Fabozzi et. al., eds. The Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities, 2nd ed. New Hope. pp. 5-33. Penn.: Frank J. Fabozzi Associates. 1997.
- Buckley, R. M. and Tsenkova, S. Housing market systems in reforming socialist economies. Comparative indicators of performance and policy. European Housing Policy Vol.1.
- Cotterman, Robert and Pearce, James E. The Effects of the Federal National Mortgage Association and the Federal Home Loan Mortgage Corporation on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields. In U. S. Department of Housing and Urban Development. Studies on Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac. pp. 97-168. Washington, D.C., 1996.
- Czerny, M. Wohnungswirtschaft vor neuen Herausforderungen. Austrian Institute of Economic Research, Vienna, 2001.
- Deutsche Bank. The Market for Covered Bonds in Europe. 2001.
- Diamond, D. B. The Current Operation on the Bauspar Systems in the Czech Republic, Hungary and Slovakia. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1998. The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1999.
- Diamond, D. B. and Lea, M. J. Housing finance in developed countries. An international comparison of efficiency. 1-271. Vol. 3. Journal of Housing Research 1992. Sustainable financing for housing. A contribution to Habitat II. Washington, 1995.
- DiMartino, Peter and Young, Robert. The Mortgage Market in Australia. In Lakhbir Hayre, ed. Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-backed Securities. pp. 775-831. John Wiley & Sons, New York, 2001.
- DiPasquale, Denise and Glaeser, Edward L. Incentives and Social Capital: Are Homeowners Better Citizens? pp 354-384, Journal of Urban Economics, 45. 1999.
- Duebel. Separating home ownership from finance. Traditional mortgage market policies. Recent reform experiences and lessons for subsidy reform. Washington, 2000.
- Engelhardt, G. V. Tax subsidies and household saving: evidence from Canada. S. 1237 – 1268, Quarterly Journal of Economics. 1996.
- Erguden. Low-cost housing. Policies and constraints in developing countries. International conference on spatial information for sustainable development. Nairobi, Kenya, 2001.
- European Mortgage Federation. Hypostat 1991-2001.
- European Mortgage Federation, Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 3rd edition 2001.
- Fabozzi, Frank J. ed., The Handbook of Mortgage-Backed Securities, 5th edn. McGraw-Hill, New York, 2001.

- Fabozzi, Frank J., Chuck Ramsey, Frank Ramirez and Marz, Michael. eds., *The Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities*. New Hope, Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
- Fabozzi, Frank J., Chuck Ramsey and Michael Marz, eds. *Handbook of Nonagency Mortgage-Backed Securities*. 2nd ed. New Hope, Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 2000.
- Fabozzi, Frank J. and John N. Dunleavy. *Real Estate-Backed Securities*. New Hope, Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
- Fannie Mae. *A statistical summary of housing and mortgage finance activities*. 2002. *Fannie Mae at a glance*. 2003.
- Feenberg, D. and Skinner, J. *Sources of IRA saving*. Cambridge, 1989.
- Feldman, R. *Mortgage Rates, Homeownership Rates, and Government-Sponsored Enterprises*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Annual Report, pp. 3-23, 2001.
- Finanstilsynet (The Danish financial supervisory authority). *Annual reports*.
- Flood, J. *Urban and housing indicators*. 1635-1665, *Urban Studies*. 1997.
- Freund, J. E. and Simon, G. A. *Modern elementary statistics*. 8. edition. Englewood Cliffs, 1997.
- Green, Richard K. and Michelle J. White. *Measuring the Benefits of Homeowning: Effects on Children*. pp. 441-461, *Journal of Urban Economics*, 41. May 1997.
- Hardt, J. *European Mortgage Markets: Structure, Funding, and Future Development*. European Mortgage Federation and OECD. 2001.
- Hayre, Lakhbir. *A Concise Guide to Mortgage-Backed Securities (MBSs)*. In Lakhbir Hayre, ed. *Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*. pp.9-68, John Wiley & Sons. New York, 2001.
- ed., *Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*. John Wiley & Sons. New York, 2001.
- Hayre, Lakhbir and Ronald E. Thompson, Jr. *The Mortgage Market in the United Kingdom*. In Lakhbir Hayre, ed. *Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*. pp. 735-755. John Wiley & Sons. New York, 2001.
- Hegedüs, J. *Housing Finance in South-Eastern Europe*. Metropolitan Research Institute. Budapest, 2002.
- Hegedüs, J. and Várhegyi, É. *The crisis in housing financing in Hungary in the 1990s*, pp. 1619-1641. *Urban Studies* 37, 2000.
- Hendershott, Patric H. and James D. Shilling. *The Impact of Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields*. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2, pp. 101-115. June 1989.
- Hoek-Smit, M.C. and D.B. Douglas, *Subsidies for Housing Finance*. In: *Housing Finance International*, March 2003.
- Hu, Joseph. *Basic of Mortgage-Backed Securities*. New Hope, Penn.: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
- International Union of Housing Finance Institutions (ed.). *International housing finance sourcebook 2000*. Chicago, 2001.
- Janßen-Timmen, R. and Loeffelholz, H. D. and Moos, W. *Gesamtwirtschaftliche und sektorale Auswirkungen des Eigenheimbaus*. Essen, 2001.
- Kolari, James W., Donald R. Fraser and Ali Anari. *The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis*. pp. 677-693. *Real Estate Economics*, 26. Winter 1998.
- Lea, M., Jaszek, J., Chiquier, L. *Analysis of Contract Savings for Housing Systems in Poland*. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1998.
- Lea, M. J. and Renaud, B. M. *Contractual savings for housing: How suitable are they for transitional Economies?* Washington, 1995.
- Levine, R. *Bank-based or market-based financial systems: which is better?* Vol. 11, 393-428, *Journal of Financial Intermediation*.
- Lintner, John. *The Aggregation of Investors` Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Security Markets*. pp 347-400, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4. December 1969.
- Llewellyn, D. *The financial system and economic development: efficiency and stability*. Bangkok, 1997.
- Lux, M. *Housing Policy: An End or a New Beginning*. LGI/Open Society Institute. Budapest, 2003.
- Manchester, P. B. *Goal performance and characteristic of mortgages purchased by Fannie Mae and Freddie Mac 1998-2000*. US Department of Housing and Urban Development. Washington, 2002.
- Mahoney, P. E. and Zorn, P. M. *The promise of automated underwriting: Freddie Mac`s loan prospector*. S. 13-21. Vol 11. *Housing Finance International* 1997. June 1997.
- Merrill, S. R.. (ed.). *Building Housing Finance in Central and Eastern Europe: Sharing and Comparing*. Regional conference on housing finance in December 10, 1999. USAID, Urban Institute. Warsaw.
- Merrill, S. R. and Kozlowski, E. *Developing Housing Finance in a transition economy: the case of Poland*. 363-392, *Journal of Housing Economics*, 2001.
- Merrill, S. R., Kozlowski, E., Karas P., Laszek J. *Housing Finance at the Millenium: An Assessment of Achievements and Outstanding Issues*, pp. 3-15, *Housing Finance International*, 2000.

- Merrill, S. R., Lawrence, R., Mayo, S., Grabowski, M., Sickles-Grabowska, M., Koziarek, M., Kozlowski, E. and Karas P. The Feasibility of Estimating the Demand for Residential Mortgage Credit in Poland. Final report. USAID, Urban Institute. Warsaw, 1999.
- Merton, Robert C. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. pp. 867-888, *Econometrica*, 41. September, 1973.
- Ministry of Housing and Urban Affairs. Housing, building and urban affairs in Denmark. Copenhagen, 1999.
- Moody's Investors Service. Danish mortgage bonds: highly secure financial instruments. London 2002.
- Nadler, M. Internationale Wohnungsfinanzierung. Muenchen, Wien 2001.
- National Bank of Denmark. Annual reports.
- OECD.
- Workshop on Housing Finance in Transition Countries. Country notes for Romania, Bulgaria, Slovakia, Poland, Slovenia, Estonia, Latvia, Lithuania, Hungary, Czech Republic. 2000.
- Housing Finance in Transition Countries. Paris. 2002.
- Oswald, A. A conjecture on an explanation for high unemployment in the industrialized nations. Warwick, 1996.
- Passmore, W. The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2004.
- Principal Changes in Long-Term Residential Mortgage Lending in Russia during 1998- 2000. Institute for Urban Economics. Moscow, 2001.
- Radulovic, A. Regional Mortgage Market: A Tool for Efficient Attracting of Saving and Foreign Investors. Paper for ENHR 2002 conference. ENHR, Vienna.
- Realkreditrådet (The Association of Danish Mortgage Banks). Annual reports.
- Realkreditrådet. Mortgage Credit Financing in Denmark. August 1987.
- Renaud, B. M. Housing finance in transition economies. Washington, 1996.
- Housing finance in Transition Economies. The Early Years in Eastern Europe and the Former Soviet Union. Policy research working paper. World Bank, Washington, 1996.
- Renaud, B. M. and Lea, M. J. Contractual Savings for Housing. How Suitable Are They for Transitional Economies? Policy research working paper. World Bank, Washington D.C., 1995.
- Rohe, William M. and Michael A. Stegman. The Impact of Homeownership on the Social and Political Involvement of Low Income People. pp. 152-174, *Urban Affairs Quarterly*, 30. No.1. 1994.
- Rohe, William M. and Leslie S. Stewart. Homeownership and Neighborhood Stability. pp. 37- 81, *Housing Policy Debate*, 7, No. 1. 1996.
- Rossi, Peter H. and Eleanor Weber. The Social Benefits of Homeownership: Empirical Evidence from National Surveys. pp. 1-35, *Housing Policy Debate*, 7. No. 1. 1996.
- Santomero, A. and Babel, D. Financial markets, instruments & institutions. 2. edition. Boston, 2001.
- Sendi, R. Housing construction in the transition period: Slovenias non-starter situation, *Housing Studies* 14, 803-819, 1999.
- Sharpe, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. pp. 425-252, *Journal of Finance*, 19. September 1964.
- Schirmeister, R. and Kreuz, C. Der investitionsrechnerische Kundenwert. Günter, B./Helm, S. Kundenwert. 2. edition. S. 293-324. Wiesbaden, 2002.
- Schirmeister, R. and Nadler, M. Case Study III. Evaluating mortgage designs for reforming socialist economies. International Union of Housing Finance Institutions (ed.). 11th International School Report, 349-366. Münster, 1994.
- Risikoanalyse kollektiver Wohnungsfinanzierungssysteme unter den ökonomischen und rechtlichen Bedingungen Polens. Düsseldorf, 1997.
- Effiziente Wohnungsfinanzierungssysteme für Entwicklungs- und Transformationsstaaten. 73-100, *Kredit und Kapital*. 2002.
- Schirmeister, R. and Nadler, M. and Bielicka, G. Wohnungsfinanzierung bei Hochinflation. 2. edition. Düsseldorf, 1997.
- Sirota, D. Essentials of real estate finance. 9. edition. Chicago, 1998.
- Stöcker, O. Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in den mitteleuropäischen Reformländern. Frankfurt am Main, 1998.
- The renaissance of the „Pfandbriefe“ in europe. 30-36, *Housing Finance International*. June 2001.
- Struyk, R. J. The Impact of a housing-linked contract savings scheme on households' holdings of financial assets in India. 557-574, *Regional Science and Urban Economics*. 1990.
- Homeownership and housing finance in the former Sovjet Bloc: costly populism. Washington, 2000.
- Homeownership and Housing Finance Policy in the Former Soviet Bloc: Costly Populism. Urban Institute, Washington, 2000.
- Struyk, R. J. and Cooley, S. Regional Economic Development in Eastern Europe: An Example from Poland. Urban Institute, Warsaw, 2000.

- Struyk, R. J. and Kosareva, N. B. Natasha Mae: first secondary facility in the former Sovjet Bloc. Vol. 13, Housing Finance International 1999, 29-36. March 1999.
- The Concept of Mortgage Lending Development in the Russian Federation. Institute for Urban Economics, Moscow, 2000.
- The Economics Institute. The Micro-banking Bulletin. Issue No. 8, Colorado, 2002.
- Trofimovas, A. Mortgage insurance in housing finance. 14-18, Housing Finance International. March, 2002.
- Tsenkova, S. A Concept for a Housing Monitoring System in Latvia. CityInvest Inc., Riga, 2002.
- Tucker, M. Financial performance of selected microfinance institutions. Journal of Microfinance Vol. 3, No. 2, 107-123. 2002
- UN. Compendium of Human Settlements Statistic 2001. New York, 2001.
- UN/ECE. Housing Finance: Key Concepts and Terms. New York, Geneva, 1998.
- Country Profiles on the Housing Sector for Poland, Bulgaria, Romania, Moldavia, Lithuania, Slovakia and Albania.
- UN HABITAT 2001. Cities in a Globalizing World. Global Report on Human Settlements 2001.
- Union of German Mortgage Banks. <http://www.hypverband.de/>
- United Nations. Report of the United Nations conference on human settlements (Habitat II). New York, 1996.
- Report of the international conference on financing for development. Monterrey, Mexico. 18-22 March 2002.
- United Nations Centre for Human Settlements. Finance for shelter and services as a component of the Global Strategy for Shelter of the year 2000. Nairobi, 1990.
- Integrating housing finance into the national systems of developing countries: exploring the potentials and the problems. Nairobi, 1991.
- Monitoring human settlements with urban indicators. Nairobi, 1997.
- United Nation Economic Commission for Europe. Housing finance – key concepts and terms. Geneva, 1998.
- U. S. Congressional Budget Office (USCBO). Federal subsidies and the housing GSEs. Washington, 2001.
- Federal Housing Subsidies and the Housing GSEs. May 2001.
- Interest Differentials between Jumbo and Conforming Mortgages, 1995-2000. May 2001.
- Van Order, Robert. The Structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with Some Implications for Developing Markets. Freddie Mac.
- The Economics of Fannie Mae and Freddie Mac. In Peter J. Wallison, ed. Public Purposes and Private Interests: Fannie Mae and Freddie Mac. pp. 83-92. American Enterprise Institute. Washington, D.C., 2000.
- A Microeconomic Analysis of Fannie Mae and Freddie Mac. Regulation, 23, pp. 27-33, No. 2. 2000.
- The U. S. Mortgage Market: A Model of Dueling Charters, pp. 233-255, Journal of Housing Research, 11. No. 2. 2002.
- The Structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with Some Implications for Developing Markets, pp. 16-31, Housing Finance International. September 2001.
- Verband deutscher Hypothekenbanken. Annual reports
- Verband deutscher Hypothekenbanken. Der deutsche Pfandbrief. Fakten und Daten. Annual reports. Latest version 2002.
- White, Lawrence J. Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of reforming Housing Finance. Journal of Financial Services Research Vol. 23, No. 1, 43-58. 2003.
- The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation. Oxford University Press. New York, 1991.
- Bank Regulation in the United States: Understanding the Lessons of the 1980s and 1990s. pp.137-154, Japan and the World Economy, 14. April 2002.
- Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of reforming Housing Finance. Journal of Financial Services Research, forthcoming. 2003.
- World Bank. Country Assistance Strategy Reports (Poland, Ukraine, Latvia, etc.).
- Housing: Enabling markets to Work. Washington, 1993.

Информације

- Bunce, H. The GSEs Funding of Affordable Loans: A 2000 Update, Housing Finance Working Paper No. HF-013. Office of Policy Department and Research, Department of Housing and Urban Development, April 2002.
- Bunce, H. and R. Scheessele, The GSEs Funding of Affordable Loans, Housing Finance Working Paper No. HF-001. Office of Policy Department and Research, Department of Housing and Urban Development, December 1996.
- Case, K., J. Quigley and R. Shiller, Comparing Wealth Effects: the Stockmarket versus the Housing Market. NBER Working Paper 8606.
- Czerny, M. Changes and Challenges in Housing Policy. 41st Euroconstruct Conference, Vienna, 2000.
- Czerny, M. and K. Wagner, Strukturelle Einflussfaktoren auf dem österreichischen Wohnungs- und Immobilienmarkt. Berichte und Studien der Österreichischen Nationalbank, March 2003.
- European Mortgage Federation. <http://www.hypo.org/>

Greenspan, A. Testimony on Government-sponsored enterprises before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs.
United States Senate, 24 February 2004.
International Financial Corporation. <http://www.ifc.org/>.
International Union for Housing Finance. <http://www.housingfinance.org/>.
Realkreditrådet. Mortgage Financing in Denmark and Danish Mortgage Bonds. May 2003. www.realkreditraadet.dk
World Bank. <http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/>
-----World Development Indicators. CD-ROM.