

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

STANOVANJSKA HIPOTEKARNA POSOJILA V ZDA

Ljubljana, september 2009

IRIS ŠTRAUS

IZJAVA

Študentka IRIS ŠTRAUS izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. VASJE RANTA, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 STANOVANJSKA HIPOTEKARNA POSOJILA	2
1.1 Opredelitev stanovanjskih hipotekarnih posojil.....	2
1.2 Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil.....	3
1.2.1 Primarni trg stanovanjskih hipotekarnih posojil.....	3
1.2.2 Sekundarni trg stanovanjskih hipotekarnih posojil.....	5
1.3 Merila in proces pridobitve stanovanjskega hipotekarnega posojila	7
1.3.1 Ocena kreditne sposobnosti po metodi FICO.....	8
1.3.2 Razmerje med višino posojila ter vrednostjo nepremičnine (LTV-indeks)	8
1.3.3 Dohodkovno razmerje (Income Ratio).....	9
1.3.4 Ocena vrednosti nepremičnine	10
1.3.5 Dokumentacija.....	10
1.4 Zavarovanje stanovanjskih hipotekarnih posojil.....	10
2 SEGMENTACIJA TRGA STANOVANJSKIH HIPOTEKARNIH POSOJIL GLEDE NA RAZLIČNA MERILA	12
2.1 Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na kvaliteto posojilojemalca	13
2.1.1 Prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila.....	13
2.1.1.1 Konformna prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila.....	13
2.1.1.2 Jumbo/nekonformna prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila	16
2.1.2 Ne-prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila.....	17
2.1.2.1 ALT-A ne-prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila	17
2.1.2.2 Drugorazredna stanovanjska hipotekarna posojila.....	18
2.1.3 Primerjava deležev izdanih posojili glede na kvaliteto posojilojemalca:.....	19
2.2 Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na način obrestovanja.....	19
2.2.1 Stanovanjska hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero	19
2.2.2 Stanovanjska hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero	22
2.2.2.1 Navadna ARM posojila	22
2.2.2.2 Hibridna ARM posojila	24
2.2.2.3 ARM posojila samo s plačilom obresti	25
2.2.2.4 ARM posojila z opcijo plačila.....	25
2.3 Primerjava deležev izdanih FRM in ARM posojil glede na kvaliteto posojila.....	26
SKLEP	27
LITERATURA IN VIRI	29
PRILOGE	1

KAZALO SLIK

Slika 1: Tržni delež izdaje stanovanjskih hipotekarnih posojil, največji posojilodajalci (1970–1999)	5
--	---

KAZALO TABEL

Tabela 1: Konformne meje za konvencionalna hipotekarna posojila leta 2009	15
---	----

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Stanovanjska hipotekarna posojila glede na kvaliteto posojilojemalca.....	1
Priloga 2: Delež izdanih FRM in ARM posojil glede na kvaliteto posojila	2
Priloga 3: Slovenski prevodi tujih izrazov (okrajšav)	3

UVOD

Angleški politik in glavni sodnik Sir Edward Coke (1552–1634) je nekoč slovesno pripomnil: „Človekova hiša je njegov lastni grad“. Citat poudarja dejstvo, da so sanje vsakega človeka imeti v lasti svoj dom (lastni grad), ki se zaradi visokih cen nepremičnin zdijo nedosegljive. Hiša ne more biti obravnavana kot vsako drugo sredstvo v celotnem portfelju posameznika, saj je praviloma odločitev o gradnji ali nakupu lastnega doma ena ključnih odločitev v življenju, hipotekarno posojilo ena najpomembnejših finančnih obvez in nepremičnina, ki služi kot jamstvo, najpomembnejše sredstvo v posameznikovi bilanci stanja. Nakup nepremičnine je pogosto največja investicija v življenju, zato je za zagotovitev tolikšne količine denarja najem posojila največkrat edina možnost. Posojilodajalci pomagajo uresničevati sanje o lastnem gradu.

Najpogostejši obliki financiranja nakupa nepremičnine sta klasično in hipotekarno posojilo, pri čemer v ZDA prevladuje hipotekarno posojilo. Celoten trg raznovrstnih hipotekarnih posojil vključuje dva osnovna tipa posojil, in sicer stanovanjska hipotekarna posojila in nestanovanjska hipotekarna posojila. V diplomski nalogi se bom osredotočila le na stanovanjska hipotekarna posojila, ki so tudi najpogostejša oblika kreditiranja v ZDA.

Namen diplomske naloge je predstaviti trg stanovanjskih hipotekarnih posojil v ZDA z vsemi njegovimi zakonitostmi, značilnostmi in igralci. Hipotekarna posojila bom razčlenila glede na različna merila ter predstavila najpogostejše oblike hipotekarnih posojil v ZDA.

S tem pregledom želim dokazati osnovno hipotezo, da so hipotekarna posojila zapletena in da se število različnih oblik hipotekarnih posojil iz leta v leto povečuje, kar med drugim vpliva na nepreglednost, zmedo in slabo poučenost posojilojemalcev pri izbiri hipotekarnega posojila. Zaradi tega posojilojemalci pogosto izberejo neprimerno hipotekarno posojilo (sploh če je v igri še predatorsko posojanje), kar ima za posledico nezmožnost odplačevanja obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila.

Pri proučevanju predmeta diplomskega dela se bom primarno posluževala opisne (deskriptivne) metode, ki jo bom kombinirala z metodo analize in sinteze.

Poleg Uvoda in Sklepa je diplomska naloga sestavljena iz dveh poglavij. V prvem poglavju bom v splošnem predstavila stanovanjska hipotekarna posojila in opisala delovanje trga stanovanjskih hipotekarnih posojil. Opredelila bom ključna merila, na podlagi katerih se določi tip posojilojemalca in pridobljenega posojila, ter možnosti glede dodatnega zavarovanja hipotekarnih posojil. V drugem poglavju bom predstavila sestavo trga stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na dve merili. Najprej bom pogledala sestavo trga glede na kvaliteto posojilojemalca, nato pa tipe posojil, ki se oblikujejo glede na način obrestovanja. V zadnjem sklopu drugega poglavja diplomske naloge bom primerjala deleže izdanih posojil glede na način obrestovanja pri vsakem od štirih tipov posojil, izdanih glede na kvaliteto posojilojemalca, ter poskušala ugotoviti, kateri izmed njih prevladuje znotraj posamezne skupine. S sklepom bom povzela bistvene ugotovitve in zaključila diplomsko nalogo.

1 STANOVANJSKA HIPOTEKARNA POSOJILA

1.1 Opredelitev stanovanjskih hipotekarnih posojil

Nakup nepremičnine je načeloma ena izmed največjih investicij v posameznikovem življenju. Ljudje pogosto nimajo dovolj lastnih prihrankov, zato si morajo sredstva izposoditi. Zneski takšnih posojil so ponavadi zelo visoki in doba odplačevanja mnogo daljša kot pri drugih tipih posojil, kar predstavlja precejšnje tveganje na strani posojilodajalca. Pri posojilih, namenjenih financiranju nepremičnin, tako ločimo zavarovana in nezavarovana posojila. Pri nezavarovanih posojilih posojilodajalec ne zahteva posebnega zavarovanja za posojeni znesek, poleg tega predstavlja posojilo le majhen delež celotne vrednosti nepremičnine. Na drugi strani so zavarovana posojila, pri katerih imajo vlogo zavarovanja različni instrumenti, kot na primer pri zavarovalnicah sklenjene posebne police, ustrezno plačilno sposobni poroki, vrednostni papirji, bančne vloge, pogosto pa se v zavarovanje vzame kar sama nepremičnina (Cirman, Čok, Lavrač & Zakrajšek, 2000). Stanovanjska hipotekarna posojila so oblika dolžniškega financiranja nepremičnin, pri čemer je posojilo zavarovano s hipoteko (Ribnikar, 1991).

Pojem **hipoteka** izvira iz Stare Francoščine („mort“ in „gage“) in v dobesednem prevodu pomeni „mrtva obljuba“. Sir Edward Coke (1552–1634) je menil, da se izraz nanaša na dvom glede tega, ali bo posojilojemalec poplačal dolg ali ne. Če posojilojemalec dolga ne bo poplačal, bo nepremičnino, ki je bila predmet zaobljube in jamstvo za poplačilo dolga, izgubil in bo zanj tako rekoč mrtva. V nasprotnem primeru, če bo dolg poplačal, se bo zaobljuba prekinila in bo mrtva za posojilodajalca.

Hipoteka predstavlja instrument, ki daje posojilodajalcu pravico zahtevka, oziroma terjatve, na nepremičnini ter jamstvo za poplačilo posojila pred vsemi drugimi upniki. Na podlagi listine, ki vsebuje zemljiško-knjižno dovoljenje, se vpiše v zemljiško knjigo. Posojilo je lahko zavarovano le z nepremičnino, s katero posojilojemalec že razpolaga, ali z nepremičnino, ki jo s sposojenimi sredstvi kupuje (Abanka Vipa d. d., 2009).

Na podlagi hipoteke pridobi posojilodajalec (zastavni upnik) pravico, da v primeru, ko dolžnik ob zapadlosti terjatve ne poplača, od sodišča na podlagi hipotekarne tožbe zahteva, da se dolg poplača s kupnino, ki je bila prejeta pri prodaji nepremičnine (Fabozzi & Modigliani, 1992). Pri tem je pomembno poudariti, da je prodaja skrajna rešitev, ki je mogoča šele, ko res ni več nobene druge opcije, ki bi omogočila ohranitev posojilnega razmerja. Zahtevke posojilodajalca (upnika) na nepremičnini poteče, ko dolžnik poplača vse obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila (Cirman et al., 2000).

Celoten proces zavarovanja posojila na podlagi hipoteke je drag in zahteva nekoliko več časa, vendar ponuja posojilodajalcu razmeroma visoko stopnjo varnosti, zaradi česar so hipotekarna posojila najpogostejša oblika financiranja nakupa stanovanjskih nepremičnin.

1.2 Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil

Kot posledica ameriških sanj o lastnem domu se je začel v osemdesetih letih trg stanovanjskih hipotekarnih posojil v ZDA pospešeno razvijati. Ameriška administracija je v tem času zavestno spreminjala in rahljala bančno zakonodajo in regulacijo tako, da so odpravili zgornje meje obrestnih mer, dovolili zaračunavanje premije glede na tveganost posojilojemalca in uporabo bolj zapletenih posojil s spremenljivimi obrestnimi merami ter omogočili prenos tveganja na podlagi listinjenja. S tem so želeli spodbuditi izdajanje stanovanjskih hipotekarnih posojil ter povečati lastništvo nepremičnin (Berk & Rupnik, 2009).

Korak naprej so naredili v devetdesetih letih z razvojem nacionalne strategije za lastništvo nepremičnin (angl. *National Homeownership Strategy*), ki je spodbujala povečevanje lastništva nepremičnin tudi med manjšinskim prebivalstvom in tistimi z manj dohodka na podlagi zniževanja zahtev, pogojev in stroškov odobravanja stanovanjskih hipotekarnih posojil z uporabo kreativnih tehnik (Whalen, 2008). Vsi ti ukrepi so skupaj z ugodnimi ekonomskimi razmerami pripomogli k pospešenemu razvoju in rasti ameriškega trga stanovanjskih hipotekarnih posojil, ki je danes najbolj razvit na svetu. Sestavljen je iz primarnega in sekundarnega trga hipotekarnih posojil.

1.2.1 Primarni trg stanovanjskih hipotekarnih posojil

Na primarnem trgu hipotekarnih posojil se oblikujejo in nastajajo stanovanjska hipotekarna posojila na podlagi stika potencialnih posojilojemalcev in posojilodajalcev. Povpraševanje predstavljajo ljudje, ki želijo s pomočjo hipotekarnega posojila kupiti, zgraditi ali obnoviti nepremičnine. Na strani ponudbe pa so različne institucije, ki so pripravljene za ta namen posoditi denar (Cirman et al., 2000). Hipotekarna posojila na primarnem trgu predstavljajo aktivno stran bilance stanja teh institucij.

V ZDA so ključni udeleženci pri izdajanju primarnih hipotekarnih posojil hipotekarne banke (angl. *mortgage banks*), hranilno-posojilna združenja (angl. *savings and loan associations, thrifts*), poslovne banke (angl. *commercial banks*) in hipotekarni posredniki (angl. *mortgage brokers*). Poleg teh obstajajo še nekateri drugi zasebni izdajatelji, kot so zavarovalnice, ki se ukvarjajo z življenjskimi zavarovanji (angl. *life insurance companies*), hranilnice (angl. *saving institutions*), različne državne institucije in v manjši meri tudi pokojninski skladi (Fabozzi & Modigliani, 1992).

Iz slike 1 na strani 5 je razvidno, da največji del trga ponudnikov hipotekarnih posojil predstavljajo **hipotekarne banke**, ki so nedepozitne institucije. To pomeni, da finančnih sredstev za izdajanje posojil ne pridobivajo na podlagi depozitov komitentov, kot je značilno za depozitne institucije, temveč si jih izposodijo v obliki kratkoročnih kreditov pri poslovnih bankah. Poleg tega predstavljata njihov vir dohodka še provizija, ki jo zaračunajo za odobritev posojil, in razlika, ki nastane med obrestno mero, po kateri izdajajo posojila in obrestno mero, ki jo plačujejo za izposojena sredstva. S prodajo izdanih dolgoročnih hipotekarnih posojil si

zagotovijo sredstva za poplačilo obveznosti iz naslova kratkoročnega financiranja (Hu, 2001).

S hipotekarnimi bankami so tesno povezani **hipotekarni posredniki**, ki ponavadi le posredujejo med potencialnimi posojiljemalci in hipotekarnimi bankami in sredstev ne posojajo neposredno (Cirman et al., 2000). Za njih je značilno, da sodelujejo z več različnimi hipotekarnimi bankami, ter zanje iščejo potencialne posojiljemalce. Ker za svoje delovanje zaračunavajo provizijo, so posojila, pridobljena prek hipotekarnih posrednikov, nekoliko dražja od posojil, pridobljenih neposredno od hipotekarnih bank. Hipotekarni posredniki prav tako ne servisirajo posojil, temveč se ta vloga prenese na hipotekarne banke ali kakšno drugo finančno institucijo (Reed, 2006).

Poleg hipotekarnih bank ponujajo stanovanjska posojila tudi tako imenovana **hranilno-posojilna združenja**, ki so drugi največji ponudniki hipotekarnih posojil, in **poslovne banke**. Oboji so depozitne institucije in delujejo na precej podoben način, saj po eni strani zbirajo prihranke in nato na podlagi zbranih depozitov izdajajo hipotekarna posojila. Medtem ko so hipotekarna posojila pri hranilno-posojilnih združenjih ena izmed ključnih dejavnost, predstavljajo pri poslovnih bankah le manjši delež vseh odobrenih posojil (Reed, 2006).

Ključna razlika med depozitnimi institucijami (bankami, thrifti) in hipotekarnimi bankami je v tem, da slednji niso predmet celega niza dosledne regulacije, ki ščiti potrošnike (Lehnert, 2006).

Celoten sistem regulacije v ZDA je zelo zapleten in nepregleden, saj ni enotnega sistema bančnega nadzora, temveč zgolj kombinacija regulacije na zvezni in regulacije na državni ravni. Regulacijo na zvezni ravni izvaja ena izmed treh institucij, in sicer Federal Reserve System (v nadaljevanju FED), ki regulira banke članice sistema FED, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), ki regulira okoli 6.500 državno-pooblaščenih bank, ki niso članice sistema FED, in The Office of the Comptroller of the Currency (OCC), ki regulira 1.600 nacionalnih

bank, za katere je članstvo v sistemu FED obvezno. Na drugi strani izvaja regulacijo na državni

ravni petdeset državnih bančnih oddelkov, ki pooblašajo in regulirajo državne banke posameznih zveznih držav. Medtem ko so lahko depozitne institucije izpostavljene tako zveznemu kot tudi državnemu nadzoru, so neodvisne nedepozitne hipotekarne institucije regulirane le od posamezne države, znotraj katere delujejo (Baily, Johnson & Litan, 2008).

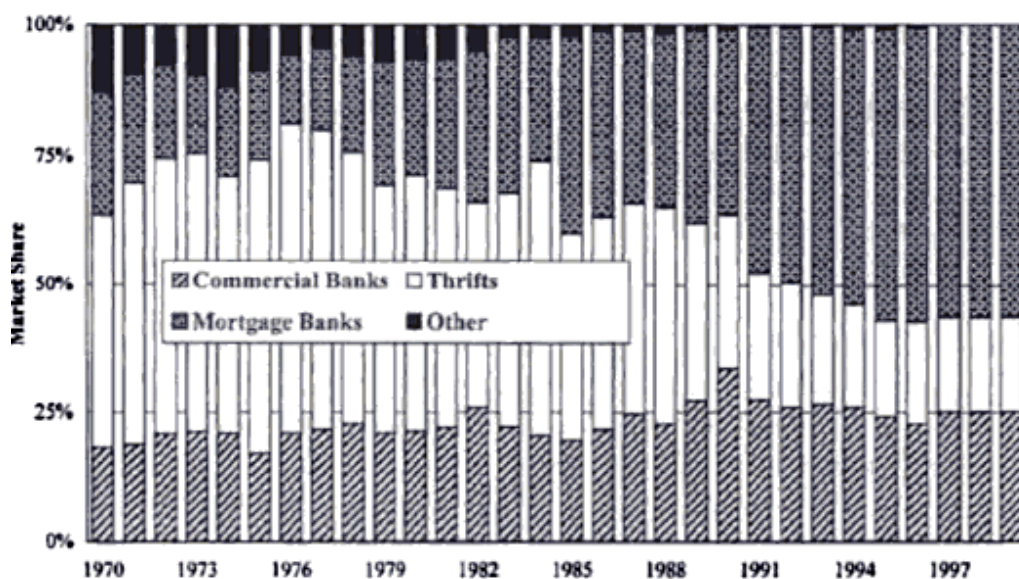
Zaradi omejene regulacije imajo hipotekarne banke prednost, saj lažje pridobijo sredstva in se

izpostavljajo bolj tveganim poslom, zato so tudi bolj aktivne na trgu hipotekarnih posojil (Lehnert, 2006).

Manjši delež posojil ponujajo še nekatere **zasebne institucije**, za katere je značilno, da zaračunavajo nekoliko višje obrestne mere predvsem zato, ker izdajajo posojila posojilojemalcem, ki se ne morejo kvalificirati za konvencionalno posojilo ene izmed zgoraj omenjenih institucij, na primer zaradi neprimerne kredibilnosti ali prihodka (Reed, 2006).

Sestava primarnega trga se zelo hitro razvija in raste, saj želijo posojilodajalci na podlagi diverzifikacije hipotekarnih posojil oblikovati in ponuditi produkte, ki bi bili kar najbolj prilagojeni različnim potrebam in željam posojilojemalcev, ter s tem spodbuditi povpraševanje po stanovanjskih hipotekarnih posojilih. Leta 2005 je imelo v ZDA kar 66 % lastnikov domov na svoji nepremičnini hipoteko (Fratantoni, 2007). Leta 2004 je znašala skupna vrednost vseh stanovanjskih hipotekarnih posojil približno 8,8 bilijona USD, leta 2008 pa približno 11,9 bilijona USD, kar kaže na rast primarnega trga hipotekarnih posojil (Board of Governors of the Federal Reserve System – Mortgage Debt Outstanding, 2009).

Slika 1: Tržni delež izdaje stanovanjskih hipotekarnih posojil, največji posojilodajalci (1970–1999)



Vir: J. Hu, Basics of Mortgage-Backed Securities, 2001.

1.2.2 Sekundarni trg stanovanjskih hipotekarnih posojil

Pogoj za razvoj sekundarnega hipotekarnega trga je dobro razvit primarni hipotekarni trg. V ZDA se je začel sekundarni trg hipotekarnih posojil razvijati že v štiridesetih letih 20. stoletja z namenom zagotavljanja sredstev za financiranje hipotekarnih posojil. Medtem ko se na primarnem trgu hipotekarna posojila oblikujejo, se na sekundarnem trgu z njimi trguje (McDonald & Thornton, 2008). Poenostavljeno lahko rečemo, da predstavlja sekundarni hipotekarni trg stik med posojilodajalci in investitorji, pri čemer se moramo zavedati, da je v resnici med tema subjektoma še mnogo drugih akterjev, ki omogočajo delovanje sekundarnega

trga.

Ključno vlogo na sekundarnem trgu hipotekarnih posojil v ZDA imajo tri **državno sponzorirana podjetja** (angl. *Government-Sponsored Enterprises*) Ginnie Mae (Government National Mortgage Association, GNMA), Fannie Mae (Federal National Mortgage Association, FNMA) in Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC), ter nekateri **zasebni izdajatelji**, med katerimi prevladujejo nekatera hranilno-posojilna združenja, investicijske banke, finančna podjetja in poslovne banke. Omenjene institucije na podlagi hipotekarnih posojil izdajajo različne oblike vrednostnih papirjev in jih na sekundarnem hipotekarnem trgu prodajajo različnim investitorjem, med njimi pokojninskim skladom, zavarovalnicam, hedge skladom, investicijskim skladom, zasebnim podjetjem in drugim finančnim institucijam, vključno z bankami (Sabry & Schopflocher, 2007). Pomembno vlogo na sekundarnem trgu imajo tudi **bonitetne agencije** (največje tri so Moody's, Standard and Poor's in Fitch Ratings), ki oblikujejo bonitetne ocene izdanih vrednostnih papirjev, **zavarovalnice**, ki z jamčenjem donosov izdanih vrednostnih papirjev znižujejo njihovo kreditno tveganje in s tem prispevajo k boljšim bonitetnim ocenam, in **serviserji posojil**, ki so najpogosteje kar izdajatelji posojil sami (European Economic Advisory Group, 2009).

Glavni namen sekundarnega trga je povečanje likvidnosti hipotekarnih posojil, ki so v osnovi zelo dolgoročni finančni instrumenti (Cirman et al., 2000). Tradicionalno so finančne institucije (predvsem banke) držale hipotekarna posojila na svoji aktivni do dospelja tudi po več deset let. Zaradi tega so se spopadle z obrestnim tveganjem, saj so izdajale dolgoročna posojila s fiksnimi obrestnimi merami na podlagi kratkoročnih vlog, za katere so plačevale tržno obrestno mero. Če so bile poleg povišanih tržnih obrestnih mer izpostavljene še nenadnemu odtoku sredstev, so lahko hitro zašle v težave (Ribnikar, 1991).

S pojavom sekundarnega hipotekarnega trga so se tako razvile hipotekarne obveznice (angl. *mortgage backed securities*) in z njimi povezano listinjenje (angl. *securitization*). Hipotekarne obveznice so vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami, ki nastanejo v procesu listinjenja. Bistvo listinjenja je v tem, da se heterogena in nelikvidna hipotekarna posojila združijo v homogen bazen denarnih tokov, na podlagi katerega se izdajo tržni vrednostni papirji, imenovani hipotekarne obveznice (Skok, 2009). Z njihovo prodajo različnim investitorjem si izdajatelji hipotekarnih posojil zagotovijo likvidna finančna sredstva, na podlagi katerih lahko izdajajo nova posojila in zmanjšujejo kreditno tveganje. Kreditno tveganje, ki izvira iz hipotekarnih posojil, se namreč prenese med kupce hipotekarnih obveznic in udeležence v procesu listinjenja.

Sekundarni trg hipotekarnih posojil ne zagotavlja le večje ponudbe sredstev in likvidnosti hipotekarnih posojil, kar omogoča zniževanje obrestne mere, po kateri se sredstva posojajo,

temveč omogoča tudi geografsko prelivanje finančnih sredstev med območji s presežki finančnih

sredstev in območji, kjer finančnih sredstev primanjkuje (Cirman et al., 2000). Vse to so

dejavniki, ki so spodbudili razvoj novih eksotičnih finančnih instrumentov, ki nastajajo na podlagi dolžniških vrednostnih papirjev, kot so hipotekarne obveznice, v nadaljnjih krogih listinjenja. V zadnjem času so tako postale zelo priljubljene zadolžnice zavarovane z dolgom oz. CDO-ji (angl. *collateralized debt obligations*), ki omogočajo, da se kreditno tveganje hipotekarnih obveznic razdeli v več tranš, pri čemer ima posamezna tranša različno stopnjo tveganja in z njim povezano stopnjo donosa, kar investitorjem omogoča, da se lahko zavestno odločajo, v katero tranšo bodo investirali. Donosnost CDO-jev je povezana s kreditno oceno vrednostnih papirjev na podlagi katerih so izdani, pri čemer nižja kreditna ocena pomeni nižji donos CDO-ja in obratno (European Economic Advisory Group, 2009). Že sama sestava CDO-jev nakazuje na kompleksnost in nepreglednost instrumentov sekundarnega hipotekarnega trga, ki so imeli pomemben vpliv pri zaostritvi sedanje finančne krize.

1.3 Merila in proces pridobitve stanovanjskega hipotekarnega posojila

Proces pridobitve hipotekarnega posojila je precej obsežen in zaradi tega tudi nekoliko zamuden postopek. Celoten proces izdaje hipotekarnih posojil se začne s prijavo potencialnega lastnika hiše oziroma stanovanja pri enem od posojilodajalcev za stanovanjsko hipotekarno posojilo. Kandidat mora izpolniti prijavo, s katero posojilodajalec zbere različne informacije, na podlagi katerih pripravi kreditno oceno kandidata (Fabozzi & Modigliani, 1992). Čeprav se lahko posojilodajalci v primeru posojilojemalčevega neplačila obveznosti poplačajo iz zastavljene nepremičnine, pri odobravanju posojil skrbno preverijo posojilojemalčevo kredibilnost in boniteto ter se prepričajo, da je varnost v zavarovanje ponujene nepremičnine ustrezna. Kreditno oceno pripravijo zelo skrbno, saj je njihov glavni cilj dobiti posojeni znesek vrnjen skupaj z obrestmi, pri čemer služi nepremičnina zgolj kot izhod v zadnji sili (Cirman et al., 2000). V ZDA se je izkazalo, da je bil v zadnjih letih navidezno »skrben pregled« posojilojemalcev v nekaterih primerih površen, saj je vzdržnost modela temeljila predvsem na (naraščajoči) vrednosti nepremičnin, in ne toliko na dohodkih posojilojemalcev. Celoten proces ocenjevanja kredibilnosti in tveganosti posojilojemalca je danes avtomatiziran, s čimer se je povečala učinkovitost in količina izdajanja posojil, stroški, ki pri tem nastanejo, pa so se znižali (Belsky & Calder, 2004).

Posojilodajalci pri odobravanju posojil upoštevajo različna merila, od katerih bom v nadaljevanju omenila le najpomembnejše. Pri tem se moramo zavedati, da ne glede na to, katera merila se upoštevajo, nobeden od izbranih postopkov ne more stoddostno zagotoviti, da bo odobreno posojilo v celoti odplačano.

1.3.1 Ocena kreditne sposobnosti po metodi FICO

Specializirane agencije za poročanje potrošniških kreditnih tveganj (angl. *credit reporting agencies*) zbirajo podatke o kreditni zgodovini posojilojemalcev (redno odplačevanje dolgov, zgodovina odprtih računov, prilivi in odlivi denarja na odprtih računih, časovna dolžina posameznih računov, najeta posojila, tipi najetih posojil itd.), na podlagi katerih s pomočjo zapletenih modelov ocenjujejo ter kvantificirajo posameznikovo kreditno sposobnost (Fair Isaac Corporation, 2009). Rezultat je kreditna ocena, ki je v osnovi numerična ocena kreditne zgodovine posojilojemalca, izražena v kreditnih točkah (Fabozzi & Mann, 2005). Kreditne ocene v ZDA pripravljajo tri agencije, in sicer Experian, ki uporablja t. i. Fair Isaac model, TransUnion, ki podpira t. i. Emperica model in Equifax, ki uporablja model, imenovan Beacon. Ker uporablja vsaka izmed agencij pri oblikovanju kreditne ocene nekoliko drugačno metodologijo in podatke o posojilojemalcu, ima vsak posameznik tri kreditne ocene, ki se med seboj nekoliko razlikujejo (Lieber, 2008).

Kljub manjšim razlikam se te ocene v splošnem imenujejo kar FICO-ocena (angl. *Fair Isaac Corporation-score*). Posojilodajalci si pogosto zagotovijo več kot le eno od teh ocen, z namenom eliminacije vpliva variiranja med ocenami različnih kreditno-ocenjevalnih agencij, ter uporabijo srednjo vrednost. V primeru, ko imajo le dve oceni, upoštevajo tisto, ki je nižja (Fabozzi & Mann, 2005). Vrednost FICO-ocene se giblje med 300 in 850 kreditnih točk, pri čemer velja, da višja kot je vrednost ocene, boljša je kreditna sposobnost posojilojemalca. Kreditna ocena vpliva na višino in posojilne pogoje hipotekarnega posojila, ki jih bo posojilodajalec pripravljen ponuditi posojilojemalcu (Fair Isaac Corporation, 2009). Da se lahko posojilojemalec kvalificira za prvorazredno posojilo, potrebuje kreditno oceno 660 kreditnih točk ali več. Posojilojemalci s kreditno oceno pod to mejo lahko pridobijo posojilo na podlagi enega izmed državnih programov ali na podlagi drugorazrednih programov, za katere so značilne višje obrestne mere in dodatni zneski, ki jih je treba plačati zaradi višje tveganosti (Fabozzi & Mann, 2005).

Kreditna ocena sama od sebe ne pove, ali bo posamezni posojilojemalec dobra ali slaba stranka, ko bo že enkrat dobil odobreno posojilo. Zaradi tega posojilodajalci poleg kreditne ocene uporabijo še celo vrsto drugih strategij, omenjenih v nadaljevanju, na podlagi katerih determinirajo tveganost potencialnega posojilojemalca.

1.3.2 Razmerje med višino posojila ter vrednostjo nepremičnine (LTV indeks)

Eden izmed najpomembnejših kvantitativnih kazalcev, ki vpliva na odločitev posojilodajalca, je tako imenovan LTV indeks (angl. *loan-to-value ratio*), ki prikazuje razmerje med višino posojila in tržno vrednostjo nepremičnine. LTV indeks je pomemben indikator posojilodajalčevega vzvoda na točki, ko se posojilo oblikuje. Po definiciji je LTV indeks funkcija posojilojemalčevega pologa pri nakupu nepremičnine (Fabozzi & Mann, 2005). Večji kot je polog, manjši bo LTV indeks, kar pomeni večjo varnost za posojilodajalca v primeru posojilojemalčeve neizpolnitve obveznosti, še posebej v primeru padca vrednosti nepremičnine. Ker posojilo predstavlja manjši delež celotne vrednosti nepremičnine, si bo lahko posojilodajalec

kljub nižji tržni vrednosti nepremičnine z njeno prodajo zagotovil povrnitev celotnega posojenega zneska (Fabozzi & Modigliani, 1992).

LTV indeks ima vpliv tudi na pričakovanja glede zmožnosti odplačevanja dolga in je neke vrste indikator verjetnosti za nezmožnost odplačevanja obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila. Večji kot je LTV indeks, manj lastnih sredstev ima posojilojemalec v svojem premoženju, zaradi česar je večja verjetnost nezmožnosti poplačila dolgov (Fabozzi & Modigliani, 1992). Visok LTV prav tako pomeni, da je bil polog na podlagi lastnih virov sredstev pri nakupu nepremičnine majhen, kar veliko pove o finančni sposobnosti posojilojemalca. Zaradi tega visok LTV indeks spremljajo višje obrestne mere in s tem dražja posojila.

Posojila so sicer lahko izdana na podlagi visokega LTV indeksa, vendar to za posojilojemalce z LTV indeksom, večjim od 80 %, pomeni, da bodo posojilodajalci za zmanjšanje tveganja neplačila dolga zahtevali, da posojilojemalec kupi posebno zavarovanje za tisti delež posojila, ki presega 80 %, zaradi česar bo posojilo dražje (Cirman et al., 2000). Zaradi dodatnega zavarovanja hipotekarnega posojila mora posojilojemalec plačevati mesečno premijo, ki je dodana obroku posojila, vendar se ta lahko prekliče, če vrednost nepremičnine naraste do te mere, da se LTV indeks zmanjša pod 80 % (Fabozzi & Mann, 2005).

Nizek LTV indeks (pod 80 %) pomeni nižje obrestne mere za manj tvegane posojilojemalce ter posojilodajalcem omogoča, da omilijo merila glede odobritve posojil tudi sicer bolj tveganim posojilojemalcem z na primer nižjo kreditno oceno, zapisanimi zamujenimi plačili v kreditni zgodovini, neprimerno dokumentacijo ali visokim količnikom med prihodkom in dolgom. Gledano z druge strani je visok LTV indeks sprejemljiv pri posojilojemalcih z visoko kreditno oceno in zadovoljivo kreditno zgodovino (Gerardi, Shapiro & Willen, 2008). Možen je tudi LTV indeks 100 % in več, ki pa je v ZDA rezerviran le za najbolj kredibilne posojilojemalce (Mortgage Research Center, 2009).

1.3.3 Dohodkovno razmerje (Income Ratio)

Dohodkovno razmerje se meri na podlagi različnih kazalcev, najpogosteje se uporabljata predvsem dva indeksa, in sicer indeks hipotekarnega dolga (angl. *mortgage debt ratio*, *front debt-to-income ratio* ali *payment-to-income ratio*) in indeks celotnega dolga (angl. *total-debt-ratio* ali *back-debt-to-income ratio*). **Indeks hipotekarnega dolga** (v nadaljevanju MDR) prikazuje delež bruto dohodka, ki ga posojilojemalec vsak mesec namenja za kritje stroškov, povezanih z nepremičnino (glavnica, obresti, davki na nepremičnino, zavarovanje itd.) in v splošnem ne sme presegati 28 odstotkov. **Indeks celotnega dolga** (v nadaljevanju TDR) prikazuje delež bruto dohodka, ki ga posojilojemalec vsak mesec namenja za plačilo obveznosti iz vseh pogodbenih razmerij (najeta posojila, preživnine, sklenjeni leasingi itd.), in ne le hipotekarnega posojila. TDR v splošnem ne sme presegati 36 odstotkov. Pri posojilih, ki so zavarovana pri vladnih agencijah Federal Housing Administration (v nadaljevanju FHA) in Veteran's Administration (v nadaljevanju VA), sta lahko indeksa tudi nekoliko višja (Cirman et al., 2000; Fabozzi & Mann, 2005). V splošnem velja, da višja kot sta indeksa, večja je verjetnost

posojilojemalčeve nezmožnosti odplačevanja posojila (Ching, Davidson, Sanders & Wolff, 2003).

1.3.4 Ocena vrednosti nepremičnine

Stanovanjsko hipotekarno posojilo je zavarovano na podlagi nepremičnine, zato ima njena tržna vrednost velik pomen pri odobravanju posojila. V prijavi za pridobitev posojila mora posojilojemalec navesti oceno tržne vrednosti nepremičnine, pridobljene od strokovnega in uradno potrjenega cenilca nepremičnin. Čeprav ocenjena vrednost ni nujno tudi dejanska vrednost nakupne cene hiše, mora biti ta načeloma večja od višine posojila, ki ga želi posojilojemalec pridobiti (Hu, 2001).

1.3.5 Dokumentacija

Za posojilodajalce vsako presenečenje pomeni tveganje, zato želijo imeti pred sabo vse potrebne informacije za racionalno odločanje glede posojila. Indeks dolga, višina dohodka, zahteve glede pologa, status in zgodovina zaposlitve – vse to so informacije, ki jih posojilodajalec upošteva pri določanju posojilnih pogojev. Če posojilojemalec ne more zagotoviti katerega izmed zahtevanih dokumentov, ki uradno potrjujejo določene informacije o posojilojemalcu, to poveča tveganje na strani posojilodajalca (Reed, 2006). Zaradi tega bo ta postavil višjo posojilno obrestno mero, zahteval dodatno zavarovanje posojila in podobno.

V preteklosti so posojilodajalci za odobritev posojil od posojilojemalcev zahtevali, da zagotovijo vse podatke o njihovem finančnem statusu, ter jih podprejo z dokumentacijo. V zadnjih časih so se z razvojem novih programov zahteve glede zbrane dokumentacije nekoliko zrahljale. Trend se je začel pojavljati v 90. letih s povečevanjem hipotekarnih posojil, namenjenih samozaposlenim, ki imajo zaradi narave njihove zaposlitve omejeno dokumentacijo in precej variabilen prihodek. Rezultat rahljanja teh zahtev je bil izdajanje posojil na podlagi manj dokumentacije (angl. *reduced-documentation loans*) ali celo posojil brez dokumentacije (angl. *no-documentation loans*) ter posledično (zaradi povečanega tveganja na strani posojilodajalcev) zviševanje obrestnih mer (Fabozzi & Modigliani, 2005).

Glede na zahteve glede dokumentacije poznamo različne tipe posojil, od posojil z navedenim dohodkom (angl. *stated income loans*), kjer je dovolj, da posojilojemalec le navede višino dohodka brez predložitve posebne dokumentacije, ki bi to potrjevala, do posojil brez prihodka – brez sredstev (angl. *no income-no asset (NINA) loans*), kjer ni treba razkriti nobenih podatkov o dohodku, sredstvih in zaposlenosti. Vsa ta posojila predstavljajo zelo visoko raven tveganja za posojilodajalce, zato ga kompenzirajo z znatno višjimi obrestnimi merami, višjimi zahtevami glede pologa (nižji LTV), dobro kreditno zgodovino in podobno (Mortgage-x – Mortgage Information Service, 2009).

1.4 Zavarovanje stanovanjskih hipotekarnih posojil

Hipotekarna posojila je mogoče dodatno zavarovati pri različnih zavarovalnih institucijah, ki posojilodajalcu jamčijo, da bo dolžnik izpolnil svoje obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila, ter s tem prispevajo k zmanjšanju njihovega tveganja. Glede na način zavarovanja lahko stanovanjska hipotekarna posojila razdelimo na dve večji podskupini, in sicer na državna in konvencionalna posojila (Fabozzi & Mann, 2005).

Posojilo, ki temelji na kredibilnosti posojilojemalca in je zavarovano na podlagi hipoteke, je tako imenovano **konvencionalno posojilo** (angl. *conventional mortgage*). Sem spadajo vsa stanovanjska hipotekarna posojila, ki jih ne zavarujejo oziroma zajamčijo vladne agencije. Konvencionalna posojila je mogoče dodatno zavarovati pri zasebnih hipotekarnih zavarovalnicah, kot sta Mortgage Guaranty Insurance Company (MGIC) in PMI Mortgage Insurance Company, in s tem pridobiti ugodnejše posojilne pogoje (Fabozzi & Modigliani, 1992). Pri zasebnih zavarovalnicah je mogoče zavarovati tudi višje zneske in, v nasprotju z zavarovanjem pri FHA, zavarovanje odpovedati še pred dokončnim odplačilom posojila. Dodatno zavarovanje konvencionalnih posojil je opcijsko, zahteva se le pri tistih posojilih, pri katerih je polog manjši od 20 odstotkov (Mortgage Guaranty Insurance Corporation (MGIC), 2008). Zasebne zavarovalne agencije zavarujejo največ 20 % višine posojila, pri katerem je LTV indeks (razmerje med višino posojila in vrednostjo nepremičnine) med 80 % do 90 %, oziroma maksimalno 25 % vrednosti posojila, ki ima LTV indeks med 90 % do 95 %. Posojilodajalec je pri konvencionalnih posojilih še vedno izpostavljen tveganju neplačila za tisti delež posojila, ki ni dodatno zavarovan in tveganju propada zasebne zavarovalne agencije, za katero država ne jamči (Fabozzi & Modigliani, 1992).

Druga skupina stanovanjskih hipotekarnih posojil so **državna posojila** (angl. *government mortgage*), ki so zavarovana pri eni izmed treh vladnih agencij: Federal Housing Administration, Veteran's Administration in Rural Housing Service. **Federal Housing Administration** (v nadaljevanju FHA) je bila ustanovljena na podlagi zakona »National Housing Act« leta 1934 in zagotavlja hipotekarno zavarovanje v prvi vrsti zato, da omogoča nakup hiše oziroma stanovanja tudi tistim družinam z nižjim do zmernim dohodkom, ki si lahko privoščijo le razmeroma nizek polog (nižji od 20 % vrednosti nepremičnine, vendar minimalno 3 %) ter težje izpolnijo merila za pridobitev konvencionalnega posojila (Hu, 2001). FHA na podlagi zavarovanja posojilodajalcu jamči, da bo v primeru, če posojilojemalec ne bo mogel odplačati dolga, namesto njega poravnala obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila (U.S. Department of Housing and Urban Development – HUD & FHA, 2008). Za zavarovanje zaračunava predhodno zavarovalno premijo (angl. *upfront mortgage insurance premium*) v višini 1,5 % vrednosti posojila, ki je fiksna in jo mora posojilojemalec plačati vnaprej, ves čas trajanja posojila pa mora plačevati še mesečno zavarovalno premijo (angl. *mortgage insurance premium*), katere višina je odvisna od velikosti pologa (Ghimire, 2007). Zavarovanje pokriva celotni znesek posojila, pri čemer ima FHA zakonsko določeno zgornjo mejo višine posojila, ki ga je še pripravljena zavarovati (Credit Suisse, 2007). Zgornja meja variira odvisno od lokacije nepremičnine (zaradi razlike v cenah nepremičnin glede na njihovo lokacijo) in znotraj dveh omejitev: največ 87 % konformne meje v visoko-stroškovnih državah oziroma 48 % konformne meje v nizko-stroškovnih državah, ki jo postavlja Fannie Mae in Freddie Mac (Fabozzi & Modigliani, 2005; FHALoan.com – FHA

Mortgage Insurance, 2009). Sredstva za pokrivanje izgub si FHA zagotavlja na podlagi premij, ki jih zaračunava za zavarovanje (Cirman et al., 2000).

Druga vladna agencija, ki je imela pomembno vlogo za razvoj hipotekarnega kreditiranja v ZDA, je **Veteran's administration** (v nadaljevanju VA), ki je nastala na podlagi zakona »The Serviceman's Readjustment Act« leta 1944. Od druge svetovne vojne naprej je zagotavljala garancije za hipotekarna posojila vojnim veteranom ter vsem, ki služijo oziroma so služili ZDA, da bi omogočila lažji prehod iz vojaškega v civilno življenje (Hu, 2001). Veterani, ki so upravičeni do VA posojila, lahko kupijo stanovanje, oziroma hišo, brez pologa in brez denarnih rezerv, po zelo nizki obrestni meri in brez dodatnega zasebnega zavarovanja hipotekarnega posojila (The Hay Group – Department for Veterans Affairs, 2004). VA sama ne določa najvišjega zneska posojila, temveč ga določa posamezni posojilodajalec in se lahko med posojilodajalci razlikuje, vendar načeloma ne odobrijo VA posojila, ki presega 417.000 USD, ker je to meja za prodajo na sekundarnem trgu (Credit Suisse, 2007; Veteran Loan Center – VA Home Loans, 2009). VA zavarovanje ne pokriva celotnega posojila kot pri FHA, temveč le določen delež, ki je odvisen od višine posojila (MilitaryHub.com – VA Loan Limits, 2009). Vloga VA se je skozi čas nekoliko spremenila in zmanjšala, zato je delež izdanih VA posojil v zadnjem času močno upadel.

Poleg že omenjenih FHA in VA je bila na podlagi zakona »The Department of Agriculture Reorganization Act« leta 1994 ustanovljena še ena vladna agencija pod imenom **Rural Housing Service** (v nadaljevanju RHS). Njen glavni namen je zagotavljati zavarovanje za hipotekarna posojila ljudem iz podeželja in bolj oddaljenih območij v ZDA. RHS ima različne programe, ki na podlagi zavarovanja pomagajo ljudem iz podeželja z nizkim do zmernim dohodkom, da se lahko kvalificirajo za posojilo na podlagi minimalnih stroškov odobritve posojila, konkurenčnih obrestnih mer, brez pologa in brez omejitve glede višine posojila (Rural Development Guaranteed Housing (USDA) – Eligibility Criteria, 2009). S temi programi želijo ZDA spodbuditi razvoj podeželja ter ohraniti življenje na bolj oddaljenih območjih.

2 SEGMENTACIJA TRGA STANOVANJSKIH HIPOTEKARNIH POSOJIL GLEDE NA RAZLIČNA MERILA

V celoti stanovanjska hipotekarna posojila zaznamujejo nekatere skupne karakteristike, kot so višina odobrenega posojila, trajanje posojila, časovni načrt odplačevanja posojila ter posojilna obrestna mera. Znotraj skupine stanovanjskih hipotekarnih posojil pa vendarle najdemo celo vrsto posojil, katerih imena variirajo glede na specifične značilnosti. Tako lahko stanovanjska hipotekarna posojila razvrstimo na več podskupin na podlagi različnih meril: z vidika zavarovanja, na podlagi različnih izdajateljev, glede na namen uporabe posojila, način amortizacije, določitve obrestne mere in podobno (McDonald & Thornton, 2008).

Zaradi množice kombinacij različnih mogočih značilnosti so stanovanjska hipotekarna posojila zapletene tvorbe z mnogimi lastnostmi in izjemami, ki ob nepazljivosti in pomanjkanju znanja ter informacij zelo hitro povzročijo nerazumevanje in zmedo pri posojilojemalcih. Natančen opis

vseh tipov posojil na podlagi vseh obstoječih meril presega okvir te diplomske naloge, zato se bom v nadaljevanju omejila le na dve merili, ki se v današnjem času največkrat omenjata in omogočata grobo delitev hipotekarnih posojil, vendar se moramo zavedati, da obstaja še veliko drugih. V nadaljevanju bom stanovanjska hipotekarna posojila razdelila glede na kvaliteto posojilojemalca ter glede na način obrestovanja.

2.1 Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na kvaliteto posojilojemalca

Glede na različna merila, na podlagi katerih se določita tveganost posojilojemalca in njegova sposobnost odplačevanja obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila, se trg stanovanjskih hipotekarnih posojil deli na prvorazredna (angl. *prime mortgage*) in ne-prvorazredna (angl. *non-prime mortgage*) stanovanjska hipotekarna posojila. Najpomembnejša merila, ki se upoštevajo pri tej delitvi, so indeks LTV, FICO-ocena, indeks DTI in višina posojila, katere sem že opisala v prvem delu. **Prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila**, ki so manj tvegana in imajo nižjo obrestno mero, se delijo naprej na **konformna** in **nekonformna oziroma jumbo hipotekarna posojila**. Na drugi strani imamo **ne-prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila**, pri katerih je verjetnost posojilojemalčeve nezmožnosti odplačevanja posojila precej večja, zaradi česar imajo višjo obrestno mero. Razdelimo jih lahko na skoraj-prvorazredna oziroma **Alt-A hipotekarna posojila** ter na **drugorazredna hipotekarna posojila** (angl. *subprime mortgage*).

V nadaljevanju bom opisala vse štiri omenjene tipe posojil, katerih ključna karakteristika, po kateri se razlikujejo, je kvaliteta posojila oz. kredibilnost posojilojemalca.

2.1.1 Prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila

Kadar ima potencialni posojilojemalec visoko kreditno oceno FICO, visok in stabilen prihodek, pomembne predhodne prihranke (zaradi večjega pologa je tudi LTV indeks nižji) ter malo ali celo nič dolga, mu bodo na voljo prvorazredna posojila, ki zagotavljajo zelo ugodne posojilne pogoje, med njimi tudi prvorazredno posojilno obrestno mero. Od višine izposojenih sredstev pa je odvisno, ali bo posojilo konformno ali jumbo.

2.1.1.1 Konformna prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila

Konformna posojila so vsa posojila, ki jih lahko posojilodajalci na sekundarnem trgu prodajo enemu izmed državno sponzoriranih podjetij The Federal National Mortgage Association oz. Fannie Mae (v nadaljevanju FNMA), The Federal Home Loan Mortgage Corporation oz. Freddie Mac (v nadaljevanju FHLMC) ali vladni agenciji Government National Mortgage Association oz. Ginnie Mae (v nadaljevanju GNMA). Vse tri agencije so bile ustanovljene z namenom zagotavljanja likvidnih sredstev posojilodajalcem ter spodbujanju razpoložljivosti in učinkovitosti stanovanjskega lastništva v ZDA na podlagi listinjenja.

GNMA je neposredna državna agencija, ki zagotavlja sekundarni trg izključno za

najkvalitetnejša hipotekarna posojila, pri katerih tveganje neplačila in kreditno tveganje nosijo državne agencije FHA in VA (Ching et al., 2003). Posojila, ki jih zavarujeta FHA in VA, imajo določeno zgornjo mejo, katere višina posojil ne sme preseči in se razlikuje glede na različne regije in tipe nepremičnin.

Prednost teh posojil je, da merila za njihovo pridobitev niso tako stroga kot za pridobitev navadnih konformnih posojil, določenih od FHLMC in FNMA. Na primer oseba, ki je imela nekaj težav v kreditni zgodovini ali še nobenega tradicionalnega posojila (to so posojila s fiksno obrestno mero in enakimi mesečnimi obroki), lahko pridobi posojilo, zavarovano od FHA ali VA, medtem ko se za konformno posojilo ne more kvalificirati. Prav tako zaradi tega ni dodatnih doplačil (razen za VA posojila je v primeru, da ni nobenega pologa treba doplačilo v višini okoli 2 %), stroški odobritve posojila se lahko vključijo v samo posojilo in jih ni treba plačati vnaprej, obrestna mera posojil je nižja, zahteva pa se tudi nižji plog (za FHA posojila je minimalni plog 3 %, medtem ko za VA posojila plog sploh potreben) in nižji DTI indeks (MDR/TDR: 29/41 %) kot pri konformnih posojilih (FHA Info.com – FHA Income Documentation, 2009; VALoans.com – VA Loan Facts, 2009). FHA in VA posojila so državna konformna prvorazredna hipotekarna posojila in ne spadajo pod konvencionalna posojila, saj jih zavarujejo neposredno državne zavarovalne agencije.

FNMA in FHLMC je ustanovila država, vendar sta pozneje prešli v zasebno last (v trenutni finančno-gospodarski krizi sta bili ponovno nacionalizirani). Na primarnem hipotekarnem trgu kupujeta prvorazredna hipotekarna posojila in jih na podlagi bazena posojil preoblikujeta v finančne instrumente, ki se prodajajo na sekundarnem hipotekarnem trgu. Tveganje zmanjšujeta s tem, da listinita le tista konvencionalna hipotekarna posojila, ki izpolnjujejo določene pogoje, zaradi česar se imenujejo konformna oziroma standardna stanovanjska hipotekarna posojila (Ching et al. 2003).

FHLMC in FNMA določata zavarovalne standarde (angl. *underwriting standards*), ki jih mora hipotekarno posojilo izpolnjevati, da se kvalificira za konformno prvorazredno hipotekarno posojilo, in sicer maksimalno višino DTI, maksimalno višino LTV, minimalno višino FICO-ocene in konformno mejo (angl. *conforming loan limit*), ki je maksimalna višina posojila, ki sta ga še pripravljene odkupiti (Fabozzi & Modigliani, 1992).

Trenutno glede na zavarovalne standarde za konformna konvencionalna posojila, namenjena nakupu enostanovanjske hiše, velja, da mora biti kreditna ocena FICO najmanj 660 kreditnih točk, če je LTV indeks večji od 75 %, oziroma vsaj 620 kreditnih točk, če je LTV indeks manjši od 75 %, medtem ko je maksimalni dovoljeni LTV indeks 95 % (glede na spreminjanje tržnih razmer so mogoča nekatera odstopanja). Indeks hipotekarnega dolga (MDR) mora biti manjši od 28 % in indeks celotnega dolga (TDR) ne sme presegati 36 %. Konformna meja hipotekarnega posojila se spreminja na letni ravni, glede na spremembe indeksa cen stanovanj oziroma hiš. V tabeli 1 so navedene konformne meje za leto 2009. V povprečju znaša maksimalna višina posojil 417.000 USD za enostanovanjsko hišo, pri čemer so določena odstopanja za območja, kjer so cene nepremičnin višje in za večdružinske hiše (eFannieMae.com – Loan Limits for

Conventional Mortgages, 2009; Federal Housing Finance Agency (FHFA) – Conforming Loan Limit, 2009).

Tabela 1: Konformne meje za konvencionalna hipotekarna posojila leta 2009

Maksimalna višina glavnice za posojila izdana v letu				
Število enot gospodinjstev	48 zveznih držav brez Aljaske in Havajev, Zvezno okrožje Kolumbije in Portoriko		Aljaska, Guam, Havaji in Ameriški Deviški otoki	
	Splošna	Visoko-stroškovna*	Splošna	Visoko-stroškovna*
Ena	\$417,000	\$729,750	\$625,500	\$938,250
Dve	\$533,850	\$934,200	\$800,775	\$1,201,150
Tri	\$645,300	\$1,129,250	\$967,950	\$1,451,925
Štiri	\$801,950	\$1,403,400	\$1,202,925	\$1,804,375

Legenda: * Navedeni zneski so maksimalne mogoče vrednosti. Za specifična visoko-stroškovna področja so lahko konformne meje tudi nižje.

Vir: A.M. Quinn, Announcement 08-27: Permanent High-Cost Area Loan Limits, 2008.

Konformna hipotekarna posojila so namenjena visoko-kredibilnim posojiljemalcem, ki pomenijo manjše tveganje in so sposobni zagotoviti vso potrebno dokumentacijo, zahtevano od posojilodajalcev (Sabry & Schopflocher, 2007).

2.1.1.2 Jumbo/nekonformna prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila

Posojila, ki so glede na DTI, LTV in FICO prvorazredna, vendar presegajo konformno mejo višine posojila, ki jo določita FHLMC in FNMA, so tako imenovana jumbo posojila (nekonformna prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila). Glede na višino posojila, ki je odvisna predvsem od lokacije, se trg jumbo posojil deli na dva manjša segmenta, in sicer na konformna jumbo posojila, pri katerih je višina posojila nekje med 417.000 USD in 729.750 USD, ter super jumbo posojila, pri katerih je posojilo višje od 729,750 USD (Said, 2008).

Jumbo posojila listinijo zasebne institucije na sekundarnem trgu, kjer predstavljajo največji delež hipotekarnih posojil, na podlagi katerih se izdajajo izvedeni finančni instrumenti, predvsem zaradi nizke tveganosti posojiljemalcev (Ching et al., 2003; Sabry & Schopflocher, 2007). Na nekaterih območjih in pod določenimi pogoji listinista konformna jumbo posojila tudi FNMA in FHLMC, vendar je to odvisno predvsem od razmer na trgu (National Association of Realtors, 2009). Konformna meja za hipotekarna posojila v ZDA je bolj ali manj standardna, medtem ko se cene stanovanj med obalnimi območji z razmeroma višjimi stroški in drugimi območji ZDA precej razlikujejo. Zaradi tega je večina jumbo posojil koncentriranih na območjih z višjimi stroški, kot so Kalifornija, New York in Florida (Lehnert, 2006).

V splošnem za jumbo posojila velja, da pomenijo večje tveganje zaradi višjih zneskov posojil, ki so lahko posebej problematični v primeru posojiljemalčeve nezmožnosti poplačila dolga. Vendar to ne drži za vsa posojila tega tipa. Recimo, da ima posameznik letni prihodek 1.500.000 USD in vzame hipotekarno posojilo v višini 500.000 USD za nepremičnino, katere vrednost je 2.000.000 USD. Posojilo presega konformno mejo, zaradi česar se bo uvrstilo med nekonformna posojila čeprav ima posojiljemalec dovolj visok prihodek za odplačevanje mesečnih obveznosti iz naslova hipotekarnega posojila. Še več, posojilo je zavarovano s hipoteko v vrednosti 2.000.000 USD, zaradi česar je posojilodajalčeva izpostavljenost tveganju minimalna (Fabozzi & Modigliani, 1992).

Posojilna obrestna mera za jumbo posojila je nekoliko višja od obrestne mere za konformna posojila. Poleg večjega kreditnega tveganja je eden izmed razlogov za to dejstvo, da je trg konformnih posojil precej večji in bolj likviden. Drugi razlog bi lahko bil, da ima nepremičnina, financirana na podlagi jumbo posojila, načeloma višjo vrednost, zaradi česar je manj likvidna kot nepremičnina financirana na podlagi konformnega posojila (ker jo je težje hitro prodati), kar pomeni večje tveganje na strani posojilodajalca (Ching et al., 2003).

Pri jumbo posojilih lahko posojilodajalci zahtevajo nekoliko višji polog (vsaj 20 %), kar je dobro tudi za posojiljemalce, saj se s tem izognejo višji obrestni meri in zahtevi po dodatnem zasebnem zavarovanju hipotekarnega posojila. Pri tem je treba omeniti, da vsaka banka zase

določi posojilne pogoje, kot so obrestna mera, polog, dodatno zavarovanje in podobno, predvsem na podlagi kredibilnosti posojilojemalca in razmer na trgu (National Association of Realtors, 2009).

2.1.2 Ne-prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila

Trg ne-prvorazrednih hipotekarnih posojil se je v zadnjem desetletju zelo razširil. Število drugorazrednih posojil je naraščalo, zaradi povečanega povpraševanja po posojilih s strani manj kredibilnih posojilojemalcev s popačenim kreditnim poročilom, neustrezno kreditno zgodovino, predvsem ne-tradicionalnimi viri posojil (to so posojila, ki imajo v nasprotju s tradicionalnimi posojili z enakomernimi mesečnimi odplačili in fiksnimi obrestnimi merami nekoliko drugačne sheme odplačevanja, ki znajo biti precej zapletene in jih bom opisala nekoliko pozneje) v preteklosti in podobno. Razvoj drugorazrednih posojil je takšnim posojilojemalcem omogočil dostop do finančnih sredstev, ki jih na prvorazrednem trgu ne bi mogli dobiti, ker ne izpolnjujejo meril in se zato ne morejo kvalificirati za posojilo prvorazrednega tipa (Bunce & Fishbein, 2000).

Posojilojemalci s slabo kreditno zgodovino (nizko kreditno oceno FICO), visokim LTV in DTI ter nepopolno dokumentacijo so precej bolj tvegani z vidika sposobnosti poravnave dolga. To ne pomeni, da takšni posojilojemalci ne morejo dobiti posojila, temveč da se lahko kvalificirajo le za eno od ne-prvorazrednih stanovanjskih hipotekarnih posojil, in sicer za Alt-A posojilo ali drugorazredno hipotekarno posojilo. Nekateri posojilodajalci so pripravljene prevzeti nase večje tveganje, saj večje tveganje na eni strani pomeni višjo posojilno obrestno mero na drugi strani.

2.1.2.1 ALT-A ne-prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila

Bonitetne agencije označujejo prvorazredna posojila z bonitetno oceno A, drugorazredna posojila pa z B ali C. Ker so Alt-A hipotekarna posojila, glede na tveganje posojilojemalca in njegovo kreditno oceno, nekje med prvorazrednimi in drugorazrednimi hipotekarnimi posojili, so označena z bonitetno oceno A- in jih imenujejo tudi »skoraj-prvorazredna« hipotekarna posojila (angl. *near-prime mortgage* ali *alternative-A mortgage*) (Lehnert, 2006).

Posojilojemalec, ki ima trenutno razmeroma dobro kreditno oceno FICO med 581 in 659 kreditnih točk (Rant, 2008), vendar ni sposoben zagotoviti ustrezne dokumentacije s katero bi verificiral prihodek ali ima previsok indeks TDR oziroma MDR, je primeren za tako imenovano ALT-A stanovanjsko hipotekarno posojilo, ki sodi v skupino ne-prvorazrednih konvencionalnih posojil. Alt-A posojila so med vsemi ne-prvorazrednimi posojili najmanj tvegana (Agarwal & Ho, 2007). Višina Alt-A posojila je lahko znotraj konformne meje ali jo presega, medtem ko je posojilna obrestna mera načeloma višja, kot za prvorazredna stanovanjska hipotekarna posojila, ker so zaradi asimetričnih informacij posojilodajalci izpostavljeni določenemu tveganju, vendar nižja kot za drugorazredna posojila (Credit Suisse, 2007). Posojilojemalec je lahko tvegan ali pa ne, vendar tega posojilodajalec zaradi pomanjkanja informacij ne more preveriti.

V preteklosti so Alt-A posojila listinile izključno zasebne agencije, ker pa se je z razvojem avtomatičnih postopkov ocenjevanja kredibilnosti posojilojemalcev meja med prvorazrednimi in Alt-A posojilojemalci nekoliko zameglila, sta jih začeli v zadnjih letih listiniti tudi FNMA in FHLMC (Ching et.al, 2003).

2.1.2.2 Drugorazredna stanovanjska hipotekarna posojila

Drugorazredna stanovanjska hipotekarna posojila so postala posebej priljubljena v zgodnjih 90ih letih 20. stoletja, ko je padajoča obrestna mera omogočila cenejša posojila, na podlagi katerih so posojilojemalci med drugim refinancirali staro posojilo ali ga najeli za obnovo hiš in podobno. Razvoj tehnologije je omogočil avtomatizacijo ocenjevanja kredibilnosti posojilojemalca na podlagi zapletenih statističnih modelov in oblikovanja posojila, kar je znižalo potreben čas in stroške izdajanja posojil, zaradi česar so postala drugorazredna posojila cenejša in bolj dostopna tudi posameznikom s slabšo kreditno zgodovino. Nadalje je razvoj kreditnih ocen omogočil natančnejše ocenjevanje kreditnega tveganja posojilojemalca ter njegovega profila, kar je povečalo ponudbo različnih oblik drugorazrednih posojil s strani posojilodajalcev. S tem so omogočili, da je še tako tvegan posameznik lahko dobil posojilo (Agarwal & Ho, 2007). Poleg tega so začeli posojilodajalci dodatno rahljati merila za pridobitev posojila, z namenom povečanja tržnega deleža, kar je še dodatno povečalo dostopnost hipotekarnih posojil (Credit Suisse, 2007). Ekspanzija drugorazrednega trga je drugorazrednim posojilojemalcem omogočila dostop do posojil za nakup hiše oziroma stanovanja, za katerega se na prvorazrednem trgu ne bi mogli kvalificirati. Največ so pridobili posamezniki s šibkim finančnim stanjem in nizko kreditno oceno, pri katerih je njihova kapaciteta za poplačilo dolgov odvisna predvsem od stopnje razpoložljivosti in cene produktov, ki pomagajo ublažiti kreditno tveganje, vključno s spodbudami za varčevanje, finančno izobraževanje in zavarovanje produktov (Agarwal & Ho, 2007; Belsky & Calder, 2004).

Med drugorazredna stanovanjska hipotekarna posojila uvrščamo posojila, ki ne izpolnjujejo predpisanih zavarovalnih standardov glede kredibilnosti posojilojemalcev, zaradi česar je verjetnost posojilojemalčeve nezmožnosti poplačila dolgov precej visoka. Namenjena so posojilojemalcem, za katere v povprečju velja, da imajo LTV indeks večji od 90 %, DTI indeks večji od 36 % ter kreditno oceno FICO manjšo od 580 kreditnih točk, kar za posojilodajalce pomeni zelo visoko kreditno tveganje (Rant, 2008). Poudariti je treba, da razen za konformna posojila ni vnaprej uradno določenih meril glede višine LTV, DTI, FICO in podobno, na podlagi katerih bi lahko razvrščali posojilojemalce med različne tipe posojil (jumbo, Alt-A, drugorazredna hipotekarna posojila), temveč se ta razmerja sproti prilagajajo in spreminjajo in so pri različnih posojilodajalcih različna (Chomsisengphet & Pennington-Cross, 2006).

Kot vse drugo ima tudi tveganje svojo ceno. Zaradi tega so z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili povezani višji stroški sposojanja, med drugim visoke posojilne obrestne mere, ki so v povprečju 400 do 500 bazičnih točk nad povprečno konformno obrestno mero (Credit Suisse, 2007). Višina obrestne mere je odvisna od višine posojila, tveganosti posojilojemalca, njegove kreditne zgodovine, LTV indeksa, TDR in MDR indeksov, vrednosti in tipa nepremičnine,

razmer na trgu in podobno (Chomsisengphet & Pennington-Cross, 2006).

Pogosto za posojila, katerih vrednost LTV indeks presega 80 %, posojilodajalci zahtevajo dodatno zavarovanje pri zasebnih zavarovalnih agencijah, saj se s tem del kreditnega tveganja prenese na tretjo osebo, kar omogoča znižanje posojilne obrestne mere (McDonald & Thornton, 2008). Obstaja tudi možnost, da posojilojemalec del posojila, ki presega 80 %, financira z novim hipotekarnim posojilom, katerega obrestna mera bo sicer višja od obrestne mere prvega posojila, vendar ima krajšo ročnost, zato je lahko neto rezultat bolj ugoden, kot bi bilo samo dodatno zavarovanje prvotnega posojila (McDonald & Thornton, 2008).

2.1.3 Primerjava deležev izdanih posojil glede na kvaliteto posojilojemalca:

Graf v prilogi 1 prikazuje delež izdanih stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na kvaliteto posojilojemalca med letoma 1998 in 2006. Vidimo lahko, da je največ prvorazrednih posojil, ki v povprečju predstavljajo 70 % celotnega trga, pri čemer je njihov delež v opazovanem obdobju ostal bolj kot ne konstanten. Delež posojil zavarovanih od FHA in VA je bil do leta 2003 večji od deleža drugorazrednih posojil, nato je precej upadel. Leta 1998 so FHA in VA posojila predstavljala okoli 30 % vseh izdanih posojil, medtem ko se je njihov delež do leta 2006 zmanjšal na 10 %. Pri tem je delež VA posojil vseskozi precej manjši od deleža FHA posojil. Delež drugorazrednih posojil je bil vse do leta 2003 najmanjši, od leta 2004 naprej pa se je opazno povečal in celo presegel delež FHA in VA posojil (Fratantoni, 2007).

2.2 Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na način obrestovanja

Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil ponuja glede na način obrestovanja dve osnovni vrsti posojil, in sicer tako imenovana tradicionalna **hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero**, v nadaljevanju FRM posojila (angl. *fixed rate mortgages*), in netradicionalna **hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero**, v nadaljevanju ARM posojila (angl. *adjustable rate mortgage*). Poleg teh najdemo na trgu še celo vrsto hibridov, ki združujejo lastnosti obeh osnovnih vrst posojil, ter specifične oblike posojil, oblikovanih z namenom, da bi se na podlagi različnih lastnosti čim bolj prilagajala potrebam in lastnostim posojilojemalcev. V nadaljevanju se bom osredotočila na omenjena osnovna tipa posojil ter prikazala najpogostejše produkte, ki izhajajo iz njiju.

2.2.1 Stanovanjska hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero

Tradicionalna stanovanjska hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero so najstarejša in najpogostejša oblika posojil v ZDA. To so klasična posojila, katerih ključna karakteristika je fiksna obrestna mera, zaradi katere se tudi imenujejo hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero oz. FRM posojila. Poleg obrestne mere jih opredeljujejo še amortizacijska doba, frekvenca odplačil (ponavadi je mesečna) ter v posameznih primerih dodatno zavarovanje za primer posojilojemalčeve nezmožnosti poplačila obveznosti (Hu, 2001).

Amortizacija pomeni postopno odplačevanje hipotekarnega posojila. Tradicionalna hipotekarna posojila se skozi dobo odplačevanja v celoti amortizirajo, pri čemer je mesečna anuiteta sestavljena iz glavnice, ki predstavlja delež neplačanega dolga iz naslova posojila, in obrestne mere na preostalo glavnico, oziroma obresti. Doba amortizacije je v povprečju nekje med 15 in 30 leti, vendar ni nujno (Ching et al., 2003). Med drugim je odvisna od tega, kaj je posojilodajalec pripravljen ponuditi, razen pri konformnih posojilih, kjer so možnosti glede amortizacijske dobe standardizirane od FHLMC in FNMA na 10, 15, 20, 25, 30, včasih tudi 40 let. Daljša kot je amortizacijska doba, manjša bo višina mesečne anuitete, vendar bo zaradi tega posojilo dražje, saj bo posojilojemalec dlje časa plačeval obresti (Reed, 2006). Od dobe amortizacije je neposredno odvisna višina obrestne mere, saj sta pri daljši dobi odplačevanja kreditno in obrestno tveganje na strani posojilodajalcev višja, zaradi česar zaračunajo višjo obrestno mero (Mortgage-x – Mortgage Information Service, 2009).

Kot sem že omenila, ostane pri FRM posojilu obrestna mera skozi celotno obdobje odplačevanja nespremenjena. Posojilodajalec je zaradi tega izpostavljen tržnemu tveganju, ki je posledica negativnega razmerja med obrestno mero in ceno hipotekarnega posojila. Če se tržna obrestna mera poveča, sedanja vrednost FRM posojila s fiksno (nižjo) obrestno mero torej pade, kar za posojilodajalca pomeni izgubo, če se odloči za prodajo hipotekarnega posojila. Zaradi tega so obrestne mere za FRM posojila že v osnovi nekoliko višje kot za posojila s spremenljivo obrestno mero, od višine obrestne mere pa je odvisna tudi mesečna anuiteta (McDonald & Thornton, 2008). Pri dveh posojilih z enakim izposojenim zneskom bo mesečna anuiteta višja pri posojilu z višjo obrestno mero (Hu, 2001). Kljub vsemu je višja obrestna mera za večino ljudi bolj sprejemljiva kot tveganje, ki ga predstavlja posojilo s spremenljivo obrestno mero, ki v primeru porasta tržne obrestne mere predstavlja nevarnost povečanja mesečnih anuitet nad plačilne zmožnosti posojilojemalcev.

Posojilodajalci ponujajo pri FRM posojilih možnost plačila tako imenovanih diskontnih točk (angl. *discount points*), ki omogočajo znižanje obrestne mere. Točke so plačilo posojilojemalca pri oblikovanju posojilne pogodbe in so navedene v obliki deleža celotnega posojila, pri čemer je ena točka 1 % posojila. Več točk kot posojilojemalec plača, nižja bo posojilna obrestna mera (Ching et al., 2003).

Ena izmed ključnih prednosti FRM posojil je tudi v tem, da so posojilojemalci zaščiteni pred potencialnim nenadnim povečanjem mesečne anuitete v primeru, ko se tržna obrestna mera poveča. Poleg tega posojilojemalcu omogočajo razpršitev enkratnih stroškov nakupa stanovanja, oziroma hiše, na manjša in vnaprej predvidljiva plačila, skozi daljše obdobje (McDonald & Thornton, 2008). FRM posojila so namreč precej preprosta za razumevanje v primerjavi s posojili s spremenljivo obrestno mero, ki vključujejo zapletene amortizacijske načrte, posojilne pogoje in nepredvidljive spremembe obrestnih mer. Ko posojilojemalec enkrat določi mesečno anuiteto in amortizacijski načrt, ima dober pregled nad tem, kakšen bo vpliv posojila na mesečni dohodek v prihodnosti.

Odplačevanje tradicionalnih posojil je obročno, zato je način amortizacije posojila edina stvar, o

kateri se mora posojilojemalec odločiti. To je neke vrste »trade-off« med višino mesečne anuitete in hitrostjo odplačila dolga (Reed, 2006). Posojila z daljšim amortizacijskim rokom pomenijo sicer manjše mesečne anuitete, vendar daljšo dobo odplačevanja, kar vodi do višjih stroškov iz naslova obresti, zaradi njihovega daljšega plačevanja. Nasprotno je pri posojilih s krajšim amortizacijskim rokom, saj so odplačana hitreje in z nižjimi stroški iz naslova obresti, vendar so zaradi krajše amortizacijske dobe mesečne anuitete toliko višje (Mortgage-x – Mortgage Information Service, 2009). Vseh mogočih načinov amortizacije FRM posojil je veliko, zato bom v nadaljevanju predstavila le tri najpogostejše.

Najpogostejša oblika v ZDA je **posojilo z enakomernimi mesečnimi obroki** (angl. *constant-payment mortgage*), pri katerem ostaja višina mesečne anuitete ves čas enaka, spreminja se le razmerje med obrestmi in glavnico. V začetni fazi odplačevanja posojila večji del mesečne anuitete predstavljajo obresti, nato se z zmanjševanjem časa do dospelosti delež obresti vse bolj zmanjšuje in povečuje delež glavnice (Chambers, Garriga & Schlagenhauf, 2008).

Nekoliko novejša oblika so **posojila z enakomerno obrestno mero** (angl. *constant-interest mortgage*), za katera je značilno, da posojilojemalec skozi celotno obdobje trajanja posojila plačuje le obresti, ob dospelosti pa mora v enkratnem znesku poplačati celotno vrednost glavnice. Kreditno tveganje je v tem primeru zelo veliko, prav tako tudi obrestno tveganje na strani posojilojemalca. Takšen tip amortizacije je posebej priljubljen pri mlajših posojilojemalcih, ki so na začetku kariere in se jim bo skozi čas prihodek povečeval (Ching et al., 2003).

Tretja najpogostejša oblika je **posojilo z enakomerno amortizacijo** (angl. *constant-amortizing mortgage*), pri katerem je znotraj anuitete vrednost glavnice ves čas enaka, spreminja se le znesek obresti, ki se skozi odplačilno dobo zmanjšuje. Mesečne anuitete so na začetku višje, nato se skozi trajanje posojila vse bolj zmanjšujejo, zaradi zmanjševanja preostalega neodplačanega dolga. V tem primeru je amortizacija na dolgi rok najhitrejša, kar zmanjšuje tveganje spremembe obrestne mere (Chambers et al., 2008).

Čeprav so FRM posojila v ZDA najbolj priljubljena, obstaja cela vrsta razlogov, ki potrjujejo, da niso vedno najboljša izbira za vsakogar. Veliko ljudi si jih niti ne more privoščiti zaradi samega načina odplačevanja posojila, ki je mnogim manj dosegljiv kot načini, ki jih ponujajo drugi tipi posojil. Gre predvsem za dejstvo, da obrestne mere pri FRM posojilih ostanejo visoke (in so že v splošnem višje od posojil s spremenljivo obrestno mero) tudi, če tržna obrestna mera občutno pade, prav tako se ne spremeni višina mesečne anuitete. Visoka obrestna mera FRM posojil na eni strani sicer ponuja vnaprej predvidljiva plačila, vendar na drugi strani potencialnemu posojilojemalcu omejuje višino posojila, za katero se lahko kvalificira, oziroma si jo lahko privošči glede na svoj dohodek (FreddieMac.com – Fixed-Rate Mortgages, 2009). S tem je omejen tudi glede vrednosti nepremičnine, ki si jo bo lahko glede na pridobljeno posojilo kupil. Negativne plati FRM posojil in predvsem izpostavljenost obrestnemu tveganju, so pripomogli k razvoju netradicionalnih oblik posojil s spremenljivo obrestno mero, ki jih bom predstavila v nadaljevanju.

2.2.2 Stanovanjska hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero

Prve oblike hipotekarnih posojil s spremenljivo obrestno mero so se pojavile že v sedemdesetih letih 20. stoletja, kot odziv posojilodajalcev na rastoče obrestne mere, ki so vplivale na rast cen nepremičnin. Razmere na trgu so skupaj z rastočo inflacijo vplivale na povečevanje tveganja tako na strani posojilojemalcev kot tudi na strani posojilodajalcev. Do danes se je razvila cela množica stanovanjskih hipotekarnih posojil s prilagodljivo obrestno mero.

Netradicionalna hipotekarna posojila vključujejo več različnih oblik ARM posojil, od katerih bom v diplomski nalogi predstavila štiri najpogostejše: navadna ARM posojila, ARM posojila z opcijo plačila, ARM samo s plačilom obresti in hibridna ARM posojila. Na trgu je še mnogo drugih oblik, ki nastajajo na podlagi kombiniranja različnih meril z namenom čim boljšega prilagajanja posojil potrebam in razmeram na trgu. Prav tako so tržne razmere tiste, ki determinirajo, ali bodo obstoječi tipi posojil v določenem obdobju na voljo ali ne. V času recesije so na primer določene oblike ARM posojil preveč tvegane, zaradi česar jih takrat posojilodajalci ne ponujajo na trgu, saj se želijo tako posojilodajalci kot tudi posojilojemalci izogniti izvršbi hipoteke.

2.2.2.1 Navadna ARM posojila

Ključna značilnost ARM posojil je obrestna mera, ki se skozi čas trajanja posojila ves čas prilagaja, kar zmanjšuje tržno tveganje na strani posojilodajalca. Del obrestnega tveganja se s tem prenese na posojilojemalca, zaradi česar so obrestne mere ARM posojil že v osnovi nekoliko nižje kot pri FRM posojilih. Poleg začetne obrestne mere ima vsako navadno ARM posojilo vnaprej določen indeks, maržo ter obdobje prilagoditve, določeni tipi ARM posojil pa tudi opcijo omejitve glede obrestnih mer in anuitet, plačilne možnosti ponovnega preračuna posojila in podobno (Fabozzi & Modigliani, 1992). ARM posojila so posebej primerna za posojilojemalce, ki nameravajo nepremičnino pozneje prodati ali posojilo odplačati v krajšem obdobju, kot je predvideno na začetku (McDonald & Thornton, 2008).

Pogosto se posojilojemalec odloči za ARM posojilo zato, ker mu nižje začetne anuitete omogočajo, da se sploh lahko kvalificira za posojilo. Poleg tega bo lahko imel v primeru znižanja tržnih obrestnih mer od tega koristi, zaradi zmanjšanja mesečnih anuitet. Po drugi strani nosijo ARM posojila s sabo tveganje nenadnega povečanja mesečnih anuitet, če se tržne obrestne mere povečajo, kar lahko vpliva na povečanje kreditnega tveganja, zaradi česar mora biti posojilojemalec, ki se odloči za ta tip posojil, prepričan, da si bo lahko v prihodnosti privoščil morebitna višja plačila (Ho & Pennington-Cross, 2006).

Vzrok za spreminjanje mesečnih anuitet in s tem povezanega tveganja je dejstvo, da se pri ARM posojilih obrestna mera čez določeno časovno obdobje prilagodi glede na spremembe specifičnega indeksa obrestnih mer, ki je določen v posojilni pogodbi (Ching et al, 2003).

V nadaljevanju bom opisala ključne determinante ARM posojil, ki so lahko opredeljene v

posojilni pogodbi in pomembne za razumevanje tveganja povezanega s temi posojili.

Začetno obrestno mero določi posojilodajalec in velja le v začetnem obdobju posojila, vse do prvega obdobja prilagoditve. Lahko je celo nižja od trenutne indeksirane tržne obrestne mere, zaradi česar se imenuje diskontna obrestna mera (angl. *teaser rate*), ki je ponavadi povezana z višjimi začetnimi posojilnimi stroški (posojilojemalec mora plačati t. i. diskontne točke, zaradi česar mu ponudijo nižjo začetno obrestno mero), ter poznejšimi precej višjimi obrestnimi merami v obdobju prilagoditve, ko začetna obrestna mera poteče (tudi če ostane indeks nespremenjen, bo lahko posojilodajalec pozneje povišal obrestno mero glede na diskont, ki ga je odobril na začetku). Diskontnim obrestnim meram se je velikokrat bolje izogniti, ker so pogosto povezane s precejšnjim povečanjem obrestnih mer in mesečnih anuitet v prihodnosti (Ching et al., 2003).

Kot sem že omenila, začetna obrestna mera pri ARM posojilih po preteku določenega obdobja poteče. Od takrat naprej se posojilna obrestna mera in mesečne anuitete prilagajajo znotraj vsakega **prilagoditvenega obdobja** (angl. *adjustment period*). Določi se interval, ki je lahko mesec, četrletje, eno leto, tri leta ali pet let (odvisno od dogovora), glede na katerega se vsakič znova determinirajo posojilna obrestna mera in mesečne anuitete, ki veljajo do naslednjega obdobja prilagoditve (Fabozzi & Mann, 2005). Na primer, posojilo z obdobjem prilagoditve enega leta se imenuje 1-letno ARM posojilo (angl. *1-year ARM*), pri čemer se obrestna mera prilagaja enkrat na leto.

Posojilna obrestna mera se določi glede na določeni indeks in obrestno maržo, ki je posojilodajalčeva premija za tveganje. **Obrestna marža** je pribitek v obliki odstotnih točk, ki jih posojilodajalec doda indeksirani obrestni meri in se skozi trajanje posojila ne spreminja. Višina obrestne marže je odvisna od posojilojemalčeve kredibilnosti – boljša kot je, nižja je marža in s tem tudi posojilna obrestna mera (Reed, 2006). **Obrestni indeks** je splošna posojilna obrestna mera, na katero je vezana posojilna obrestna mera, ki se prilagaja glede na spreminjanje indeksa. Posojilodajalci uporabljajo različne indekse, najpogosteje uporabljeni so medbančna posojilna obrestna mera London InterBank Offered Rate (v nadaljevanju LIBOR), Eleventh District Cost of Funds Indeks (COFI) in enoletna obrestna mera državnih vrednostnih papirjev (angl. *1-year Constant-Maturity Treasury Securities*). Bistvo upoštevanja indeksov je v tem, da z njimi posojilodajalci ne morejo manipulirati in so tako spremembe obrestnih mer pogojene izključno z razmerami na trgu (Ching et al., 2003).

V posojilni pogodbi se lahko poleg začetne obrestne mere opredelita dve meji obrestnih mer: **meja periodične prilagoditve** (angl. *periodic adjustment cap*), ki opredeljuje, za koliko največ navzgor ali navzdol se lahko obrestna mera prilagodi znotraj enega obdobja prilagoditve, ter **življenjska meja** (angl. *life cap*), ki določa, za koliko največ se lahko obrestna mera poveča skozi celotno dobo trajanja posojila (Reed, 2006). Obrestna kapica oziroma zgornja meja periodične prilagoditve ščiti posojilojemalca pred nenadno in preveliko spremembo obrestne mere, vendar se lahko povečanja obrestnih mer, ki presegajo meje znotraj enega obdobja, prenesejo v naslednje obdobje prilagoditve (Fabozzi & Modigliani, 1992). To pomeni, da tudi če

se v naslednjem obdobju indeks ne spremeni, lahko posojilodajalec poviša posojilno obrestno mero za toliko, kolikor je ostalo povečanja iz prejšnjega obdobja. Na enak način obrestno dno (spodnja meja) preprečuje, da bi se obrestna mera znižala pod to mejo, ne glede na indeks, pri čemer se v večini primerov presežno znižanje obrestne mere ne prenese v naslednje obdobje prilagoditve (Fabozzi in Modigliani, 1992). Večji kot je dovoljeni razpon, znotraj katerega se lahko posojilna obrestna mera spreminja, večje obrestno tveganje prevzame posojilojemalec nase, zaradi česar je posojilodajalec pripravljen ponuditi nižjo začetno posojilno obrestno mero (Ho & Pennington-Cross, 2006).

Poleg obrestnih mej se lahko določi še plačilna kapica (angl. *payment cap*), ki determinira, za koliko največ se lahko mesečna anuiteta poveča znotraj posameznega obdobja prilagoditve. Na primer, če je plačilna kapica 7 %, to pomeni, da se mesečni obrok ne more povečati za več kot 7 % glede na prejšnjega, tudi če se obrestna mera poveča za več. Past je v tem, da se vse obresti, ki jih posojilojemalec zaradi plačilne kapice ne plača, dodajo k neplačani glavnici, zaradi česar lahko pride do negativne amortizacije, kar pomeni, da je posojilojemalec na koncu dolžan več, kot si je v resnici izposodil (Ching et al., 2003).

Poleg vsega naštetega lahko ARM posojila vsebujejo še različne kazni za primer predčasnega odplačila posojila, možnosti spremembe ARM posojila v FRM posojilo, posebnosti glede načina plačila obrestnih mer in podobno. V nadaljevanju bom predstavila tri takšne oblike ARM posojil, ki se nekoliko razlikujejo od navadnih ARM posojil in se v praksi pogosto uporabljajo.

2.2.2.2 Hibridna ARM posojila

Hibridna ARM posojila (angl. *hybrid ARM*) so izdana s kombinacijo fiksne in prilagodljive obrestne mere, pri čemer je obrestna mera prvih nekaj let fiksna, nato pa se prilagaja glede na opredeljeno prilagoditveno obdobje (Kessel, 2004). Mogočih kombinacij je veliko, najpogostejše med njimi so 3/1, 5/1, 7/1 ARM posojilo in podobno. Pri tem prvo število pove, koliko časa bo veljala fiksna obrestna mera, število na drugem mestu pa, na koliko časa se bo prilagajala obrestna mera po preteklem začetnem obdobju fiksne obrestne mere. Na primer, 5/1 ARM posojilo bo imelo najprej pet let fiksno obrestno mero, po tem obdobju pa se bo ta preoblikovala v prilagodljivo obrestno mero in se prilagajala vsako leto, dokler posojilo ne bo odplačano (Reed, 2006). Nekoliko novejše oblike posojil, ki so namenjene bolj tveganim posojilojemalcem, so 2/28 in 3/27, pri čemer je na prvem mestu število let fiksne obrestne mere, ki je zaradi večjega tveganja višja od indeksirane obrestne mere, na drugem mestu pa število let spremenljive obrestne mere (HomeLoanLearningCenter.com – Mortgage Types, 2009). Pri nekaterih 2/28 in 3/27 ARM posojilih je mogoče, da se obrestna mera prilagaja na vsakih šest mesecev, in ne nekajkrat na leto.

Hibridna ARM posojila ponavadi izberejo posojilojemalci, ki želijo imeti na začetku bolj predvidljive in nižje mesečne anuitete, po preteku obdobja s fiksno obrestno mero pa nameravajo posojilo refinancirati z novim posojilom ali se imajo namen preseliti, še preden se obrestna mera prilagodi, saj lahko čez čas mesečne anuitete precej narastejo (Livingston, 2005).

2.2.2.3 ARM posojila samo s plačilom obresti

Ena izmed mogočih oblik ARM posojil so posojila samo s plačilom obresti (angl. *interest-only ARM loan*), v nadaljevanju I-O ARM posojila. V resnici I-O ARM ni tip posojila, temveč neke vrste opcija, ki se lahko doda vsakemu ARM posojilu, redkeje tudi FRM posojilu (Credit Suisse, 2007).

I-O opcija posojilojemalcu omogoča, da prvih nekaj let (ponavadi so možnosti med tri do deset let) plačuje le obresti, kar pomeni nižje mesečne anuitete v začetnem obdobju, po preteku tega obdobja pa začne poleg obresti odplačevati še glavnico, kar pomeni precejšnje povečanje mesečnih plačil. Daljše kot je obdobje odplačevanja zgolj obresti, višje bodo mesečne anuitete po poteku tega obdobja (Credit Suisse, 2007). Sestava teh oblik posojil je enaka kot pri hibridnih, saj se prvih nekaj let plačuje le fiksna začetna obrestna mera, nato pa se prilagaja v vsakem prilagoditvenem obdobju (The Federal Reserve Board, 2007).

2.2.2.4 ARM posojila z opcijo plačila

ARM posojila z opcijo plačila (angl. *payment-option ARM*) posojilojemalcu dovoljujejo, da vsak mesec znova izbere med celo paleto različnih opcij odplačevanja posojila. Najpogostejše opcije so tradicionalno odplačilo glavnice in obresti (mesečna anuiteta je določena na podlagi plačilnega načrta za amortizacijo 15-, 30- ali 40-letnega posojila), plačilo samo obresti (pri čemer se dolg ne zmanjša) ali plačilo zgolj minimalnega (omejenega) zneska, ki je lahko celo manjši od obresti v tistem mesecu (del obresti, ki presega ta minimalni znesek, se doda k celotni glavnici iz naslova hipotekarnega dolga, kar ne poveča le skupnega dolga, temveč tudi prihodnje mesečne anuitete) (Reed, 2006). Če se posojilojemalec dlje časa izogiba plačevanju glavnice, se lahko zgodi, da bo ob dospelosti posojila dolgoval veliko vsoto denarja, ki se v ZDA imenuje balonsko plačilo (angl. *balloon payment*) (Credit Suisse, 2007).

Na začetku so obrestne mere teh posojil sicer zelo nizke, vendar čez čas precej narastejo in se približajo obrestnim meram drugih hipotekarnih posojil. Poleg tega imajo ARM posojila z opcijo plačila vgrajeno dobo preračunavanja posojila (angl. *recalculation period*), ponavadi na vsakih pet let. To pomeni, da se mesečne anuitete na novo preračunajo, glede na preostalo dobo trajanja posojila (Credit Suisse, 2007). Torej, če imamo posojilo z dospelostjo 30 let, se bo po petih letih mesečno plačilo preoblikovalo in na novo determiniralo za preostalih 25 let. Slabost tega je, da če posojilojemalec v začetnih obdobjih ni odplačeval glavnice, se je njegov dolg povečeval, zaradi česar se bodo mesečne anuitete po vsakem preračunu precej povečale. Novo in večje plačilo bo nato minimalni znesek, ki ga mora posojilojemalec plačati, da bo dolg ob dospelosti do konca poplačan, poleg tega se pri preračunu posojila plačilna kapica ne upošteva (The Federal Reserve Board, 2007).

Posojilodajalec lahko možnost opcije plačila prekliče v primeru, da se dolg iz naslova posojila (na primer zaradi neodplačevanja glavnice) tako poveča, da preseže določeno mejo, ki je nekje med 110 % in 120 % osnovnega posojila. Glede na preostali dolg ponovno preračunajo mesečna

plačila, posojilojemalec pa ga mora odplačati v tradicionalni obliki z glavnico in obrestmi (The Federal Reserve Board, 2007).

2.3 Primerjava deležev izdanih FRM in ARM posojil glede na kvaliteto posojila

Do sedaj sem stanovanjska hipotekarna posojila razdelila glede na dve različni merili, in sicer glede na kvaliteto posojilojemalca ter glede na način obrestovanja posojila. Glede na kvaliteto posojilojemalca sem hipotekarna posojila razdelila na konformna, jumbo, Alt-A in drugorazredna posojila, glede na obrestovanje pa v grobem na posojila s fiksno in prilagodljivo obrestno mero. V nadaljevanju bom na podlagi raziskave, ki jo je izdelala finančna institucija Credit Suisse leta 2007, opisala deleže leta 2006 izdanih posojil glede na način obrestovanja znotraj posameznih tipov posojil, opredeljenih glede na kvaliteto posojilojemalca, ter za slednje navedla, kolikšen delež celotnega trga so predstavljali leta 2002 in leta 2006 ter ali se njihov delež povečuje ali zmanjšuje. Podatke sem črpala na podlagi tabele, navedene v prilogi 2.

Največji delež na celotnem trgu hipotekarnih posojil še vedno predstavljajo konformna posojila, čeprav se je njihov delež, 66 % leta 2002, do leta 2006 zmanjšal na 45 %. Med njimi prevladujejo FRM posojila, katerih je bilo leta 2006 celih 76 %, kar kaže na to, da ta tip posojil med posojilojemalci še vedno velja za najvarnejšo obliko. Večji delež vseh posojil je imel popolno dokumentacijo, kar potrjuje visoko kvaliteto posojilojemalcev. Pri tem naj še omenim, da se je delež FHA in VA posojil iz 13 % leta 2002 zmanjšal na zanemarljive 3 % leta 2006.

Delež jumbo posojil je leta 2002 znašal 15%, leta 2006 pa se je povečal za eno odstotno točko na 16 %. Podobno kot pri konformnih posojilih tudi med jumbo posojili prevladujejo FRM posojila (58 % leta 2006), med katerimi je največ I-O FRM posojil. Na drugem mestu so I-O ARM posojila, katerih delež je leta 2006 znašal 38 %.

Zanimiv je precejšen porast Alt-A posojil znotraj opazovanega obdobja. Leta 2002 je bil njihov delež komaj 5 %, vendar se je do leta 2006 povečal na 20 %. Ne ravno presenetljivo je dejstvo, da med Alt-A posojili prevladujejo ARM tipi posojil, predvsem I-O ARM posojila, katerih je bilo leta 2006 kar 35 %, takoj za njimi pa hibridna ARM posojila, katerih delež je bil leta 2006 28 %. Posojil s fiksno obrestno mero je bilo leta 2006 le 32 %.

Zadnji opazovani tip posojil so drugorazredna posojila. Od leta 2002 do 2006 se je njihov obseg podvojil z 10 % na 20 %. Njihov porast je predvsem posledica gibanja cen na nepremičninskem trgu ter ugodnih obrestnih mer v tem obdobju. Med njimi je bilo kar 85 % ARM posojil, od tega 78 % hibridnih 2/28 ARM posojil in 23 % I-O ARM posojil.

Glede na podatke lahko vidimo, da so med posojilojemalci s slabšo kredibilnostjo bolj priljubljena ARM posojila, najbolj zato, ker jim omogočajo nekoliko nižja plačila na začetku odplačevanja posojila. Vendar so pri teh tipih posojil zaradi prilagodljive obrestne mere plačila v prihodnosti bolj tvegana, zaradi česar so posojilojemalci, ki se lahko kvalificirajo za

prvorazredno posojilo, bolj naklonjeni FRM posojilom, pri katerih so mesečne anuitete skozi celotno trajanje posojila vnaprej predvidljive in znane. Posojilojemalci se morajo pri izbiri posojila odločati predvsem glede na svoje finančne sposobnosti, tveganje, ki so ga pripravljene prevzeti nase, namen, ki ga imajo glede nepremičnine (ali bodo nepremičnino obdržali dlje časa ali pa jo bodo čez čas prodali), in glede na to, ali nameravajo posojilo v prihodnosti refinancirati in podobno. Pomembno je predvsem, da se zavedajo, kaj se za posamezno obliko posojila skriva, da ne bi zaradi nepredvidenih okoliščin zašli v finančne težave in posledično izgubili svojega doma.

SKLEP

Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil v ZDA je eden najbolj razvitih in najhitreje rastočih na svetu. Od osemdesetih let naprej je doživel korenite spremembe in spodbude od države, zaradi česar se je pomen stanovanjskih hipotekarnih posojil nenehno povečeval. Danes za posojilodajalce predstavlja eno najvarnejših oblik posojanja dolgoročnih virov, za posojilojemalce pa najcenejši vir sredstev za nakup nepremičnine. S pomočjo razvoja hipotekarnega bančništva so v ZDA reševali stanovanjski problem, saj naj bi lastništvo nepremičnin spodbujalo gospodarstvo, prispevalo k večji zaposlenosti in s tem k višji gospodarski rasti. Takšna politika je eden glavnih razlogov za hitro rast trga stanovanjskih hipotekarnih posojil, ki je za sabo potegnil razvoj sekundarnega hipotekarnega trga. Sekundarni trg je z razvojem strukturiranih finančnih instrumentov povečal likvidnost posojilodajalcev, spodbudil razvoj kapitalnega trga ter pritegnil domače in tuje investitorje k vlaganju v domače vrednostne papirje. Oba skupaj tvorita zelo kompleksen mehanizem, ki omogoča nastajanje raznovrstnih, vse bolj zapletenih stanovanjskih hipotekarnih posojil, kar sem želela prikazati z diplomsko nalogo.

Ugodne ekonomske razmere, naklonjenost državne politike in v največji meri tehnološki razvoj so posojilodajalcem omogočili znižanje administrativnih stroškov, natančnejše in učinkovitejše ocenjevanje posojilojemalčeve kredibilnosti, tveganja in podobno. Na podlagi tega so lahko znižali posojilne stroške, zahteve glede dokumentacije in merila posojanja, kar je povečalo dostopnost stanovanjskih hipotekarnih posojil. S tem se je povečalo povpraševanje, kar je posojilodajalce dodatno spodbudilo k oblikovanju novih, vse bolj eksotičnih oblik produktov.

Za prikaz kompleksnosti trga stanovanjskih hipotekarnih posojil z vidika produktov sem v diplomski nalogi hipotekarna posojila razdelila glede na dve merili, na podlagi katerih nastajajo. Eno izmed meril je kredibilnost posojilojemalcev. Bolj kredibilnim in manj tveganim posojilojemalcem so na razpolago prvorazredna posojila z ugodnejšimi posojilnimi pogoji, zaradi česar tudi lažje odplačajo dolg. Po drugi strani lahko manj kredibilni posojilojemalci pridobijo zgolj posojila s slabšimi posojilnimi pogoji, saj so bolj tvegani zaradi negotovosti glede njihove zmožnosti za poplačilo dolga. Drugo merilo je način obrestovanja posojila, na podlagi katerega posojila ločimo na preprostejša posojila s fiksno obrestno mero in bolj zapletena posojila s spremenljivo obrestno mero. Tradicionalna posojila s fiksno obrestno mero so sicer manj tvegana, zaradi večje gotovosti glede plačil v prihodnosti, a se je zanje težje kvalificirati.

Poleg tega imajo, v primerjavi z drugimi oblikami posojil, dokaj visoke začetne mesečne anuitete, zato se zanje kvalificirajo zgolj bolj kredibilni prvorazredni posojilojemalci z dobro kreditno zgodovino in dovolj visokim, stabilnim prihodkom. Posojila s spremenljivo obrestno mero so lažje dostopna zaradi blažjih posojilnih meril in ponujajo možnost nekoliko nižjih mesečnih anuitet na začetku, kar posojilojemalcem omogoča, da si posojilo sploh lahko privoščijo. Značilna so predvsem za manj kredibilne, ne-prvorazredne posojilojemalce z nestabilnim prihodkom, slabšo kreditno zgodovino in podobno. Njihova ključna slabost je negotovost glede višine mesečnih anuitet v prihodnosti, saj so odvisne od tržne obrestne mere. Poleg tega so ta posojila nekoliko dražja, zaradi posojilodajalčeve večje izpostavljenosti tveganju neplačila obveznosti. Posojila s spremenljivo obrestno mero nastajajo na podlagi hibridov dveh ali več različnih oblik posojil, vsebujejo omejitve glede višine obrestnih mer in anuitet ter različne načine odplačevanja in obrestovanja, zaradi česar so nepoučenim posameznikom vse prej kot razumljiva in velikokrat glavni vzrok za poznejšo nezmožnost poplačila dolga.

Trg stanovanjskih hipotekarnih posojil je kompleksen tako z vidika produktov kot tudi z vidika udeležencev. Hipotekarna posojila ponujajo državne in zasebne institucije. Posojila zavarovana od države ponujajo veliko ugodnejše posojilne pogoje, a se je zanje težje kvalificirati, saj imajo vnaprej določena merila glede kreditne zgodovine, višine pologa, indeksa LTV, FICO-ocene in podobnega, ki jih morajo posojilojemalci izpolnjevati za pridobitev teh oblik posojil. Posojila zasebnih institucij pa so, zaradi večje tveganosti posojilojemalcev, dražja. Poleg tega so nekatere institucije (na primer poslovne banke) bolj regulirane kot druge, zaradi česar dajejo posojila zgolj tistim posojilojemalcem, za katere lahko predhodno natančno ocenijo njihovo kredibilnost in tveganost. Na drugi strani manj regulirane institucije (na primer hipotekarne banke), ki niso izpostavljene celi vrsti pravil in omejitev, posojila odobravajo serijsko, saj so njihov glavni vir zaslužka. Zaradi profitnega motiva so začele ponujati nove oblike produktov, prilagojene zelo tveganim posojilojemalcem z veliko verjetnostjo nezmožnosti poplačila dolgov. Tem posojilom so dodale različne varovalne mehanizme za primer neizpolnitve obveznosti, ki so posojila v končni fazi naredili dodatno zapletena in težavna za razumevanje.

Sklenem lahko, da je trg stanovanjskih hipotekarnih posojil v resnici zelo kompleksen, posledica tega pa je nerazumevanje in nejasen pregled nad oblikami hipotekarnih posojil posojilojemalcev. Posebej problematični so manj kredibilni posojilojemalci, ki težje pridobijo posojilo in so že v osnovi izpostavljeni zaostrenim posojilnim pogojem, saj se morajo, zaradi večje tveganosti, posluževati kompleksnejših in bolj eksotičnih oblik posojil. Struktura teh posojil pa je dandanes tako zapletena, da je treba veliko znanja in informacij, da lahko posojilojemalci racionalno presodijo ali je določena oblika posojila zanje primerna ali ne. Ker informacij pogosto ni na voljo in so posojilojemalci predhodno slabo poučeni, se kaj hitro odločijo za hipotekarno posojilo, kateremu na koncu niso kos in tako izgubijo na podlagi hipotekarnega posojila kupljeno nepremičnino. Menim, da bi morala na trgu stanovanjskih hipotekarnih posojil močnejše nastopiti država s poostrenimi zakoni in bolj radikalno regulacijo glede informiranja potencialnih posojilojemalcev, saj mnogi posojilodajalci izkoriščajo asimetrijo informacij sebi v prid, pri čemer posledice nosijo posojilojemalci sami.

LITERATURA IN VIRI

1. *Abanka Vipava d. d.* Najdeno 23. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=1843>
2. Agarwal, S. & Ho, C. T. (2007). Comparing the prime and subprime mortgage markets. *Chicago FED letter, No 241*. Najdeno 10. aprila 2009 na spletnem naslovu www.chicagofed.org/publications/fedletter/cflaugust2007_241.pdf
3. Baily, M. N., Johnson, M. S. & Litan, E. R. (2008). The initiative on Business and Public Policy: The Origins of the Financial Crisis. *Fixing Finance Series-Paper 3*. Najdeno 18. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.brookings.edu/papers/2008/11_orgins_crisis_baily_litan.aspx
4. Belsky, E. & Calder, A. (2004). Credit Matters: Low-Income Asset Building Challenges in a Dual Financial Service System. *Harvard University, Joint Center for Housing Studies*. Najdeno 29. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.jchs.harvard.edu/publications/finance/babc/babc_04-1.pdf
5. Berk, A. S. & Rupnik, K. (2009). Geneza in reševanje sedanje finančne krize. *Bančni vestnik*, 58 (1/2).
6. *Board of Governors of the Federal Reserve System - Mortgage Debt Outstanding*. Najdeno 20. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/mortoutstand/mortoutstand20090331.htm#fn5r>
7. Bunce, H. & Fishbein, A. (2000). Subprime Market Growth and Predatory Lending. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.huduser.org/Publications/pdf/brd/13Fishbein.pdf>
8. Chambers, M. S., Garriga, C. & Schlagenhauf, D. (2008). Mortgage Innovation, Mortgage Choice, and Housing Decisions. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Najdeno 20. Maja 2009 na spletnem naslovu <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/11/Chambers.pdf>
9. Ching, A., Davidson, A., Sanders, A. & Wolff, L. (2003). *Securitization: Structuring and Investment Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Chomsisengphet, S. & Pennington-Cross, A. (2006). The Evolution of the Subprime Mortgage Market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Najdeno 15. maja 2009 na spletnem naslovu <http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/01/ChomPennCross.pdf>
11. Cirman, A., Čok, M., Lavrač, I. & Zakrajšek, P. (2000). *Poslovanje z nepremičninami: zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Credit Suisse. (2007, 12. marec). The U. S. Mortgage Market. *U. S. Equity research*. Najdeno 10. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.scribd.com/doc/282277/Credit-Suisse-Report-Mortgage-Liquidity-du-Jour-Underestimated-No-More-March-2007>
13. *eFannieMae.com - Loan Limits for Conventional Mortgages*. Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu <https://www.efanniemae.com/sf/refmaterials/loanlimits>
14. European Economic Advisory Group (2009). The Financial Crisis. *The EEAG Report on the European Economy 2009, Chapter 2*. Najdeno 22. Maja 2009 na spletnem naslovu

- <http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/B-politik/70eeagreport/20PUBLEEAG2009>
15. Fabozzi, F. J. & Mann, S.V. (2005). *The handbook of fixed income securities*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
 16. Fabozzi, F.J. & Modigliani, F. (1992). *Capital markets: Institutions and instruments*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
 17. Fair Isaac Corporation (2009). Understanding Your FICO Score. Najdeno 25. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.myfico.com/Downloads/Files/myFICO_UYFS_Booklet.pdf
 18. *Federal Housing Finance Agency (FHFA) - Conforming Loan Limit*. Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=185>
 19. The Federal Reserve Board. (2007, 27. avgust). Interest-Only Mortgage Payments and Payment-Option ARMs. Are They for You? Najdeno 18. aprila 2009 na spletnem naslovu www.federalreserve.gov/pubs/mortgage_interestonly/mortgage_interestonly.pdf
 20. *FHAInfo.com - FHA Income Documentation*. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.fhainfo.com/incomeguidelines.htm>
 21. *FHALoan.com - FHA Mortgage Insurance*. Najdeno 26. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.fhaloan.com/fha_mortgage_insurance.cfm
 22. Fratantoni, M. (2007). The Residential Mortgage Market and Its Economic Context in 2007. *MBA Research Monograph Series*. Najdeno 20. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.mortgagebankers.org/files/Conferences/2007/2007LIRC/ResidentialMortgageMarketReport2007.pdf>
 23. *FreddieMac.com - Fixed-Rate Mortgages*. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what_is/fixed_rate.html
 24. Gerardi, K., Shapiro, A. H. & Willen, P.S. (2008). Subprime Outcomes: Risky Mortgages, Homeownership Experiences, and Foreclosures. *Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper*. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.bos.frb.org/economic/wp/wp2007/wp0715.htm>
 25. Ghimire, S. (2007, 11. oktober). FHA's Upfront Mortgage Insurance Premium and Monthly MI. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.azmortgageguru.com/fhas-upfront-mortgage-insurance-premium-and-monthly-mi/>
 26. The Hay Group - Department for Veterans Affairs (VA). (2004). Evaluation of VA's Home Loan Guaranty Program. *Final Report*. Najdeno 28. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.homeloans.va.gov/mission.htm>
 27. Ho, G. & Pennington-Cross, A. (2006). The Termination of Subprime Hybrid and Fixed Rate Mortgages. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper*. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu <http://research.stlouisfed.org/wp/2006/2006-042.pdf>
 28. *HomeLoanLearningCenter.com - Mortgage Types*. Najdeno 30. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.homeloanlearningcenter.com/MortgageBasics/MortgageTypes.htm>
 29. Hu, J. (2001). *Basics of Mortgage-Backed Securities*. (2th editon). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
 30. Kessel, R. (2004). Several Methods Are Available To Handle Hybrid ARMs. *Secondary Marketing Executive*. Najdeno 4. julija 2009 na spletnem naslovu www.compass-analytics.com/pdf/Article1.pdf

31. Lehnert, A. (2006, 27. januar). Overview of US mortgage markets-2005. *Bank for International Settlements, Working Paper*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/wgpapers/cgfs26lehnert.pdf>
32. Lieber, R. (2008, 10. oktober). One Thing You Can Control: Your Credit Score. *The New York Times*. Najdeno 27. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.nytimes.com/2008/10/11/business/yourmoney/11money.html>
33. Livingston, F. J. (2005). Fixed vs. Adjustable Rate Mortgages. *Planmark Capital Management Research*. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu www.e-planmark.com/.../FF%20Fixed%20vs%20Adj%20Rate%20Mortgages.pdf
34. McDonald, D. & Thornton, D. L. (2008). A Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Najdeno 20. maja 2009 na spletnem naslovu <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/01/McDonald.pdf>.
35. *MilitaryHub.com - VA Loan Limits*. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.militaryhub.com/valoans-guidelines-limits.cfm>
36. Mortgage Guaranty Insurance Corporation (MGIC). (2008). How private mortgage insurance works. Najdeno 24. junija 2009 na spletnem naslovu www.mgic.com/pdfs/71-42265howmiworks_csmr.pdf
37. *Mortgage Research Center*. Najdeno 27. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.mortgageresearchcenter.com/mortgages/ltv.php>
38. *Mortgage-x - Mortgage Information Service*. Najdeno 24. junija 2009 na spletnem naslovu <http://mortgage-x.com/library/loans.htm>
39. National Association of Realtors (2009). NAR Research on the Impact of Jumbo Mortgage Credit Crunch. *NAR Research Paper*. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.realtor.org/research/economists_outlook/commentaries/jumbo_survey0509
40. Quinn, A. M. (2008, 16. oktober). Permanent High-Cost Area Loan Limits. *Fannie Mae, Announcement 08-27*. Najdeno 20. junija 2009 na spletnem naslovu <https://www.efanniemae.com/sf/guides/ssg/annltrs/pdf/2008/0827.pdf>
41. Rant, V. (2008, 10. november). *Ameriška finančna kriza 2007-08: Mednarodno finančno okolje*. Gradivo pri predmetu International finance. Najdeno 18. aprila 2009 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/190063/AmeriskafinanchnakrizamFO.ppt
42. Reed, D. (2006). *Who Says You Can't Buy a Home!* New York: AMACOM-a division of American Management Association.
43. Ribnikar, I. (1991). Hipoteka, hipotekarno posojilo in vrednostni papirji zavarovani s hipotekami. *Bančni vestnik*, 40 (10).
44. *Rural Development Guaranteed Housing (USDA) - Eligibility Criteria*. Najdeno 25. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.rurdev.usda.gov/rhs/sfh/GSFH_Information/individuals.htm#Brochure_and_guides
45. Sabry, F. & Schopflocher, T. (2007, 21. junij). The Subprime Meltdown: A Primer. *NERA Insights Series*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.nera.com/Publication.asp?p_ID=3209
46. Said, C. (2008, 13. april). New home loan changes bring no relief. *San Francisco Chronicle, SFGate.com*. Najdeno 1. julija na spletnem naslovu <http://www.sfgate.com/cgi->

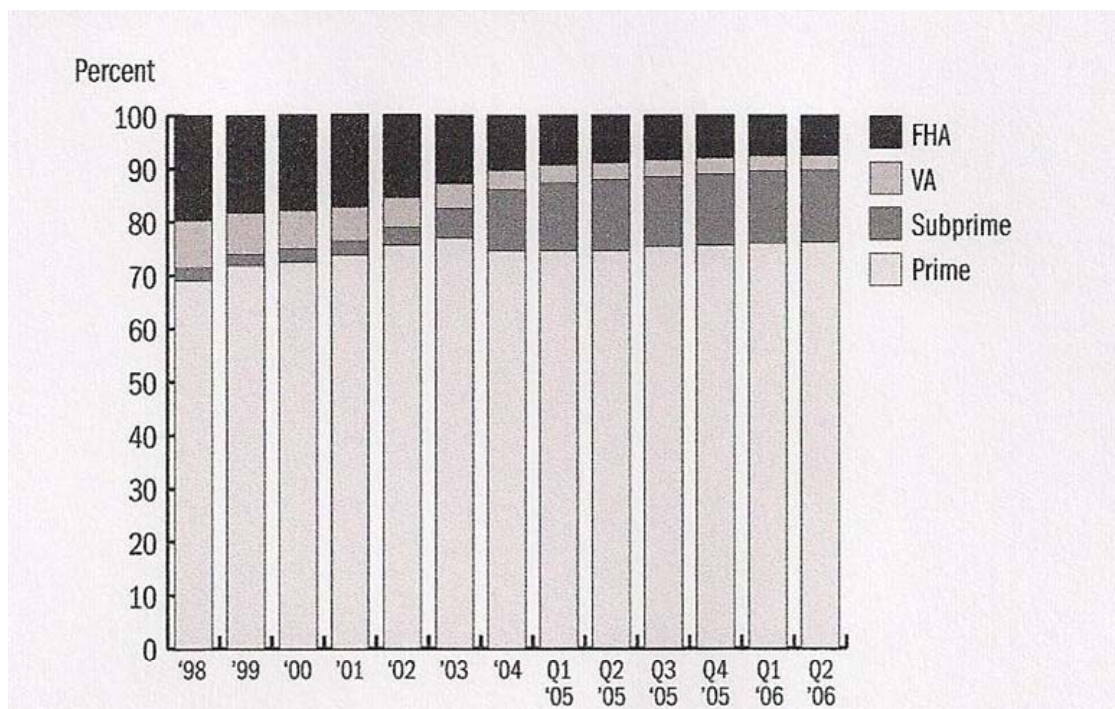
bin/article.cgi?f=/c/a/2008/04/12/MNSJVRMV1.DTL

47. Skok, P. (2009). O nekaterih vidikih hipotekarne krize in njenih vzrokih. *Bančni vestnik*, 58 (1/2).
48. U. S. Department of Housing and Urban Development - HUD & FHA (2008). *FHA Annual Management Report, Fiscal Year 2008*. Najdeno 20. Junija na spletnem naslovu <http://www.hud.gov/utilities/intercept.cfm?/offices/hsg/fhfy08annualmanagementreport.pdf>
49. *VALoans.com* - *VA Loan Facts*. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.valoans.com/va_facts_limits.cfm
50. *Veteran Loan Center* - *VA Home Loans*. Najdeno 20. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.veteranloancenter.com/>
51. Whalen, R.C. (2008). The Subprime Crisis- Cause, Effect and Consequences. *Networks Financial Institute Policy Brief*. Najdeno 9. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113888

PRILOGE

Priloga 1: Stanovanjska hipotekarna posojila glede na kvaliteto posojilojemalca

Graf 1: Delež izdanih stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na kvaliteto posojilojemalca (1998–2006)



Vir: M. Fratantoni, *The Residential Mortgage Market and It's Economic Context*, 2007.

Priloga 2: Delež izdanih FRM in ARM posojil glede na kvaliteto posojila

Tabela 1: Deleži izdanih stanovanjskih hipotekarnih posojil glede na posamezne vrste posojil, 2004–2006

	2004	2005	2006
PRVORAZREDNA KONFORMNA POSOJILA			
Tip produkta			
FRM posojila	69,1 %	72,1 %	76,0 %
Amortizirano ARM posojila	27,2 %	21,3 %	20,0 %
ARM posojila z negativno amortizacijo	3,6 %	5,6 %	3,4 %
Drugi tipi posojil	0,1 %	1,0 %	0,7 %
PRVORAZREDNA JUMBO POSOJILA			
Tip produkta			
I-O FRM posojila	0,5 %	9,0 %	16,2 %
Druga FRM posojila	18,6 %	27,0 %	41,3 %
I-O ARM posojila	51,2 %	49,9 %	38,0 %
ARM posojila z negativno amortizacijo	11,7 %	2,6 %	0,0 %
Druga ARM posojila	17,9 %	11,6 %	4,5 %
NE-PRVORAZREDNA ALT-A POSOJILA			
Tip produkta			
I-O FRM posojila	3,1 %	10,1 %	14,0 %
Druga FRM posojila	24,4 %	17,9 %	18,4 %
I-O ARM posojila	50,6 %	37,5 %	35,2 %
ARM posojila z negativno amortizacijo	7,1 %	27,0 %	26,4 %
Druga ARM posojila	14,9 %	7,4 %	0,0 %
DRUGORAZREDNA POSOJILA			
Tip produkta			
I-O FRM posojila	0,4 %	0,7 %	0,9 %
Druga FRM posojila	10,3 %	6,1 %	7,6 %
I-O ARM posojila	26,8 %	37,6 %	23,2 %
ARM posojila z negativno amortizacijo	0,0 %	0,0 %	0,4 %
Druga ARM posojila	62,6 %	55,7 %	67,9 %

Vir: Credit Suisse, *The U.S. Mortgage Market*, 2007.

Priloga 3: Slovenski prevodi tujih izrazov (okrajšav)

TUJ IZRAZ (OKRAJŠAVA)	SLOVENSKI PREVOD
Adjustable rate mortgage (ARM)	Hipotekarna posojila s prilagodljivo obrestno mero
Adjustment period	Prilagoditveno obdobje
Alternative-A mortgage (Alt-A)	Alternativna-A hipotekarna posojila
Baloon payment	Balonsko plačilo
Collateralized debt obligations (CDOs)	Zadolžnice zavarovane z dolgom
Commercial bank	Poslovna banka
Conforming loan limit	Konformna meja hipotekarnega posojila
Constant-amortizing mortgage (CAM)	Posojilo z enakomerno amortizacijo
Constant-interest mortgage (CIM)	Posojilo z enakomerno obrestno mero
Constant-payment mortgage (CPM)	Posojilo z enakomernimi mesečnimi obroki
Conventional mortgage	Konvencionalno posojilo
Credit reporting agency	Kreditno-ocenjevalna agencija
Discount points	Diskontne točke
Fair Isaac Corporation-score (FICO-score)	Kreditna ocena FICO
Federal Housing Administration (FHA)	Zvezna stanovanjska administracija
Government loan	Državno posojilo
Government-Sponsored Enterprises	Državno-sponsorirana podjetja
Hybrid ARM	Hibridno posojilo s prilagodljivo obrestno mero
Interest-Only ARM (I-O ARM)	Posojila s prilagodljivo obrestno mero samo s plačilom obresti
Jumbo mortgage	Jumbo hipotekarno posojilo
Life cap	Življenjska meja
Life insurance company	Zavarovalnica za življenjsko zavarovanje
Loan-to-value-ratio (LTV)	Indeks višine posojila in vrednosti nepremičnine (LTV indeks)
London InterBank Offered Rate (LIBOR)	Medbančna posojilna obrestna mera LIBOR
Mortgage backed securities (MBS)	Hipotekarne obveznice
Mortgage bank	Hipotekarna banka
Mortgage broker	Hipotekarni posrednik
Mortgage debt ratio (MDR)	Indeks hipotekarnega dolga
Mortgage insurance premium (MIP)	Zavarovalna hipotekarna premija
National Homeownership Strategy	Nacionalna strategija za lastništvo nepremičnin
No income-no asset loan (NINA loan)	Posojilo brez navedbe dohodka in sredstev
No-documentation loan	Posojilo brez dokumentacije

TUJ IZRAZ (OKRAJŠAVA)	SLOVENSKI PREVOD
Non-prime mortgage	Ne-prvorazredno hipotekarno posojilo
One-Year Constant-Maturity Treasury Securities Rate (CMT)	Enoletna obrestna mera državnih vrednostnih papirjev
Payment cap	Plačilna kapica
Payment option ARM	ARM z opcijo plačila
Payment-option ARM	Posojila s prilagodljivo obrestno mero z opcijo plačila
Periodic adjustment cap	Meja periodične prilagoditve
Prime mortgage	Prvorazredno hipotekarno posojilo
Recalculation period	Doba ponovnega preračuna posojila
Reduced-documentation loan	Posojilo z nepopolno dokumentacijo
Saving institution	Hranilnica
Savings and loan association	Hranilno-posojilno združenje
Securitization	Listinjenje
Stated income loan	Posojilo zgolj z navedenim dohodkom
Subprime mortgage	Drugorazredno hipotekarno posojilo
Teaser rate	Diskontna obrestna mera
Total debt ratio (TDR)	Indeks celotnega dolga
Underwriting standards	Zavarovalni standardi
Upfront mortgage insurance premium (UMIP)	Predhodna zavarovalna premija
Veterans Administration (VA)	Veteranska administracija