

EFZG WORKING PAPER SERIES
EFZG SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU
ISSN 1849-6857
UDK 33:65

Br. 15-12

Josip Tica

**Ekonomске implikacije direktive o
ugovorima o potrošačkom
kreditiranju koji se odnose na
stambene nekretnine**



SVEUČILIŠTE U
ZAGREBU



Ekonomске implikacije direktive o ugovorima o potrošačkom kreditiranju koji se odnose na stambene nekretnine*

Josip Tica

jtica@efzg.hr

Ekonomski fakultet Zagreb

Sveučilište u Zagrebu

Trg J. F. Kennedy 6

10 000 Zagreb, Croatia

* Ovaj rad je financirala Hrvatska zaklada za znanost projektom broj 5269 Građanskopravna zaštita građana u financijskoj krizi/CitProtect (<http://citprotect.pravo.unizg.hr/>). Rad je objavljen Zborniku radova 23. tradicionalnog savjetovanja Ekonomska politika Hrvatske u 2016. godini, Opatija, 2015., p. 173-193., ISBN 978-953-262-097-9.

Stajališta iznesena u ovom članku u nastajanju stavovi su autora te ne predstavljaju stavove Ekonomskog fakulteta Zagreb. Članak nije prošao formalnu recenziju i odobrenje. Članak je objavljen kako bi dobio komentare o istraživanjima u tijeku, prije nego što se pojavi u konačnom obliku u akademskom časopisu ili na nekom drugom mjestu.

Copyright November 2015 by Josip Tica

Sva prava pridržana.

Dijelovi teksta mogu biti navedene pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

Sažetak

Cilj ovoga rada je analizirati ekonomske implikacije Direktive 2014/17/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 4. veljače 2014. o ugovorima o potrošačkim kreditima koji se odnose na stambene nekretnine i o izmjeni direktiva 2008/48/EZ, 2013/36/EU i Uredbe (EU) br. 1093/2010 koja sveobuhvatno regulira područje kreditiranja kupoprodaje nekretnine regulirajući kredite u stranoj valuti, kredite s promjenjivim kamatnim stopama, prijevremenu otplatu kredita, ovršni postupak, procjenu ovršenih nekretnina i čitav niz drugih mjera. Obveza država članica je da do 21. ožujka 2016. donesu i objave zakone i druge potrebne promjene za usklađivanje s ovom direktivom, a Direktiva se neće odnositi na ugovore na kredite koji su postojali prije tog datuma, ali imajući u vidu regulaciju prijevremeno otplate moguće je da će u financijskom smislu ugovori o kreditima u skladu s Direktivom biti potencijalna alternativa postojećim ugovorima. Sukladno tome, važno je razumjeti ekonomske implikacije, te prednosti i nedostatke nove i stare regulacije u stambenom kreditiranju.

Key words

Stambeno kreditiranje, krediti u stranoj valuti, krediti s promjenjivim kamatnim stopama

JEL klasifikacija

E3, K2, G3

Uvod

U ovome radu analizira se implikacije Direktive 2014/17/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 4. veljače 2014. o ugovorima o potrošačkim kreditima koji se odnose na stambene nekretnine u kontekstu kredita u stranoj valuti i varijabilnim kamatnim stopama. Rad analizira kratkoročne i dugoročne implikacije odredbi o konverziji kredita u stranom novcu u alternativne valute. Analiza dugoročnih implikacija je napravljena u kontekstu teorije relativnog pariteta kupovne moći.

Regulacija kredita sa varijabilnim kamatnim stopa je analizirana također u kratkom i u dugom roku u kontekstu trenutne regulacija navedenih kredita u Hrvatskoj i dugoročnih implikacija postojećih pravila određivanja kamatnih stopa s obzirom na očekivano obilježja monetarne politike EMU-a u dugom roku.

U prvom dijelu rada se analiziraju ključni dijelovi Direktive u kontekstu kredita u stranoj valuti i u kontekstu regulacije kredita sa promjenjivim kamatnim stopama. U drugom dijelu se regulatorne odredbe Direktive analiziraju u kontekstu očekivane monetarne politike EMU-a u dugom roku. Posljednji dio rada naglašava neke elementarne zaključke.

Direktiva o ugovorima o potrošačkom kreditiranju koje se odnosi na stambene nekretnine

Direktive (2014/17/EU, L60/36, čl. 15) za cilj ima osiguravanje okvira unutar kojih će potrošači „koji sklapaju ugovore o kreditu koji se odnose na nekretnine uživati visok stupanj zaštite“. Iz toga razloga se primjenjuje na kredite „osigurane nekretninom bez obzira na svrhu kredita, ugovore o refinanciranju ili druge ugovore o kreditu koji bi vlasniku ili djelomičnom vlasniku pomogli u tome da zadrži prava na nekretnini ili zemljištu i na kredite koji se koriste za kupnju nekretnine u pojedinim državama članicama, uključujući kredite koji ne zahtijevaju povrat kapitala ili, osim ako države članice imaju uspostavljen prikladan alternativni okvir, one čija je svrha osigurati privremeno financiranje između prodaje jedne nekretnine i kupnje druge te na osigurane kredite za obnovu stambene nekretnine“.

Naravno, fokus Direktive (2014/17/EU, L60/36, čl. 13) prema ugovorima o kreditu koji se „isključivo ili pretežito odnose na stambene nekretnine, ne sprečava države članice da prošire mjere poduzete u skladu s ovom Direktivom radi zaštite potrošača u odnosu na ugovore o kreditu povezane s drugim oblicima nekretnina ili da na drugi način reguliraju takve ugovore o kreditu“. Ipak osnovni cilj Direktive je snažno reguliranje kreditiranja vezanog uz kreditne ugovore osigurane nekretninama.

Osnovni pravci djelovanje Direktive u kontekstu osiguravanja potrošača prvenstveno se ugledaju u kontekstu devizne klauzule, odnosno ugovora u stranoj valuti. Zatim, reguliranju načina definiranja promjenjive kamatne stope, ranije otplate kredita, ali isto tako i jasnih pravila u situacijama ovrhe nad nekretninom kojom je osiguran kredit.

Kredit u stranoj valuti

Prema Direktivi (Direktiva 2013/.../EU, čl.23, st. 1) „države članice osiguravaju da, ako se ugovor o kreditu odnosi na kredit u stranoj valuti, u trenutku sklapanja kredita postoje“ regulatorni mehanizmi pomoću kojeg potrošač može birati između opcije „pretvaranja ugovora o kreditu u alternativnu valutu, pod određenim uvjetima“ (na nekoliko mjesta se spominje promjena od 20% kao prag)¹ „ili postoje drugi aranžmani kojima se ograničava tečajni rizik kojem je potrošač izložen u okviru ugovora o kreditu“. Država članica može odrediti jesu li potrošaču dostupne obje navedene mogućnosti ili samo jedna od njih ili može dopustiti vjerovnicima da odrede jesu li potrošaču dostupne obje navedene mogućnosti.

Alternativna valuta je definirana kao „valuta u kojoj potrošač u trenutku posljednje procjene kreditne sposobnosti primarno prima prihod ili drži imovinu iz koje se kredit treba isplatiti ili valuta države članice u kojoj je potrošač imao boravište u trenutku sklapanja ugovora o kreditu ili u kojoj trenutno ima boravište.“ (Direktiva 2013/.../EU, čl.23, st. 2)

Prema Direktivi „ako potrošač ima pravo pretvoriti ugovor o kreditu u alternativnu valutu, država članica osigurava da je tečaj koji se koristi za pretvaranje tržišni tečaj koji vrijedi na dan provedbe pretvaranja, osim ako je u ugovoru o kreditu drugačije određeno. Države članice osiguravaju da, ako potrošač ima kredit u stranoj valuti, vjerovnik potrošaču redovito šalje upozorenja, ukoliko vrijednost ukupnog nepodmirenog iznosa koji plaća potrošač ili redovitih obroka varira za više od 20 % od one koju bi iznosila ako bi se primijenio tečaj koji je vrijedio u trenutku sklapanja ugovora. U tom se upozorenju potrošača obavješćuje o povećanju ukupnog iznosa koji je dužan platiti, navode se, prema potrebi, pravo na pretvaranje u alternativnu valutu i uvjeti pod kojima se to može izvršiti te objašnjavaju bilo koji drugi primjenjivi mehanizmi za ograničavanje tečajnog rizika kojem je potrošač izložen.“ (Direktiva 2013/.../EU, čl.23, st. 3 i 4).

Kredit s varijabilnom stopom

Kod regulacije pitanja vezanih uz varijabilne kamatne stope, države članice osiguravaju da referentne kamatne stope koje se koriste za izračun stope zaduživanja budu jasne, dostupne, objektivne te da ih stranke ugovora o kreditu i nadležna tijela mogu provjeriti. Povrh toga, arhivske evidencije indeksa za izračun kamatnih stopa održavaju davatelji tih indeksa ili vjerovnici. Odnosno, i povijesno kretanje stopa mora biti prezentirano na jedinstven i transparentan način.

Paritet kupovne moći i kredit u stranoj valuti

Otvaranje mogućnosti zamijene kredita u stranoj valuti za valutu u kojoj dužnik ima prihode ili imovinu u svakom slučaju predstavlja napredak u odnosu na sadašnju situaciju u Hrvatskoj u kojoj je veliki broj građana došao u teške životne prilike zbog rasta tečaja švicarskog franka u odnosu na kunu i euro. Mogućnost postojanja granice od 20% promjene tečaja ili neki drugi oblik zaštite od tečajnog

¹ Npr. "Ako u ugovoru o kreditu ne postoji odredba kojom se tečajni rizik kojem je potrošač izložen ograničava na fluktuaciju tečaja za manje od 20 %, ESIS uključuje ogledni primjer učinka 20-postotne fluktuacije tečaja."

rizika koje zemlje članice mogu uvesti u svakom slučaju štiti potencijalne buduće dužnike sa deviznom klauzulom od rizika kojima su bili izloženi.

Međutim, važno je istaknuti kako se u ovom pitanju dužnike štiti samo od promjene tečajeva u kratkom roku, dok podjela koristi i troškova od aprecijacije i deprecijacije tečaja u odnosu na stranu valutu u ugovoru o kreditu u dugom roku može biti asimetrično distribuirana.

Kako bi razumjeli distribuciju dugoročnih rizika od konverzije kredita u stranoj valuti u domaću valutu nakon npr. aprecijacije od 20%, važno je analizirati elementarnu teoriju determinacije tečaja pod nazivom paritet kupovne moći. Odnosno, imajući u vidu kako klasični stambeni kredit ima rok otplate od 20-30 godina, za razumijevanje kratkoročnog i dugoročnog rizika je važno razumjeti neke elementarne teorije koje objašnjavaju formiranje i kretanje tečajeva u tako dugom roku.

Elementarna teorija determinacije tečaja je u biti teorija pariteta kupovne moći prema kojoj je tečaj određen razlikama u cijenama između dvije zemlje. Odnosno, u dugom roku (od dvije do pet godina) prema teoriji, promjene tečaja bi trebale izjednačiti cijene među zemljama. Npr. ako su cijene jabuka u Njemačkoj veće nego u Švicarskoj, tržišni akteri će prepoznati priliku za zaradom i kupovati jabuke u Švicarskoj da bi ih prodali u Njemačkoj i zaradili na razlici u cijeni umanjenoj za troškove transakcije. Rast potražnje za jabukama u Švicarskoj će povećati cijenu jabuka, ali isto tako ojačati Franku, a s druge strane rast ponude u Njemačkoj će smanjiti cijene i oslabiti euro. Tečaj će se mijenjati iz razloga što će nakon prodaje robe u Njemačkoj biti potrebno kupiti Franke kako bi se kupila roba u Švicarskoj. U ovisnosti o veličini sektora jabuka u obje zemlje, promjene cijena ili promjene tečaja će biti relativno manje ili veće, ali u konačnici bi prema teoriji trebalo doći do izjednačavanja cijena u obje zemlje (Rogoff 1996, p. 650-651).

Sukladno navedenoj teoriji pariteta kupovne moći, tečaj E bi trebao pokriti razlike između prosječnih cijena u zemlji P i inozemstvu P*. Odnosno, kretanje tečaja bi trebalo biti determinirano razlikama u prosječnim cijenama između dvije zemlje (Rogoff 1996, p. 650-651):

$$E=P-P^* \quad (1)$$

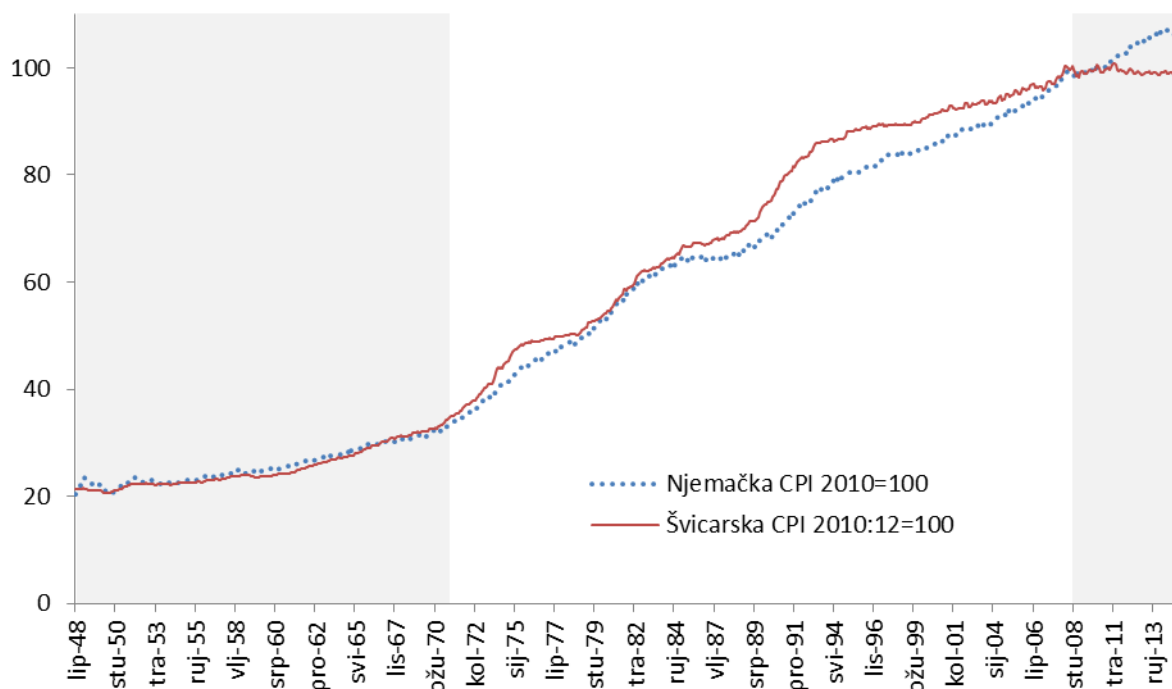
Međutim, kako to obično biva u praksi, postoje brojne teorije koje u biti stavljaju zaključke pariteta kupovne moći pod znak pitanja. Osnovna zamjerka je u biti činjenica što postoji čitav niz proizvoda i usluga kojima se ne može trgovati u međunarodnoj razmjeni. Npr. zemljište u Pekingu, ne možete izvesti u Lisabon ili Manhattan. Slično je i sa liječnicima ili frizerima, rad nije mobilan faktor i puno je teže raditi arbitražu na tržištu usluga nego na tržištu dobara, iako tehnologija mijenja i ta ograničenja, pa npr. s izumom Interneta i padom cijena telefoniranja, usluga javljanja na telefon u biti postaje globalno razmjenjiv proizvod (Bangalore i 1-800 brojevi u engleskom govornom području).

Dodatan problem je činjenica što su indeksi cijena ponderirani prosjeci cijena u kojima se ponderi određuju s obzirom na potrošnju u različitim zemljama te stoga prilikom usporedbi cijena među zemljama, rezultati mogu odstupati s obzirom na odabir različitih pondera. Povrh toga, kako indeksi potrošačkih cijena izražavaju ponderirani prosjek cijena u odnosu na neku baznu godinu u kojoj su jednaki 100, njihovo kretanje neće ukazati na činjenicu koliko su cijene u nekoj zemlji bile veće ili manje u baznoj godini, nego će samo iskazati relativnu promjenu cijena u odnosu na tu godinu. Kako bi teorija odgovorila na navedene izazove, definiran je koncept relativnog pariteta kupovne moći koji mjeri promjene relativnih cijena u odnosu na neko bazno razdoblje bez ikakvih referenci na razlike u apsolutnim cijenama. Formula za relativni paritet kupovne moći je:

$$\Delta e = \Delta p - \Delta p^* \quad (2)$$

gdje mala slova u biti označavaju logaritme varijabli (Rogoff 1996, p. 650-651).

Grafikon 1: Kretanje indeksa prosječnih cijena u Njemačkoj i Švicarskoj od lipnja 1948. do kolovoza 2015. (2010=100)



Izvor: Bundesbank (2015); Swiss National Bank (2015)

Teoriju relativnog pariteta najlakše možemo razumjeti u kontekstu empirijskih podataka. Grafikon 1 prikazuje promjenu relativnih cijena između Švicarske i Njemačke u razdoblju od lipnja 1948. pa sve do kolovoza 2015. Prosječne cijene, odnosno indeksi potrošačkih cijena su izraženi u odnos na 2010. godinu. Izvjesno je iz grafikona kako su od razdoblja do razdoblja cijene u Švicarskoj, odnosno Njemačkoj rasle brže ili sporije ovisno o okolnostima. Posebno je zanimljivo osjenčano vrijeme nakon listopada 2008., odnosno nakon početka gospodarske krize u kojem je Švicarska ušla u deflaciju (cijene u biti opadaju zadnjih 8 godina), dok su cijene u Njemačkoj nastavile rasti istom dinamikom kao i prije krize. Ukupan jaz koji se dogodio ukazuje na 10%-tni porast relativnih cijena u Njemačkoj u odnosu na Švicarsku, što bi prema teoriji relativnog pariteta kupovne moći impliciralo da je Franak u razdoblju nakon 2008. trebao ojačati za isti taj iznos kako bi pokrio novonastale razlike u cijeni.

Relativnih paritet kupovne moći je u teoriji vrlo jednostavan koncept, ali u empirijskim istraživanjima iznimno zahtjevan koncept. Većina istraživanja se fokusirala na konstruiranje realnog tečaja ε pomoću formule:

$$\varepsilon = EP^*/P \quad (3)$$

Potom bi pomoću ekonometrijskih testova kao što su unit root test ili test kointegracije testirali da li realni tečaj ε (ili residual kointegracije) ima tendenciju za povratkom u ravnotežu (mean reverting properties).

Frankel (1986) je promatrao realni tečaj SAD-a i UK-a u vremenskom razdoblju od 116 godina i u dugom roku potvrdio teoriju relativne kupovne moći. U njegovoj studiji prosječna devijacija od prosječne vrijednosti je bila 9,2 godina, što znači da je prosječno vrijeme potrebno realnom tečaju da

se vrati u ravnotežu prema njegovom modelu bilo 4,6 godina (pola devijacije). Edison (1987) je koristeći podatke za 88 godina, također za dolar funta realni tečaj, dokazao teoriju relativne kupovne moći s prosječnim vremenom potrebnim za povratak u ravnotežu od 7,3 godine. Lothian i Taylor (1996) su testirali realni tečaj dolar-funta i funta-franak u razdoblju od gotovo 200 godina. Snažno su potvrdili hipotezu relativne kupovne moći za oba tečaja. Procijenili su da je za realni tečaj dolara i funte potrebno približno 6 godina za povratak u ravnotežu, a da je za realni tečaj funte i franka potrebno približno tri godine. Za ukupan uzorak podataka potrebno je 4,7 godina.

Glen (1992) također pronalazi dokaz za teoriju relativne kupovne moći realnih tečajeva u ekonometrijskom testu s devet zemalja za razdoblje od 1900-1987. Vrijeme potrebno za povratak u ravnotežu prema njegovom testu je 3,3 godine. Abuaf i Jorion (1990) su napravili test s osam valuta u razdoblju od 1901 do 1972 koji je potvrdio teoriju i dao procjenu vremena potrebnog za povratak u ravnotežu od 3,3 godine. Diebold, Husted i Rush (1991) su napravili test za razdoblje zlatnog standarda. U test su uključili šest zemalja, a promatrano razdoblje je variralo od 74 do 123 godine. Dužina vremena potrebnog za povratak u ravnotežu je kod njih iznosila 2,8 godina. Cheung i Lai (1994) su također našli dokaz za PPP teoriju u razdoblju od 1900. do 1992. s tim da su koristili indeks veleprodajnih cijena WPI za konstrukciju realnog tečaja.

Frankel i Rose (1996) su analizirali godišnje podatke od 1948. do 1973. za 140 zemalja. Pomoću ovako velikog broja opservacija uspjeli su potvrditi teoriju u velikom broju slučajeva. Prema njihovim procjenama, devijacije od prosječnog realnog tečaja su se smanjivale po stopi od 15% godišnje, što znači da je prosječno vrijeme potrebno za vraćanje u ravnotežu bilo četiri godine. Wei i Parsley (1995) su se koncentrirali na razdoblje nakon 1973., a promatrali su samo OECD zemlje. Realni tečaj nisu računali pomoću indeksa potrošačkih cijena, nego su u promatranje uzeli jedanaest kategorija međunarodno razmjenjivih dobara. Potvrdili su teoriju. U njihovim procjenama prosječno vrijeme potrebno za povratak u ravnotežu je iznosilo 4,75 godina za sve zemlje i 4,25 godina za zemlje unutar Europskog monetarnog sustava.

Iako je većina testova pokazala kako devijacije od srednje vrijednosti realnog tečaja odumiru u nekom razdoblju od 2 do 8 godina, postojali su i brojni kritičari koji su rezultate dovodili u pitanje imajući u vidu činjenicu da su do 1971. tečajevi određivani administrativno (Mussa 1986), te kako ovakve dugoročne analize apstrahiraju efekte strukturnih lomova na kretanje realnih tečajeva (Hegwood i Papell 1999).²

Promatramo li regulaciju kredita u stranoj valuti u kontekstu kritičara PPP teorije, onda ozbiljnih implikacija nema iz razloga što tečajevi u biti prema kritičarima prate slučajni hod i nisu predvidljivi. Međutim, analiziramo li mogućnost ili obvezu konverzije kredita u stranoj valuti uz pretpostavku relativnog pariteta kupovne moći, tada u biti možemo razgovarati o ozbiljnoj preraspodjeli bogatstva koja može ići od potrošača ili prema potrošačima u ovisnosti o tome da li je tečaj u dugom roku pao ili porastao, odnosno da li je konverzija napravljena u pozitivnoj ili negativnoj devijaciji od prosječne vrijednosti na koju će se realni tečaj vratiti u roku od 2 do 8 godina. Jednom kada (ili ako) se tečaj vrati na prosječnu vrijednost, potrošači se mogu naći u situaciji da im je kreditna obveza 20% veća nego što bi bila da nisu napravili konverziju valuta. Konverzija ih je zaštitila od rasta rate ili duga za više od 20%, ali samo u kratkom roku, nakon konverzije će ostati s dugom koji je veći 20% neovisno o tome da li će se tečaj vratiti svojoj ravnoteži prema teoriji relativnog pariteta kupovne moći ili ne.

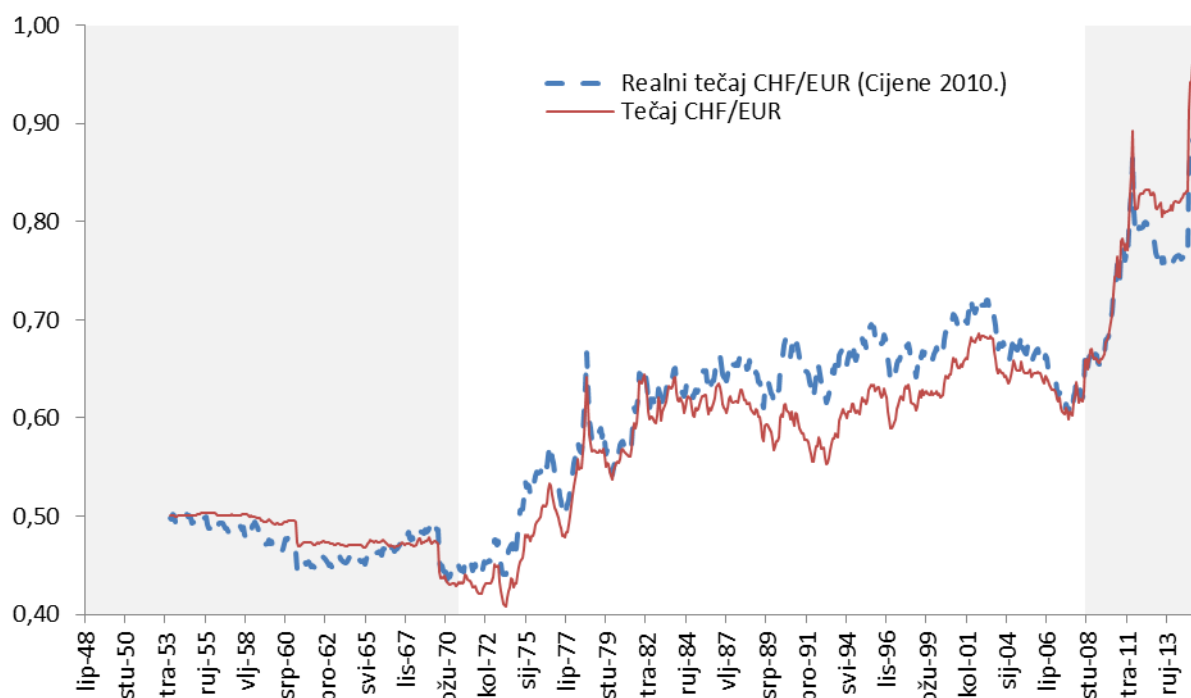
² Pregled literature o testiranju stacionarnosti realnih tečajeva je skraćena verzija znatno opširnijeg pregleda literature iz Tica (2009).

Primjera radi, uzmimo primjer švicarskog franka koji je ojačao za 100%. Da je postojao ugrađen instrument konverzije nakon promjene od 20%, svim potrošačima koji su zaduženi, niti rata niti dug ne bi porasli više od 20% te bi sve do danas bili u boljem položaju nego što su sada. Međutim, nakon što završi politika jeftinog novca od strane Europske središnje banke, doći će do jačanje eura i pitanje je koliko će u tom slučaju pasti vrijednost švicarskog franka. Prema teoriji relativnog pariteta kupovne moći, većina devijacije koja traje već jako dugo bi trebala s vremenom nestati, a u dugom roku bi švicarski franak u prosjeku trebao biti jači od eura za 10% u odnosu na razinu iz 2008. Iz razloga što su upravo toliko cijene u Njemačkoj brže rasle u odnosu na Švicarsku.

Upravo u tom kontekstu treba promatrati i efekte Direktive u odnosu na koristi i troškove potrošača zaduženih kroz kredite u stranoj valuti. U kratkom roku ih direktiva štiti od naglog rasta mjesečnih anuiteta, ali u dugom roku navedena zaštita dužnika može značiti velike neto gubitke u smislu ukupne vrijednosti duga. Svaka konverzija valuta u alternativnu, odnosno domaću valutu će povećavati potrošačev dug za 20% u odnosu na inicijalno povučen iznos kredita, neovisno o tome da li će se realni tečaj u dugom roku vratiti ili ne na početnu razinu.

Dodatno je važno naglasiti razliku između nominalnog i realnog tečaj. Nominalni tečaj ili kolokvijalno rečeno tečaj je cijena jednog novca (kod nas obično stranog novca) izračena u jedinicama drugog novca (kod nas obično u kunama). Npr. 7,6 HRK za jedan euro. Realni tečaj, s druge strane implicira korekciju tečaja u svim razdobljima za promjene u prosječnim cijenama između promatranog para zemalja u odnosu na neko bazno razdoblje.

Sukladno tome kada teorija relativnog pariteta kupovne moći implicira da se realni tečaj vraća u ravnotežu to može imati dvojake implikacije na potrošača. Npr. ukoliko potrošač napravi konverziju kredita nakon skoka vrijednosti strane valute od 20%, a nominalni tečaj se u dugom roku vrati na početnu razinu, očigledno je da će se potrošač osjetiti oštećenim. Dug će mu biti 20% veći samo zato što je napravio konverziju. S druge strane, ako se u dugom roku realni tečaj vrati na ravnotežnu razinu zbog promjene u indeksima cijena, konverzija će se potrošaču isplatiti jer se nominalni tečaj ostati nepromijenjen iako će se realni vratiti na početnu razinu. Kako se ugovori o kreditu sklapaju u odnosu na nominalni tečaj, promjene relativnih cijena neće djelovati na iznos anuiteta niti ostatka duga.

Grafikon 2: Kretanje nominalnog i realnog tečaja švicarskog franka izraženog u eurima (koliko eura za jedan franak)

Napomena: Realni tečaj je izračunat kao $\frac{(CHF/EUR)_{CPI, Švicarska}}{CPI, Njemačka}$. Korišteni su podaci razinu cijena u Njemačkoj zbog problema sa povijesnim podacima za EMU. Imajući u vidu kriterije konvergencije podaci Njemačke bi trebali dovoljno kvalitetno oslikavati cijeli EMU. Za razdoblje prije nastanka Eura, korišten je tečaj CHF/DEM, a konverzija u odnosu na Euro je provedena prema nepromjenjivom tečaju konverzije EUR/DEM. Na grafikonu je osjenčano razdoblje prije raspada Bretton-Wooda i razdoblje nakon propasti Lehman Brothersa.

Izvor: Bundesbank (2015); Swiss National Bank (2015)

Grafikon 2 prikazuje (nominalni) tečaj između švicarskog franka i eura izražen kao cijena švicarskog franka u eurima. Rast tečaja znači da je za jedan švicarski franak nužno izdvojiti više eura i suprotno. Također prikazani su podaci za realni tečaj koji su izračunati pomoću jednadžbe 3 koristeći podatke za indekse cijena s grafikona 1. Prikazani su podaci od lipnja 1948. pa sve do kolovoza 2015. Realni tečaj je bio veći od nominalnog između 1971. i 2008. iz razloga što je u tom razdoblju razina cijena u Švicarskoj brže rasla od Njemačke, a od 2008. je ispod nominalnog iz razloga što je razina cijena relativno brže rasla u Njemačkoj.

Prema teoriji relativnog pariteta kupovne moći, realni tečaj bi u roku od 2 do 8 godina trebao imati tendenciju da izgubi pola devijacije od prosjeka. S druge strane prema direktivi, potrošači bi trebali konvertirati kredite u alternativnu valutu, ako nominalni tečaj doživi promjenu veću od 20%. Pogledamo li povijesnu analizu, početni podatak je da je švicarski franak 1948. godine vrijedio približno pola eura, da bi nakon toga franak slabio sve do 0,4 eura u kolovozu 1973. U rujnu 1978. je dosegno razinu od 0.65 eura i ostao na njoj sve do svjetske gospodarske krize, da bi u siječnju 2015. dosegno razinu od 0.97 eura. Od minimuma 1973. do maksimuma 2015. razlika je u postotku iznosila 138%.

Govoreći u kontekstu povijesne simulacije odredbi regulative direktive, da je potrošač napravio konverziju na povijesnom minimumu vjerojatno bi bio jako zadovoljan do kraja otplate kredita. Međutim, pretpostavimo li da je potrošač napravio konverziju u rujnu 1978. nakon ogromnog porasta

Franka, u veljači 1980. bi mu ostatak duga i rata bili veći 20% nego što bi bili da nije napravio konverziju. Možemo stoga zaključiti da konverzija u kratkom roku štiti potrošača od problema likvidnosti, problema s tijekom gotovine i slično, ali u dugom roku u biti prenoseći tečajni rizik na vjerovnika, u ovisnosti o točnosti teorije pariteta kupovne moći, trajno povećava (smanjuje) dug i ratu kredita za potrošača.

Reguliranje promjenjive kamatne stope i struktura kamatnih stopa u Hrvatskoj

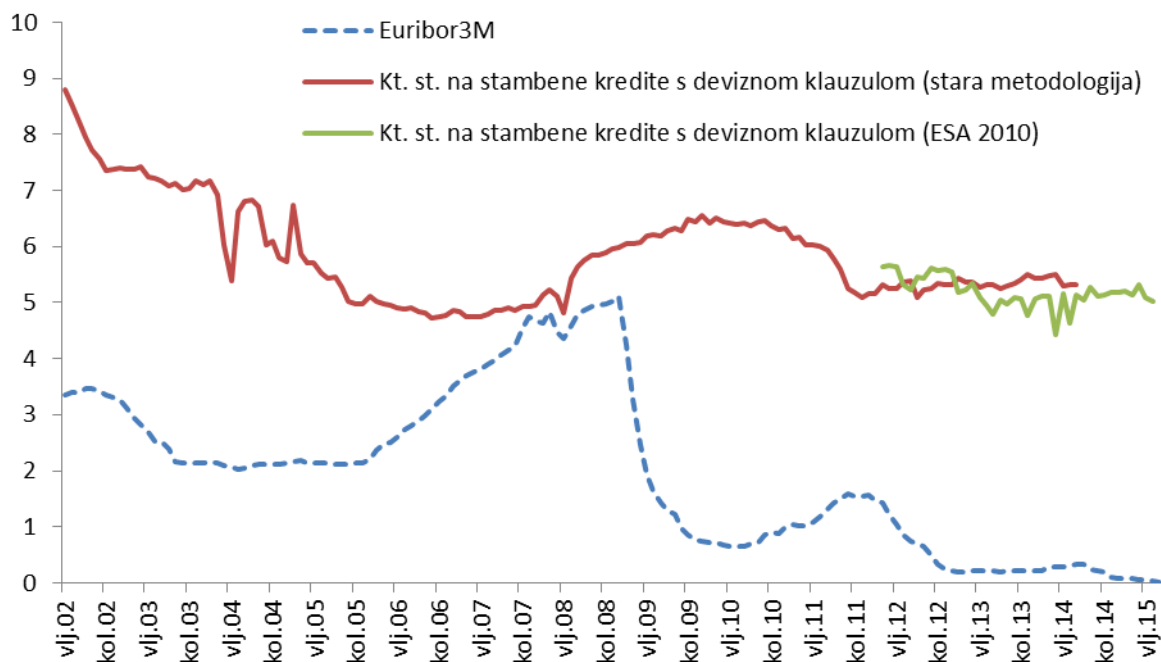
Osim valutne klauzule, Direktiva regulira i pitanje promjenjivih kamatnih stopa. Direktiva inzistira na transparentnosti i određivanju referentne kamatne stope. Međutim, kod odabira referentne kamatne stope ostavlja slobodu članicama u definiranju konkretnog referentnog ekonomskog indikatora. Navedena problematika u tranzicijskim zemljama je dosta složenija nego kada se radi o starim članicama EU. Razlog proizlazi iz činjenica da u zemljama u razvoju, odnosno u tranzicijskim zemljama vrlo često međunarodne referentne kamatne stope kao što su Libor ili Euribor u pravilu ne predstavljaju stvarnu cijenu zaduživanja poslovnih banaka, nego se navedene kamatne stope trebaju korigirati za premije rizika zemlje i/ili poslovnih banaka.

Sukladno tome, referentnu kamatnu stopu za zaduživanje neke tranzicijske zemlje, odnosno zemlje u razvoju čine dvije komponente, tzv. referentna kamatna stopa (LIBOR ili EURIBOR) i premija rizika koju je potrebno vjerovnicima platiti kako bi prihvatili ulaganje u manje sigurna ulaganja. Klasična tržišna mjera premije rizika je u biti CDS (credit default swap) koji država plaća na zaduživanje na svjetskom tržištu kapitala.

Grafikon 3 prikazuje kretanje prosječnih kamatnih stopa na stambene kredite s deviznom klauzulom (stara i nova metodologija računanja podataka nisu kompatibilne pa su prikazane obje) zajedno s kretanjem tromjesečnog Euribora na tržištu kapitala.³ Razlika između dvije crte na grafikonu prikazuje razliku između ulazne cijene kapitala za poslovne banke kada bi kreditni rating Hrvatske bio AAA i cijene po kojoj poslovne banke plasiraju navedena sredstva potrošačima. Razlika između navedene dvije kamatne stope ne predstavlja profitnu maržu poslovnih banaka na sredstva prikupljena na inozemnim tržištima i plasirana u Hrvatskoj iz razloga što u trošak pribavljanja kapitala nije uračunata premija rizika za Hrvatsku.

Sukladno tome, brojne teze kako su kod nas kamatne stope na kredite visoke dok su u Europi na povijesno visokim razinama ne stoji iz razloga što se poslovni subjekti iz Hrvatske na svjetskom tržištu zadužuju po referentnim kamatnim stopama uvećanim za premiju rizika. Premija rizika naravno obuhvaća premiju rizika za bankrot zemlje (direktna posljedica stanja javnih financija), zatim premiju rizika za tečajni rizik (stabilnost valute koja je vrlo često korelirana sa stanjem deviznih rezervi i javnih financija) i brojne druge kao što su npr. rizik poslovnog subjekta koji se zadužuje ili rizik sektora u kojem navedeni subjekt posluje.

³ Ova analiza je samo nastavak analize koju je napravio Anđelinović (2015) u otvorenom pismu poslanom Guverneru Borisu Vujčiću.

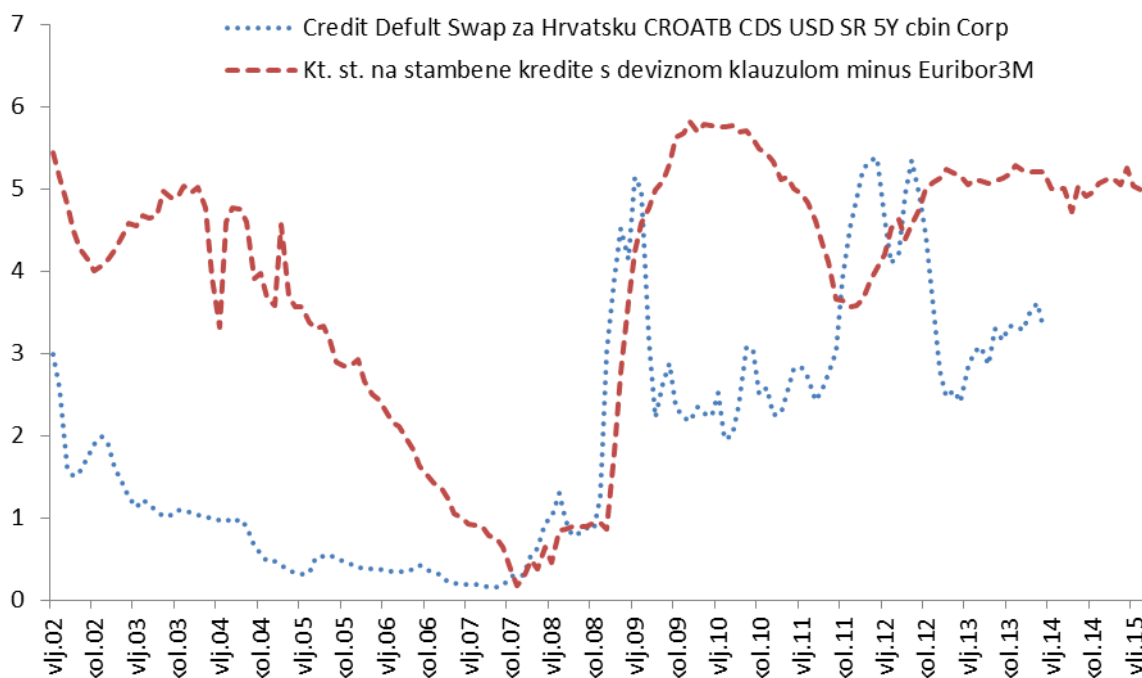
Grafikon 3: Odnos kamatne stope na kredite i Euribora

Izvor: HNB 2015; Europska Centralna Banka 2015

Grafikon 4 stoga prikazuje razliku između kamatne stope na stambene kredite i Euribora s jedne strane i CDS-a za hrvatske obveznice s druge strane. Kao što je već objašnjeno u ranijem tekstu, CDS predstavlja kvantitativni izraz za premiju rizika za Hrvatsku, a razlika između kamatnih stopa na stambene kredite i Euribora predstavlja prostor koji je predviđen za pokrivanje premije rizika, troškova poslovanja i marže poslovnih banaka.

Pogledamo li grafikon, očito je kako je u razdoblju od 2002. pa do svjetske gospodarske krize opadala premija rizika za ulaganja u Hrvatsku, a s njom je padala i razlika između kamatnih stopa i Euribora. Krajem 2007. godine gotovo da je u potpunosti istisnut prostor marže i pokrivanja troškova poslovanja u marginalnom smislu. U razdoblju koje je uslijedilo do veljače 2009., dolazi do porasta premije rizika, ali i paralelnog rasta razlike između kamatnih stopa na stambene kredite i Euribora. Očigledno je da je u tim početnim godinama najteže krize, rast premije rizika izazivao direktno prevaljivanje troška rizika na korisnike kredita. U razdoblju koje je uslijedilo nakon 2009. godine premija rizika je pala, ali je višoj razini u odnosu na razdoblje prije porasta. Međutim, pad premije rizika nije bio popraćen jeftinijim uvjetima zaduživanja u Hrvatskoj.

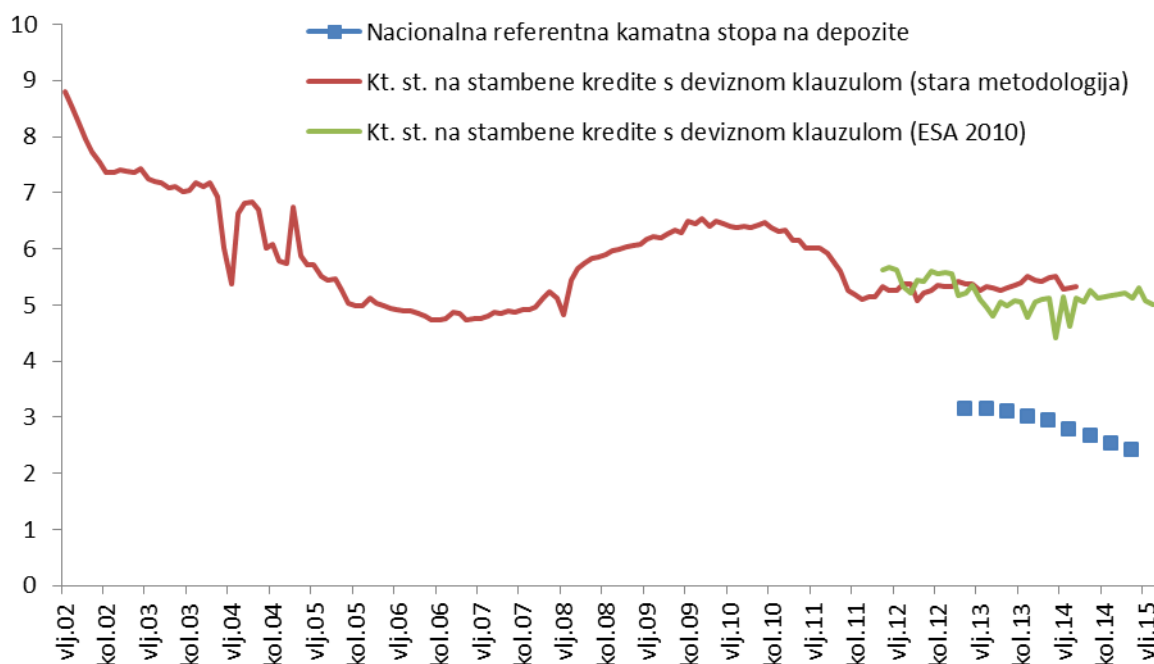
Paralelno je došlo do pada premije rizika i ekspanzivne monetarne politike ECB-a koja je postavila kamatne stope na nulte razine. Dakle pala je paralelno i referentna kamatna stopa i premija rizika za Hrvatsku, ali kamatne stope na stambene kredite su ostale na razinama koje su imale u trenucima najveće krize iz prvog kvartala 2009. godine. Jaz između Euribora i kamatne stope na stambene kredite vratio se na razine s početke 2002. godine kada je Hrvatska tek bila u početnoj fazi uključivanja u međunarodne integracije. S kratkom iznimkom u 2011. prostor za marže i pokrivanje troškova poslovanja je ostao više-manje jednak s izuzetkom razdoblja 2011. i 2012. da bi se nakon toga ponovno premija rizika spustila, a kamatne stope na stambene kredite ostale jednako visoke.

Grafikon 4: Odnos premije rizika na državne obveznice i premije rizika na stambene kredite financirane štednjom u inozemstvu

Izvor: HNB 2015; Bloomberg (2014)

Sužavanje jaza kamatnih stopa prije 2007. možemo promatrati u svijetlu balona na tržištu nekretnina gdje su banke pokušavale u investicijskom balonu što veći dio kredita sa građevinskog sektora, odnosno iz ruku developera prebaciti u maloprodaju kako bi diverzificirale rizike i prikazale svoje developerske kredite uspješnima. Iz toga razloga je bilo očigledno prihvatljivo i plasirati stambene kredite uz male marže kako bi se izbjegao rast loših kredita u sektoru građevinarstva. Krajem promatranog razdoblja, strategija se promijenila, developerski projekti su smanjeni na minimum, broj loših kredita u sektoru građevinarstva se popeo na preko 60% (HNB 2015), a odnos prema potrošačima po stambenim kreditima je dobio drugu dimenziju. Povrh toga, velik broj blokiranih građana i rast loših kredita rezultirao je potrebom za većim maržama kako bi se pokrila manja vjerojatnost naplate po tim istim potraživanjima (HNB 2015).

Grafikon 5 prikazuje odnos prosječnih kamatnih stopa na stambene kredite s deviznom klauzulom i nacionalne referentne kamatne stope na depozite. Nacionalna referentne kamatna stopa na depozite je prosječna cijena zaduživanja poslovnih banaka na domaćem tržištu, odnosno kamatna stopa koju poslovne banke plaćaju štedišama u Hrvatskoj. Krajem promatranog razdoblja je iznosila približno 2,5%, dok su prosječne kamatne stope na stambene kredite s valutnom klauzulom iznosile približno 5%.

Grafikon 5: Odnos kamatne stope na kredite i kamatne stope na domaću štednju

Izvor: HNB 2015; HUB 2015

Prema sektorskoj distribuciji depozita, samo 13,1% depozita je bilo u vlasništvu nerezidenata, tako da se može kazati kako nacionalna referentna kamatna stopa ima dominantan udio u troškovima pribavljanja sredstava poslovnih banaka, dok cijena zaduživanja na stranom tržištu u biti ima ponder za otprilike 13,1% depozita i osnivački kapital poslovnih banaka koje su u većinskom vlasništvu stranih banaka.

Tablica 1: Struktura depozita poslovnih banaka

	Udjel
Državne jedinice	2,5%
Financijske institucije	5,9%
Trgovačka društva	15,7%
Neprofitne institucije	1,2%
Stanovništvo	61,6%
Nerezidenti	13,1%
UKUPNO	100,0%

Izvor: HNB (2015)

U navedenom makroekonomskom okruženju, problem švicarskog franka i tužbe proizašle iz problema vezane uz devizne klauzule u švicarskom franku, rezultirali su promjenama hrvatskog zakonodavnog okvira unutar kojih je određivanje referentne kamatne stope definirano kroz dva elementa. Prvi element je definiranje referentne kamatne stope, a drugi element je definiranje fiksne marže (Zakon o potrošačkom kreditiranju NN 75/09, 112/12, 143/13, 147/13, 09/15, 78/15).⁴ Posljedično većina ugovora o stambenim kreditima koji su do tada imali definirano promjenjivu kamatnu stopu prema internim pravilima poslovnih banaka (ne kao sastavni dio ugovora), primijenila je na transparentan način definiranu promjenjivu kamatnu stopu koja se sastoji od referentne kamatne stope i fiksne

⁴ Prema zakonu radi se o definiranju parametra koji se prati u kontekstu donošenja odluka o korekciji kamatnih stopa i fiksnog dijela kamatne stope, te razdoblja promjena kamatnih stopa.

marže. Navedeni pristup je riješio pravni problem uočen i akceptiran od strane sudske vlasti, ali je kreirao čitav niz dodatnih problema koji nas očekuju u dugom roku.

Definiranje promjenjive kamatne stope kao referentne kamatne stope i fiksne marže u situaciji kada marža na Euribor (Grafikon 1) ima povijesni maksimum od 5% kratkoročno rješava problem usklađenosti sa zakonom, ali dugoročno na sve stambene kredite stavlja jednu novu potencijalnu opasnost. Naime povijesno gledajući, Euribor je u prosjeku bio barem 3% veći nego što je danas, što u biti znači da su u prosjeku svi ugovori sa stranim kamatnim stopama u biti potpisani na očekivanu (prosječnu) kamatnu stopu od približno 8% s tim da se ona danas nalazi na povijesnom minimumu. Odnosno, za očekivati je da će se kretati u pojasu između današnjih 5% i potencijalnih 10%. Imajući na umu povijesno kretanje Euribora, izvjesno je kako je zakonsko rješenje otklanjajući zakonsku nepravilnost rezultiralo novom tempiranom problematičnom situacijom za sve potrošače zadužene sa stranom referentnom kamatnom stopom. U biti situacije je analogna onoj sa deviznom klauzulom u CHF-u s izuzetkom da se radi o većem broju dužnika, ali manjem opterećenju po dužniku.⁵

Dodatna pravna i ekonomska nelogičnost je svrstavanje premije rizika za Hrvatsku (npr. CDS) u fiksnu maržu umjesto u referentnu kamatnu stopu. Cijena zaduživanja za subjekte u Hrvatskoj, odnosno referentna cijena zaduživanja nije Euribor, nego Euribor uvećan za premiju rizika (npr. CDS na hrvatsku obveznicu ili banku majku poslovne banke u Hrvatskoj). Sukladno tome, ostaje dvojbeno u ekonomskom smislu, a i logičnom, zašto se premija rizika svrstava u fiksnu maržu. Ključna opasnost vezana za potrošače po ovome pitanju proizlazi iz činjenice što će u budućnosti rasti strane referentne kamatne stope, ali premija rizika za Hrvatsku kratkoročno može biti znatno veća (npr. grčki stil bankrota), međutim u dugom roku izvjesno je da bi premije rizika mogle biti i znatno manje. Sukladno tome, njihovo svrstavanje u fiksnu maržu u biti fiksira veličinu unutar obračuna kamatnih stopa koja se potencijalno može kretati na korist potrošača.

Treći problem kojeg nije riješila niti Direktiva niti domaći zakonodavci je problem diskrepancije između izvora sredstava i odabira referentnih kamatnih stopa. Kao što se vidi iz grafikona 3, 4 i 5, cijena izvora sredstava na domaćem tržištu je niža od cijene pribave na međunarodnom tržištu. Nacionalna referentna kamatna stopa je veća od Euribora, ali kada u obzir uzmemo Euribor uvećan za CDS, tada je nacionalna referentna kamatna stopa niža. Npr. posljednja opservacija za CDS je oko 3,3%, a za nacionalnu referentnu kamatnu stopu je 2,4%. U strukturi depozita, depoziti nerezidenata imaju 13,1%, odnosno domaći depoziti su dominantni u strukturi. Kako podaci o udjelima Libora, Euribora, nacionalne referentne kamatne stope u izdanim kreditima nisu dostupni, nepoznato je koliki je stupanj korelacije između udjela depozita nerezidenata i udjela stranih referentnih kamatnih stopa u ugovorenim referentnim kamatnim stopama. Gledajući iz perspektive poslovnih banaka, odabir stranih referentnih kamatnih stopa na sredstvima iz domaćih izvora je najprofitabilnija solucija, ali bi u budućnosti moglo proizvesti dinamiku analognoj dužnicima sa CHF deviznom klauzulom.

⁵ Guverner Vujčić se već nekoliko puta referirao na ovu problematiku (2015).

Zaključak

U radu se analizira Direktiva 2014/17/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 4. veljače 2014. o ugovorima o potrošačkim kreditima koji se odnose na stambene nekretnine i o izmjeni direktiva 2008/48/EZ, 2013/36/EU i Uredbe (EU) br. 1093/2010. Pitanja od interesa regulacije analizirana u ovome radu svode se na regulaciju kredita u stranoj valuti i promjenjive kamatne stope na kredite osigurane nekretninama. Osim direktive analizirana je i problematika postojeće zakonske regulative u Hrvatskoj. Problem kamatnih stopa je analiziran u kontekstu dugoročnih očekivanja na tržištima, a problem valutne klauzule u kontekstu teorije relativnog pariteta kupovne moći i divergencije nominalnih i realnih tečajeva u dugom roku.

Osnovni zaključci rada su kako je Direktiva usmjerena na otklanjanje trenutnih i kratkoročnih problema potrošača, dok dugoročna perspektiva u analizi kretanja tečajeva kao i raspodjela troškova i koristi nije uzeta u obzir. U kontekstu varijabilnih kamatnih stopa, postojeća regulacija je ocijenjena nelogičnom kada se u obzir uzme model konstruiranja referentne kamatne stope na međunarodnom tržištu kapitala, a u dugom roku nosi određene zamke koje bi mogle u agregatnom novčanom smislu imati jednako nepoželjne posljedice na potrošače kao i valutna klauzula u švicarskom franku, iako rasprostranjene na veći broj korisnika.

Problematika vezana uz kredite u stranoj valuti također u kratkom roku štiti ugovorne strane od prevelikih devijacija, ali u potpunosti ignorira raspodjelu troškova i koristi prijevremene konverzije u kontekstu kretanja realnih i nominalnih tečajeva u dugom roku. Posljedično, štiti potrošače od šoka likvidnosti, ali u dugom roku, u slučaju da je teorije pariteta kupovne moći točna za promatrani par valuta, potrošačima poskupljuje kredit.

Literatura

Andelinović, M. (2015) "Gospodine Vujčiću, nije dovoljno reći 'nemojte reći da Vam nisam rekao'" Večernji list, Dostupno na: <http://www.vecernji.hr/hrvatska/mihovil-andelinovic-borise-vujcicu-nije-dovoljno-reci-nemojte-reci-da-vam-nisam-rekao-1000871> [29.9.2015.]

Abuaf, N. i Jorion, P (1990). „Purchasing Power Parity in the Long Run“, Journal of Finance, 45, 157-174.

Bloomberg (2014). Dostupno na: <<http://www.bloomberg.com/europe>> [10.9.2015.]

Bundesbank (2015). Dostupno na: <https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Home/home_node.html> [10.9.2015.]

Cheung, Y. W. i Lai, K. S. (1994). „Mean Reversion in Real Exchange Rates“, Economic Letters, 46(3),251-256.

Diebold, F. X., Husted, S. i Rush, M. (1991). „Real Exchange Rates under the Gold Standard, Journal of Political Economics“, 99(6), 1252-1271.

Directive 2013/.../EU of The European Parliament and of The Council on credit agreements for consumers relating to residential immovable property and amending Directive 2008/48/EC

Directive 2014/17/EU of The European Parliament and of The Council of 4 February 2014 on credit agreements for consumers relating to residential immovable property and amending Directives 2008/48/EC and 2013/36/EU and Regulation (EU) No 1093/2010, 28.02.2014. str. 36.

Edison, H. i Klován, J. T. (1987). „A quantitative reassessment of the purchasing power parity hypothesis: Evidence from Norway and the United Kingdom“, *Journal of Applied Econometrics*, 2, 309-333.

Europska Centralna Banka (2015). Dostupno na:
<<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>> [10.9.2015.]

Frankel, J. A. (1986). „International capital mobility and crowding out in the US economy: imperfect integration of financial markets or of goods market?“, U: Hafer, R. (ur.) *How Open is the US economy?*, Lexington Mass, Lexington, str. 33-67.

Frankel, J. A. i Rose, A. K. (1996) „A panel project on purchasing power parity: mean reversion within and between countries“, *Journal of International Economics*, 40, 209-224.

Glen, J. D. (1992). „Real Exchange Rate in the Short, Medium, and Long Run“, *Journal of International Economics*, 33, 147-166.

Hegwood, N. D. i Papell, D. H. (1998). „Quasi Purchasing Power Parity“, *International Journal of Finance and Economics*, 3, 279-289.

Hrvatska Narodna Banka (2015). Dostupno na: <<http://www.hnb.hr/>> [10.9.2015.]

Hrvatska Udruga Banaka (2015). Dostupno na: <<http://www.hub.hr/>> [10.9.2015.]

Lothian, J. R. i Taylor, M. P. (1996). „Real Exchange Rate Behavior: The recent float from the perspective of the past two centuries“, *Journal of Political Economy*, 104, 488-509.

Mussa, M. (1986). „Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange rates: Evidence and Implication“, *Carnegie-Rochester Series in Public Policy*, 25, str. 117-213.

Narodne Novine (2009). „Zakon o potrošačkom kreditiranju,, 75/09

Narodne Novine (2012). „Zakon o potrošačkom kreditiranju,, 112/12

Narodne Novine (2013). „Zakon o potrošačkom kreditiranju,, 143/13 i 147/13

Narodne Novine (2015). „Zakon o potrošačkom kreditiranju,, 09/15 i 78/15

Rogoff, K. (1996). „The Purchasing Power Puzzle“, *Journal of Economic Literature*, 34 (2), 647-668.

Swiss National Bank (2015). Dostupno na: <<http://www.snb.ch/en/>> [10.9.2015.]

Tica, J. (2009): Tranzicijska ekonomika tečaja i hrvatsko gospodarstvo, Politička kultura, Zagreb

Vučić (2015) "Upozoravali smo od 2013. na Euribor i Libor" HRT vijesti, Dostupno na:
<http://vijesti.hrt.hr/280793/svjetka-banka-oprezno-s-pomoci-korisnicima-kredita-u-svicarcima>
[29.9.2015.]

Wei, S. J. i Parsley, D. (1995). PPP and convergence to the law of one price in OECD countries.
Mimeo, Harvard University